DOCTORATE in BUSINESS ADMINISTRATION

Martine STORY-LAMARQUE

ENJEUX ET TENSIONS AU SEIN DE LA DYADE REPRENEUR-FONDS D'INVESTISSEMENT LORS D'UN TRANSFERT EXTERNE DE PME

Date de soutenance : **28 septembre 2021**

Thèse dirigée par : **Pr Céline BARREDY**

Université de Paris Nanterre

Jury de thèse :

Pr Bérangère DESCHAMPS

Université de Grenoble Alpes, CERAG, rapporteur

Pr Nicolas POUSSING

Luxembourg Institute of Socio-Economic Research, président de jury

Pr Christophe SCHMITT

Université de Lorraine, rapporteur

« N’allez pas où le chemin vous mène, allez au contraire là où il n’y a pas de chemin et laissez une piste »

Ralph Waldo Emerson

Le Business Science Institute et l'iaelyon School of Management n'entendent donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à son auteur.

SOMMAIRE

INTRODUCTION ……p 10

PARTIE 1. CADRE THEORIQUE.

UNE REVUE DE LITTERATURE A L'INTERSECTION DES ENJEUX DU REPRENEUR ET DU FONDS D'INVESTISSEMENT……. p 39

Chapitre 1. Le processus repreneurial par un repreneur personne physique, sous l'angle des enjeux……....p 44

Chapitre 2. Les fonds d'investissement, processus de sélection et mode de gouvernance des LBO……p 102

PARTIE2. LA METHODOLOGIE ET LE TERRAIN.

UNE DEMARCHE ABDUCTIVE SELON UN DESIGN QUALITATIF……...p 143

Chapitre 1. La méthodologie……..p 144

Chapitre 2. Notre terrain……....p 149

Chapitre 3. Méthode de collecte de données……..p 160

PARTIE 3. ANALYSE ET DISCUSSION.

L'EMERGENCE DES TENSIONS ENTRE LE REPRENEUR ET LE FONDS D'INVESTISSEMENT DANS LE CADRE D'UNE OPERATION DE MBI……..p 169

Chapitre 1. Analyse des données……...p 170

Chapitre 2. Discussion……...p 234

PARTIE 4. CONCLUSION GENERALE……..p 248

Chapitre 1. Contributions académiques et managériales……p 249

Chapitre 2. Limites et voies futures de recherche……...p 260

BIBLIOGRAPHIE……...p 263

ANNEXES……p 283

TABLE DES FIGURES ET TABLEAUX……..p 643

TABLE DES MATIERES……....p 648

Enjeux et tensions au sein de la dyade repreneur-fonds d'investissement lors d'un transfert externe de PME.

Résumé

Les transferts externes de PME par des repreneurs personnes physiques, accompagnés d'un fonds d'investissement (MBI) sont porteurs d'importants enjeux d'ordres économiques, d'emplois et de vitalité des territoires.

Notre travail de DBA vise à appréhender les enjeux propres au repreneur et au fonds d'investissement, ainsi que la nature des tensions potentielles susceptibles d'émerger entre les acteurs, lors de la constitution puis lors du fonctionnement de la dyade entrepreneur-investisseur, dans le cadre d'une opération de MBI.

Les biais du repreneur, la confiance, la théorie de l'agence ainsi que la théorie des tensions paradoxales constituent les principaux corps théoriques mobilisés lors de notre recension de la littérature.

Notre méthodologie est structurée selon une démarche abductive, un design de thèse qualitatif et une approche basée sur neuf études de cas de dyades repreneurs-fonds d'investissement, comprenant vingt-deux entretiens semi-directifs, précédés de cinquante entretiens exploratoires.

A l'appui de nos données, il apparaît que la négociation du management package ainsi que la sortie du LBO constituent deux sujets de tension majeurs, caractérisés par un risque de désalignement des intérêts entre le repreneur et le fonds d'investissement.

Nos contributions managériales prennent la forme de préconisations et d'outils à l'usage des parties prenantes, destinés à anticiper l'émergence des tensions potentielles entre les acteurs. Nous avons ainsi élaboré une taxinomie des fonds de LBO, une cartographie des tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement, selon leur nature et leur intensité, un outil de prédictibilité des tensions explicites ainsi qu'un outil dynamique et préventif de mesure des tensions potentielles et du niveau de confiance au sein de la dyade.

Mots-clés : fonds d'investissement, transfert externe de PME, MBI, repreneur

Challenges and issues at the heart of the buyer-investment fund relationship during an external transfer of SMEs.

Summary

The external transfer of SMEs to individual buyers, accompanied by an investment fund (MBI), carries significant economic and labor market challenges while also impacting regional vitality.

Our work as DBA research aims to apprehend the challenges specific to buyers and investment funds as well as to foresee potential emerging points of tension between the actors during the transfer and then the functioning of the partner-investor relationship in an MBI operation.

The buyer's biases, the confidence, the theory of the firm along with the theory of paradox, all constitute the body of theories mobilized during our literature review.

Our methodology is structured by an abductive approach, a qualitative research design and an approach based on nine case studies of buyer-investment fund relationships, including twenty-two semi-directed interviews, preceded by fifty exploratory ones.

Based on our findings, it seems that the negotiation of the management package as well as the launching of the leveraged buyout constitute two major sources of tension characterized by a risk of misaligned interests between the buyers and the investment fund.

Our contribution to management comes in the form of recommendations and tools useful to stakeholders and destined to anticipate potential sources of tension between parties. To this end, we have elaborated a fund taxonomy of the LBO, a map of potential issues according to their nature and intensity, a tool to predict explicit tensions and a dynamic preventive tool that measures potential stress and levels of confidence at play in the dyad.

Key words : investment fund, external transfer of SMEs, MBI, buyer

Remerciements

Initier un travail de recherche et réaliser une thèse de DBA est un exercice de dépassement de soi.

Je tiens à adresser mes remerciements à un certain nombre de personnes, sans qui cette aventure n'aurait pu être menée à son terme avec succès.

Je tiens en premier lieu à adresser mes plus sincères remerciements à ma directrice de thèse, Professeure Céline Barrédy, pour son exigence académique et sa rigueur méthodologique.

Je remercie mon mari, Thierry, véritable « premier de cordée », qui a ouvert une voie, montrant que le chemin était possible. Merci à lui pour son soutien sans faille, y compris pendant les jours de doute ou de découragement.

Je remercie les dirigeants de fonds d'investissement, les chefs d'entreprises et les experts qui m'ont fait confiance et qui ont accepté de partager avec moi leurs expériences, dans un univers régit par la confidentialité.

Je tiens également à exprimer ma gratitude aux équipes de Sphinx et en particulier à Julie Chappaz, qui a assuré le traitement de mon corpus de données.

Je tiens enfin à adresser ma reconnaissance au professeur Michel Kalika pour ce beau programme de DBA, ainsi qu'à l'ensemble de l'équipe pédagogique du Business Science Institute.

Merci également à Catherine Rousseaux ainsi qu'à Aline pour leur appui logistique et leur grande disponibilité.

INTRODUCTION

1. Intérêt de la recherche

Depuis 2004, date de création de notre société de conseil en reprise d'entreprise, ALTHEO, nos équipes et nous-même, avons accompagné plus de cinq cents projets d'acquisitions de PME. Chaque projet de reprise d'entreprise est unique et notre travail de recherche est né d'un constat et d'un étonnement.

La population des repreneurs personnes physiques que nous accompagnons se scinde en deux catégories. D'un côté, les repreneurs qui entendent réaliser l'opération seuls ou avec des actionnaires issus de la sphère familiale ou amicale « *love money* », mais sans l'intervention de partenaires financiers autres que bancaires. D'un autre côté, des repreneurs qui sont ouverts, voire pour certains, désireux de mener ce projet d'acquisition avec un fonds d'investissement, afin de capter des cibles de plus grande envergure, qu'ils ne pourraient financer seuls.

La recherche et la sélection de leur partenaire financier tient parfois d'un parcours semé d'embûches. Certains de nos clients ont sollicité plus de quinze fonds d'investissement avant de trouver celui ou ceux qui accepte(nt) de mener l'opération à leurs côtés.

Nous comptons par ailleurs, dans notre écosystème, des fonds d'investissement qui réalisent régulièrement des opérations de capital-transmission, nommées LBO (*Leverage Buy Out*), sur le marché français. Certains fonds d'investissement cultivent l'aversion aux risques (Chevalier et Langlois, 2016) et refusent d'accompagner des reprises en MBI (*Management Buy In*), jugées trop incertaines, car elles consistent à mener l'opération avec un manager extérieur à l'entreprise, amplifiant ainsi l'asymétrie d'information (Howorth, Westhead et wright, 2002). Ce refus procède de leur politique d'investissement. D'autres fonds d'investissement sont ouverts à de telles configurations. Les fonds d'investissement sont toutefois réputés pour leur exigence et leur grande sélectivité (Capasso, Faraci et Picone, 2014).

Les acteurs en présence, le repreneur et le fonds d'investissement, sont soumis, lors du processus d'acquisition, puis lors de la gestion de l'entreprise acquise, à des enjeux qui leur sont propres (Picard et Thévenard-Puthod, 2004 ; Thomas, 2015 ; Bedu et Granier, 2018). L'existence de ces enjeux est de nature à faire émerger des tensions potentielles entre les parties prenantes en amont puis en aval de l'opération (Cadieux et Deschamps, 2011).

Le point focal de notre recherche consiste à identifier les enjeux de chacune des parties prenantes et les tensions potentielles qui peuvent en résulter, lors de la constitution, puis lors du

fonctionnement de la dyade repreneur-investisseur. Subséquemment, nous proposons des recommandations destinées à anticiper l'émergence de ces tensions.

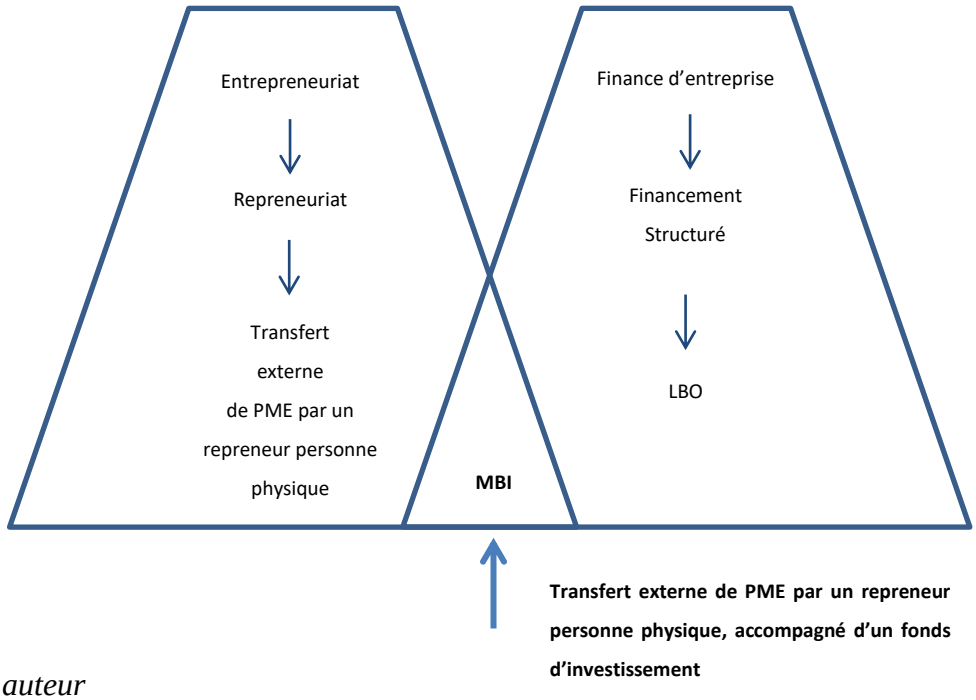
1.1 Le champ de la recherche : les opérations de MBI

Notre objet de recherche se trouve à la convergence de deux champs :

- Celui de l'entrepreneuriat et en particulier du repreneuriat (Deschamps, 2000, 2014). Nous nous intéressons spécialement aux transferts externes de PME par un repreneur personne physique. Nous accompagnons en effet dans le cadre de notre pratique professionnelle de nombreux repreneurs individuels désireux de mener à bien un projet de reprise de PME.
- Celui de la finance d'entreprise avec un intérêt pour les financements structurés, centrés sur les opérations de LBO (*Leverage Buy Out*) (Navatte, 2018).

A la convergence de ces deux champs de recherche, le repreneuriat, et les LBO, figurent les opérations de MBI (*Management Buy In*). Elles concernent des transferts de PME par un repreneur personne physique, extérieur à la cible, accompagné d'un fonds d'investissement.

Figure 1 – Présentation de l'objet de recherche



Source : auteur

Afin d'appréhender au mieux le champ de recherche, les opérations de MBI, nous nous intéressons à l'actualité des transmissions d'entreprises et du capital-investissement.

1.2 L'actualité des transmissions d'entreprises et du capital-investissement

La double actualité, celle des transmissions d'entreprises et celle du capital-investissement en France, permet d'appréhender le contexte dans lequel s'opère les opérations de MBI.

1.2.1 L'actualité des transmissions d'entreprises en France

D'après l'étude publiée par l'INSEE en 2018, la France comptait en 2016, 4 millions d'entreprises, au sens de la Loi de Modernisation de l'Economie (LME).

Tableau 1 – Nombre d'entreprises par catégorie en 2016

MIC Micros entreprises	PME Non MIC	ETI Entreprises de taille intermédiaire	GE Grandes entreprises	TOTAL Entreprises
3 865 510	**135 056**	**5 776**	**292**	**4 006 634**

Source : INSEE, 2018, p 67

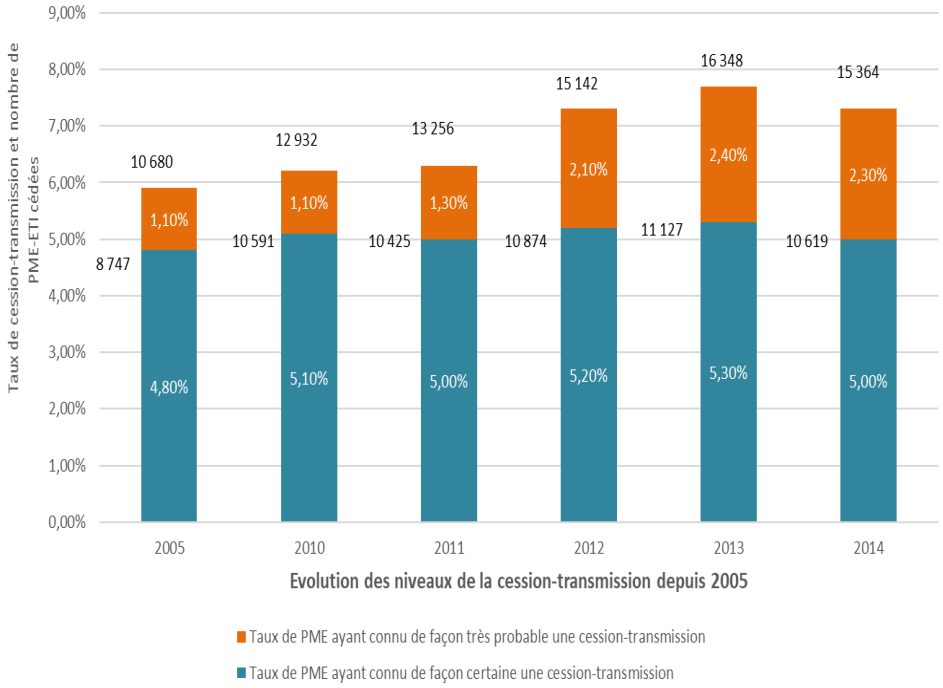
Selon la dernière étude BPCE (2019), 50 877 entreprises ont fait l'objet de cessions-transmissions sur l'année 2016 et 770 000 salariés ont été concernés par une opération de cession-transmission de leur entreprise la même année.

Figure 2 – Le nombre de cessions-transmissions de 2013 à 2016

Source : BPCE, 2019, p 5

Sur le segment des PME-ETI (entreprises de 10 à 5 000 salariés), 15 364 cessions-transmissions sont intervenues en 2014 (BPCE, 2017) et seulement 11 151 en 2016 (BPCE, 2019). C'est ainsi que chaque année, selon BPI (2016) et BPCE (2019), 6 à 7 % des PME-ETI sont transmises, mettant en jeu 10,9 % des emplois du secteur.

Figure 3 – Evolution du niveau de cessions-transmissions des PME-ETI de 2005 à 2014



Source : BPCE 2017, p 4

L'essentiel des transmissions du segment PME-ETI, soit 14 593 d'entre elles en 2014, concerne des PME de 10 à 250 personnes (BPCE, 2017).
Considérant qu'en moyenne une cession de PME concerne 27,3 employés (BPI, 2017) les enjeux en termes d'emplois s'avèrent considérables.

Selon le CRA (2019), le nombre de cessions-transmissions de TPE/PME se structure de la façon suivante :

- 25 % des entreprises disparaissent ou n'apparaissent plus sur le marché (faillite, absorption, fusion),
- 30 % des entreprises sont cédées en interne, reprises par la famille ou les salariés,
- 45 % des entreprises sont cédées en externe (auprès de personnes morales ou de repreneurs individuels).

50 % des PME de plus de 5 salariés sont reprises par un repreneur individuel (Réseau Transmettre et Reprendre, 2015 ; Lamarque et Story, 2018).
La majorité des PME transmises sont ainsi reprises par des repreneurs individuels, objets de notre étude.

1.2.2 L'actualité du capital-investissement sur le marché français

Le capital investissement connait en France un essor sans précédent, relayé par la presse et les instances du secteur :

- « France 2017 : une année record pour le capital-investissement » selon Les Echos (2018).
- « En France, un âge d'or pour le capital-investissement. Les fonds français de " private equity " ont collecté 16,5 milliards d'euros en 2017, un record », titrait le Monde en 2018.
- « En 2015, les acteurs du capital-investissement ont soutenu 1 645 entreprises […]. Un record en Europe », selon France Invest (2019).
- La France dispose de l'industrie du capital-investissement la plus développée de la zone Euro (Observatoire CNCFA, 2018).

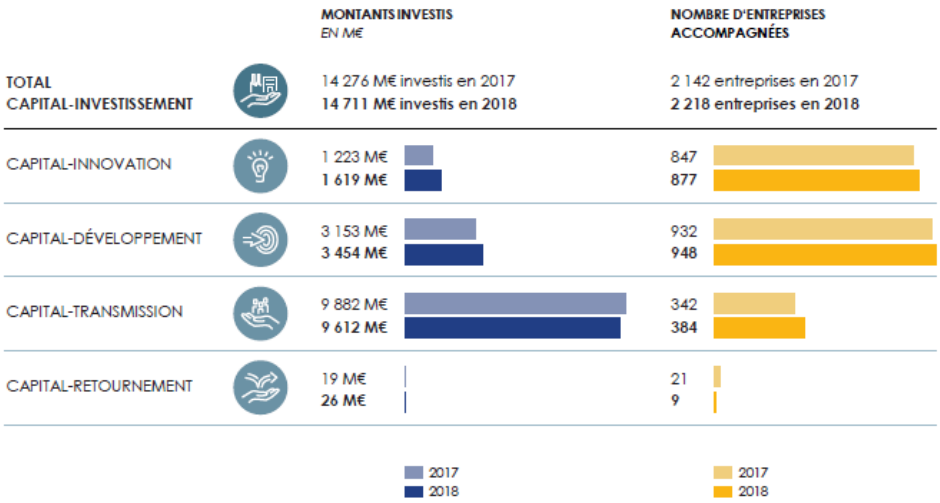
Le métier du capital investissement se segmente en quatre activités distinctes selon la phase de maturité de la cible et le risque encouru (Boschin, 2006) : le capital-amorçage finance la création d'entreprises, le capital-risque accompagne la croissance des sociétés, jeunes et pas encore rentables, le capital-développement finance la croissance d'entreprises déjà rentables, et enfin le capital-transmission accompagne leur transmission. Les fonds de LBO figurent dans cette dernière catégorie.

France Invest définit une segmentation légèrement différente, également en quatre activités. Le capital-innovation (*venture capital*) concerne le financement en phase de création ou de début d'activité, le capital-développement (*growth*) accompagne l'entreprise dans son développement industriel et commercial lorsqu'elle atteint son seuil de rentabilité et dégage des profits, le capital-transmission (*buy-out*) permet l'acquisition d'une entreprise existante, non cotée, et enfin le capital-retournement (*turnaround*) assure le financement en fonds propres d'entreprises ayant connu des difficultés.

Le segment particulier du capital-transmission, celui dédié aux transmissions d'entreprises, le plus significatif en termes de montant, a investi en 2018, 9 612 M€ dans 384 entreprises (France Invest, 2019).

Cela représente près des deux tiers de l'activité du capital-investissement en termes de montants investis, concentré sur un nombre très restreint d'opérations.

Figure 4 – Montants investis et nombre d'entreprises accompagnées par famille de capital-investissement en 2017 et 2018



Source : France Invest 2019, p 18

1.2.3 Conclusion relative à l'actualité

A l'intersection des deux sujets, les transmissions d'entreprises d'une part et les opérations de capital-transmission d'autre part, figurent des opérations de transferts externes de PME par des repreneurs personnes physiques, réalisées avec le concours de fonds d'investissement.

Aucune source d'information ne nous permet de quantifier précisément le nombre de MBI réalisés par un repreneur extérieur à la cible, accompagné d'un fonds d'investissement.

1.3 Intérêt sociétal de la recherche - Comprendre le marché français des transferts d'entreprises, ses enjeux et ses particularités

La transmission d'entreprises fait émerger d'importants enjeux, d'ordres économiques, d'emplois et de vitalité des territoires.
Le marché des cessions-transmissions d'entreprises en France fait également l'objet de particularités qui ont un impact sur le projet d'acquisition des repreneurs personnes physiques.
Nous précisons les enjeux puis les particularités du marché de la transmission d'entreprises.

Trois natures d'enjeux émergents, ils sont d'ordres économique, d'emploi et de vitalité des territoires.

1.3.1 Des enjeux d'ordres économique, d'emploi et de vitalité des territoires

Un enjeu économique

Bien que la transmission-reprise d'entreprises n'ait que marginalement fait l'objet, selon Dombre-Coste (2015), d'une appropriation en termes de politique publique, les acteurs s'accordent tous sur l'importance des enjeux économiques. La cession-transmission représente un enjeu économique de premier ordre pour le tissu économique français (BPI, 2016), un des enjeux majeurs de l'économie française (Meier, 2017), un véritable défi économique pour la France (Sénat, 2017), une cause nationale (Paturel, 2009).
Il s'agit également d'un enjeu de croissance, car « accroître le nombre de transmissions dans notre pays, c'est favoriser l'investissement et le développement de nos capacités productives » (Dombre-Coste 2015, p 13). Dombre-Coste indique également que les PME cédées sont plus dynamiques, tant en termes de chiffre d'affaires que de rentabilité économique ; les repreneurs récents étant plus susceptibles d'insuffler une dynamique et de développer l'activité. Les entreprises cédées présentent ainsi une croissance du chiffre d'affaires supérieure à celle présentée avant la cession (Sattin et Pommet, 2013).

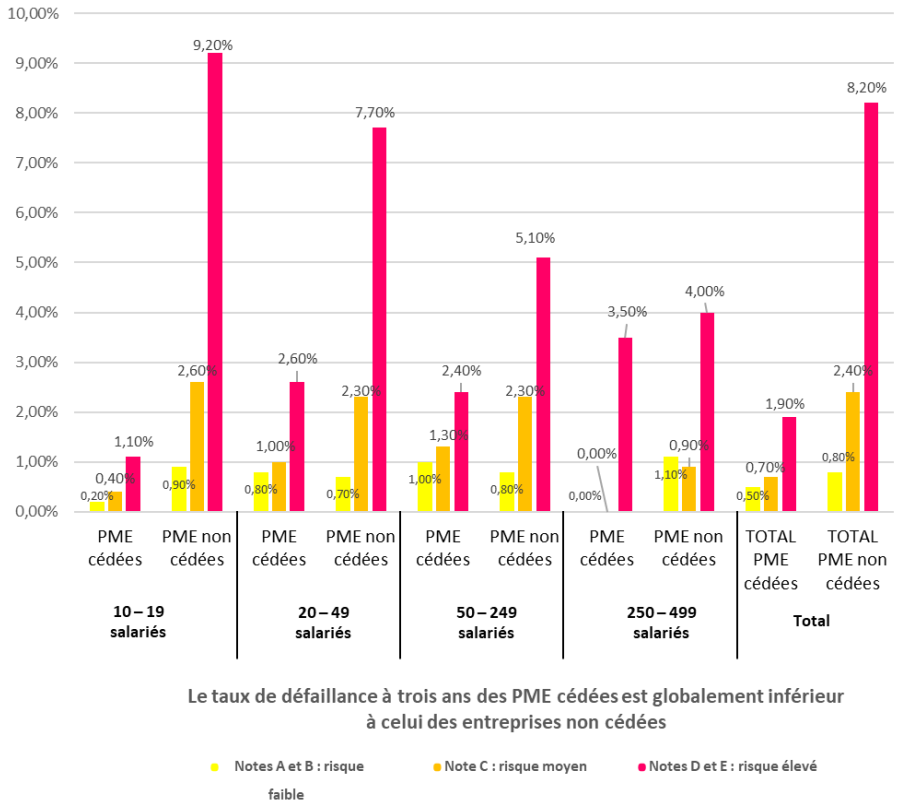
Tableau 2 – Performances comparées avant et après cession

	Avant cession (période 2002-2004)	Après cession (période 2006-2009)
Taux de croissance du chiffre d'affaires supérieur à 15%	32,9 % de PME	39,8 % des PME
Taux de baisse du chiffre d'affaires supérieur à 5%	30,1 % des PME	24,2% des PME

Source : d'après BPCE 2011, in Sattin et Pommet 2013, p 118

Les statistiques relatives aux taux de défaillance des PME cédées ou non cédées corroborent cette analyse. L'étude BPCE qui figure dans le rapport d'information sénatorial (2017) met en exergue un taux de défaillance des entreprises cédées et notamment des PME, nettement inférieur à celui des entreprises non cédées.

Figure 5 – Taux de défaillance des PME cédées ou non cédées



Source : BPCE l'Observatoire, in Rapport d'information sénatorial, 2017, p 53

Un enjeu pour l'emploi

Sur ce sujet, les chiffres divergent, de façon parfois considérable, selon les sources :

- « Bien transmettre nos entreprises, c'est sauvegarder 750 000 emplois, et potentiellement en créer des dizaines de milliers d'autres » (Dombre-Coste, 2015, p 14).
- Les 76 000 cessions-transmissions de l'année 2016 ont concerné 1,2 million de salariés, soit 8,2 % des emplois en France (BPI France, 2017).
- Chaque année, 30 000 entreprises disparaissent annuellement, faute de repreneurs (Sénat, 2017).

Compte tenu de l'hétérogénéité des informations, il est difficile de mesurer précisément l'impact des transmissions d'entreprises en termes d'emplois.

De leur côté, les entreprises françaises accompagnées par le capital-investissement ont créé plus de 314 000 emplois nets entre 2009 et 2014 (France Invest, 2019).
Les effectifs des entreprises françaises accompagnées par le capital-investissement ont progressé de 2,6 % en 2014, alors que les secteurs marchands ont détruit sur la même période 63 400 emplois (France Invest, 2019).

Un enjeu pour les territoires

La transmission d'entreprises représente un enjeu pour la cohésion des territoires. BPCE (2017) évoque un enjeu fondamental de compétitivité pour les territoires, notamment pour les départements ruraux, et évoque un risque d'atrophie du tissu productif local.
Ce thème est également abordé dans le rapport d'information sénatorial (2017) pour qui, le manque de repreneurs de petites entreprises locales, ainsi que d'entreprises familiales en milieu rural, menace la vitalité des territoires, « favoriser et fluidifier la transmission devient donc un défi économique autant qu'un enjeu pour l'aménagement de nos territoires » (Sénat, 2017, p 2).
Dans son rapport (2015, p 14) Dombre-Coste mentionne la corrélation positive entre le dynamisme du taux de cessions dans les territoires, le dynamisme du tissu économique et la jeunesse des dirigeants : « les départements actifs en termes de transmission sont également ceux où le profil des dirigeants est plus jeune que la moyenne nationale ».

Le marché des transmissions d'entreprises comprend des caractéristiques qui ont un impact sur le projet de reprise du repreneur.

1.3.2 Les spécificités du marché de la transmission d'entreprises

Ces spécificités concernent l'accès à l'information, l'évolution du marché, la démographie des dirigeants, l'âge des chefs d'entreprises, une absence de statistiques fiables, l'opacité et la confidentialité du marché, une surreprésentation des petites structures et enfin, un déséquilibre entre l'offre et la demande. Nous développons chacune de ces spécificités.

Des chiffres variables, des périmètres hétérogènes et une absence de statistiques fiables

Les données chiffrées relatives aux nombres d'opérations de cessions-transmissions d'entreprises en France sont variables d'une source à l'autre, qu'elles relèvent d'organismes institutionnels ou privés, rendant leur exploitation complexe :

- 60 000 entreprises sont mises sur le marché tous les ans (Dombre-Coste, 2015 ; Bercy info, 2016).
- 76 000 cessions-transmissions ont été enregistrées en 2016 par BPI France (BPI France, 2017), dont 15 000 correspondent à des reprises d'entreprises de plus de 10 salariés.
- Sur la même année, 2016, BPCE (2019) dénombre seulement 50 877 cessions-transmissions d'entreprises, dont 10 484 PME, tout en reconnaissant que le dénombrement des cessions-transmissions des TPE pourrait être sous-estimé d'un quart.
- Le CRA (2019) mentionne un potentiel de cessions d'entreprises annuel de 68 000 sociétés de 1 à 250 personnes.
- Le baromètre de la transmission du CNCFA 2017 (syndicat des professionnels des fusions-acquisitions) indique, quant à lui, que le chiffre de 15 364 cessions-transmissions de PME-ETI mis en avant par la BPCE (2017) est surestimé, et considère un périmètre de 4 700 cessions-transmissions de PME de 20 à 249 sociétés dans son baromètre 2017, et de 4 600 cessions-transmissions de PME dans son baromètre 2018.

L'hétérogénéité des périmètres étudiés rend l'analyse encore plus difficile, certains évoquant les cessions d'entreprises de 1 à 250 personnes (CRA, 2019), d'autres de 20 à 249 personnes (CNCFA, 2017), d'autres encore de plus ou de moins de 10 salariés (BPI France, 2017).

Professionnels, institutionnels et chercheurs font état d'une absence de statistiques fiables.

Le CNCFA (syndicat professionnel des fusions et acquisitions) dénonce dans son baromètre (2017, p 2) de la transmission de PME, une « absence de statistiques nationales sur les cessions-reprises de PME ». Le marché des transmissions d'entreprises en France est caractérisé par des

chiffres « aussi variés que variables selon les définitions, les secteurs, les années ou les territoires retenus par les chercheurs et les statisticiens », (Sénat, 2017, p 3), pointant la difficulté à trouver des chiffres précis, clairs et partagés.

Cette absence de données chiffrées fiables est en partie imputable au fait que, depuis 2006, l'INSEE ne comptabilise plus le nombre de transmissions. De plus, les créations de holdings dédiées aux rachats d'entreprises sont enregistrées parmi les chiffres de créations et non de reprises d'entreprises (Deschamps et Paturel, 2009). Cette absence des données fiables discrédite la pertinence des chiffres communiqués.

Un marché aux évolutions incertaines

Le nombre d'entreprises reprises avait connu une baisse dans les années 2000, avec 40 000 reprises d'entreprises par an au début des années 2000, contre 60 000 en 1987, (OSEO BDPME, 2005).

Une tendance haussière, validée par plusieurs sources, semblait se dessiner depuis plusieurs années.

Les projections, bien que discordantes en valeurs absolues, concordaient sur une augmentation du volume de transactions :

- « 700 000 entreprises sont susceptibles d'être cédées dans les dix ans » (Dombre-Coste 2015, p 15).
- 800 000 transmissions de PME à venir dans les 10 prochaines années, selon Bah (2009).
- 700 000 chefs d'entreprises vont prendre leur retraite dans les 10 ans (CGT, 2007).
- Une étude publiée par la Direction Générale du Trésor (Férrero et Loubens, 2013) estime le nombre d'entreprises concernées entre 700 000 et 900 000 entre 2000 et 2020.
- « 900 000 entreprises seront vraisemblablement à céder dans les 10 ans à venir » (Bornard et Thévenard-Puthod, 2009, p 84).

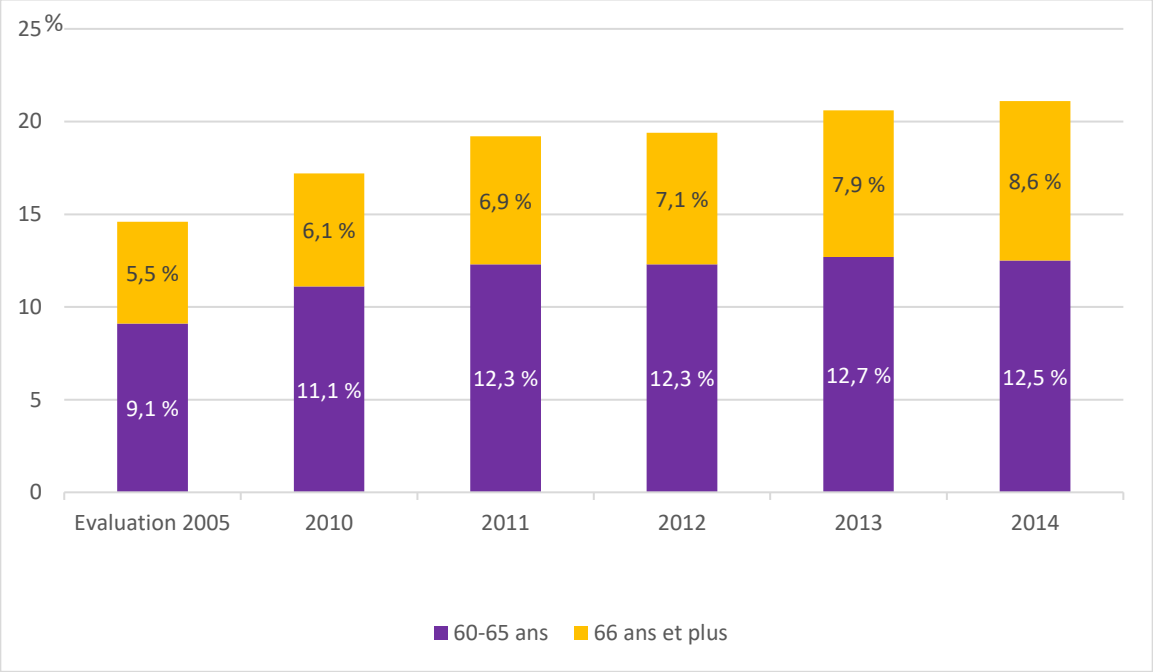
L'étude publiée par BPCE (2019) apporte un regard nouveau sur le sujet, indiquant une baisse importante et continue des cessions-transmissions depuis 2013, passant de 76 105 opérations en 2013 à 50 877 en 2016.

La démographie des dirigeants d'entreprises

Plusieurs études mettent en exergue le phénomène de vieillissement des chefs d'entreprises. Ainsi, dans son rapport de juillet 2015, la députée Dombre-Coste indique que près de 20 % des dirigeants de PME sont âgés de 60 ans ou plus, alors qu'ils n'étaient que 13 % en 2000. La part

des plus de 65 ans progresse également. Selon l'observatoire économique régional de la CCI Paris-Ile-de-France, près d'une entreprise francilienne sur trois (32 %) est dirigée par un chef d'entreprise âgé de 55 ans ou plus (Les Affiches Parisiennes, 2016). Plus d'un tiers des patrons de PME ont plus de 50 ans (Bah, 2009) et 20,5 % des dirigeants de PME et d'ETI sont âgés de 60 ans ou plus (BPCE, 2019).

Figure 6 – Vieillissement des dirigeants de PME entre 2005 et 2014



Source : BPCE l'Observatoire, octobre 2016, in rapport d'information sénatorial, p 9

La taille prévaut sur l'âge en termes de déterminant à la cession

Il est communément admis que le motif principal de cession d'un dirigeant est la retraite, 58 % des cessions selon le CRA (CRA, 2017), 6 cessions sur 10 d'après l'INSEE (Conseil économique et social, OSEO-BDPME, 2005).

Plusieurs études invalident désormais cette hypothèse selon laquelle les cessions sont principalement motivées par la retraite. Selon BPI France (2017), les dirigeants de plus de 60 ans ne représentent que 33 % des cédants de PME ou d'ETI, et seulement 17 % des cédants de TPE. BPCE (2017) indique pour sa part que 71 % des cessions de TPE interviennent avant 55 ans. Près de 60 % des cessions interviennent avant que le cédant n'atteigne l'âge de 55 ans (Boissin et Grazzini, 2013). BPCE (2019) indique que les trois quarts des cessions d'entreprises ont lieu avant les 60 ans du dirigeant. Les études BPCE (2017, 2019), démontrent que la probabilité de

cession dépend davantage de l'effectif de l'entreprise que de l'âge du dirigeant. D'ailleurs, passé 65 ans, la probabilité de céder diminue. Nous rejoignons cette analyse. Passé un certain âge, le dirigeant n'a en effet plus le dynamisme nécessaire pour assurer le développement de l'entreprise, rendant celle-ci parfois peu attractive et difficile à financer par un repreneur.

En contrepoint, l'étude BPCE (2019) démontre que la fréquence des opérations de cessions-transmissions augmente avec le nombre de salariés : 0,8 % pour les entreprises sans salarié, 1,9 % pour les TPE de 1 à 5 salariés, 3 % pour les entreprises de 6 à 9 salariés, 4,6 % pour les PME de 10 à 49 salariés, 8,5 % pour les entreprises de 50 à 249 personnes et 13,3 % pour les ETI.

Tableau 3 – Les cessions-transmissions d'entreprises en 2016

Les cessions-transmissions d'entreprises en 2016

TYPE D'ÉVÉNEMENT	0 salarié	1 à 5 salariés	6 à 9 salariés	10 à 49 salariés	50 à 249 salariés	250 à 4 999 salariés	Total	Taux
Disparitions non judiciaires	104 962	23 436	1 865	1 860	209	28	132 360	3,7 %
Disparitions judiciaires	12 481	13 798	1 960	3 040	219	18	31 516	0,9 %
Cessations (1)	**117 443**	**37 234**	**3 825**	**4 900**	**428**	**46**	**163 876**	**4,6 %**
Taux de disparition 2016	*5,1 %*	*4,1 %*	*2,6 %*	*2,7 %*	*1,8 %*	*0,9 %*	*4,6 %*	
Cessions (Infolégale)	13 890	13 509	3 440	3 220	735	349	35 143	1,0 %
Ventes *via* holding ou cessions de titres	609	529	148	3 023	1 082	291	5 682	0,2 %
Transmissions familiales	2 931	3 794	876	2 176	248	27	10 052	0,3 %
Cessions-transmissions (2)	**17 430**	**17 832**	**4 464**	**8 419**	**2 065**	**667**	**50 877**	**1,4 %**
Taux de cession-transmission 2016	*0,8 %*	*1,9 %*	*3,0 %*	*4,6 %*	*8,5 %*	*13,3 %*	*1,4 %*	
Aucun événement de cession ou de disparition (3)	2 185 679	862 252	141 375	171 073	21 812	4 315	3 386 506	94,0 %
Ensemble des entreprises (1)+(2)+(3)	2 320 552	917 318	149 664	184 392	24 305	5 028	3 601 259	100 %
Nombre d'emplois concernés par une disparition	**109 934**	**65 523**	**25 298**	**84 534**	**42 544**	**20 122**	**347 955**	
Taux d'emplois concernés par une disparition	*4,7 %*	*3,9 %*	*2,6 %*	*2,5 %*	*1,7%*	*0,6 %*	*2,4 %*	
Nombre d'emplois concernés par une cession	**16 722**	**37 302**	**29 946**	**116 171**	**130 166**	**437 035**	**767 342**	
Taux d'emplois concernés par une cession	*0,7 %*	*2,2 %*	*3,1 %*	*3,4 %*	*5,2 %*	*12,2 %*	*5,3 %*	
Nombre d'emplois de TPE, PME, et ETI en 2016	**2 320 552**	**1 692 024**	**965 958**	**3 405 790**	**2 479 513**	**3 584 927**	**14 448 764**	

Source : BPCE 2019, p 6

Un marché caractérisé par l'opacité et la confidentialité

Professionnels et chercheurs s'accordent sur une caractéristique majeure du marché de la transmission d'entreprises, son opacité (Deschamps, 2000 ; Bornand et Thévenard-Puthod, 2009 ; Boissin et Grazzini, 2013 ; Cadieux, Gratton et Saint-Jean, 2014 ; Mahé de Boislandelle et Esteve, 2015 ; Lamarque et Story, 2018 ; Lamarque, 2018).

Le marché est en effet régi par la confidentialité des opérations, les cédants ne souhaitant pas communiquer leur intention de céder leur société, au risque de déstabiliser les parties prenantes

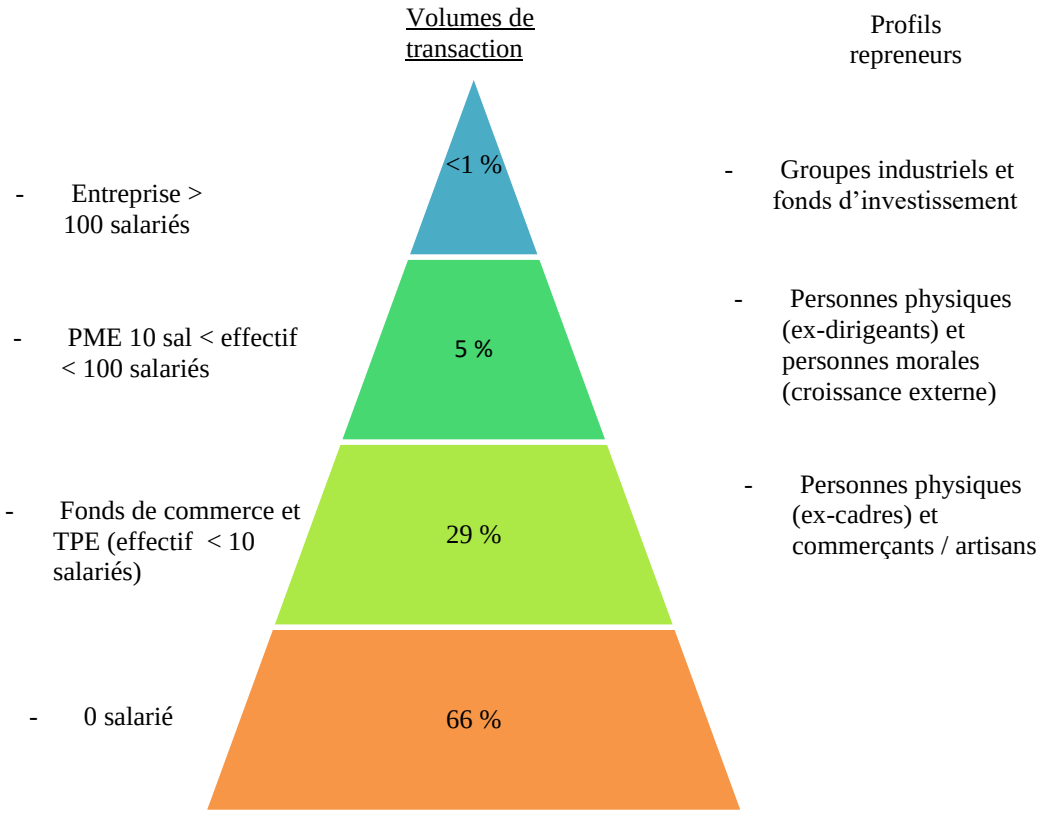
de l'entreprise, qu'elles soient internes (les collaborateurs) ou externes (les clients, les fournisseurs, les concurrents). La crainte de perte de confidentialité représente d'ailleurs le premier frein à la préparation de la cession (Sénat, 2017).

Une surreprésentation des petites structures

Le marché est caractérisé par une surreprésentation des petites structures. Selon Lamarque et Story (2018) :

- 66 % des entreprises ne comptent aucun salarié (micro-entrepreneurs, entreprises individuelles). Le dirigeant assure seul la gestion de l'activité.
- 95 % des sociétés comptent moins de 10 salariés.
- Moins de 5 % des entreprises emploient un effectif compris entre 10 et 100 collaborateurs.
- Moins de 1 % des sociétés en France comptent plus de 100 salariés.

Figure 7 – La structure du marché de la reprise d'entreprise



Source : Lamarque et Story, 2018, p 17

Le marché des PME se trouve par conséquent fortement contingenté, « le marché accessible à un repreneur individuel, éligible au LBO et possédant un effectif de 10 à 100 salariés, représente un total inférieur à 2 500 sociétés cibles » (Lamarque et Story, 2018, p 16).

Un marché déséquilibré

Un paramètre vient compliquer la tâche des acheteurs et notamment des repreneurs personnes physiques. Il s'agit du déséquilibre entre l'offre et la demande, avec un marché déséquilibré à l'achat. Le CRA (2017) évoque un rapport de quatre repreneurs pour un cédant dans les grandes métropoles. En Ile de France « 5 à 10 repreneurs s'affrontent pour un cédant » (Lamarque et Story, 2018, p 17), « Les repreneurs potentiels sont nombreux, dix pour une affaire à céder dans les régions en développement » (Tariant, 2011, p 7).

1.3.3 Conclusion relative à l'intérêt sociétal

Dans le cadre de son projet d'acquisition, le repreneur d'entreprise est soumis aux caractéristiques du marché de la transmission d'entreprises. Il est particulièrement confronté à la difficulté de trouver des informations fiables et concordantes, à un accès à des cédants potentiels limité par l'opacité du marché, et à la confidentialité des opérations. Il est également soumis à une forte concurrence résultant d'une sous-représentation des PME sur le marché français et à un déséquilibre entre l'offre et la demande, jouant en faveur des cédants.

1.4 Intérêt managérial

Notre expérience professionnelle nous amène, depuis plus de dix-sept ans, à accompagner des repreneurs qui rencontrent régulièrement des difficultés à convaincre des fonds d'investissement de les accompagner dans leur projet de transfert externe d'entreprise.
Nous côtoyons par ailleurs des fonds d'investissements qui se montrent peu appétant à réaliser une opération de LBO avec un manager qu'ils ne connaissent pas.

Notre travail de recherche en sciences de gestion, guidé par deux principes, le savoir et l'utilité (Laufer, 2007), s'inscrit dans une démarche scientifique rigoureuse avec l'ambition de produire une connaissance actionnable (Verstraete, 2007), utile aux acteurs en présence, dans le cadre particulier d'une opération de MBI. Notre recherche comporte un objectif de pertinence instrumentale (Barthélemy, 2012) dans le sens où elle se donne pour mission d'être directement utilisable par les différentes parties prenantes.

1.5 Intérêt académique

1.5.1 Etat de la recherche sur les transferts d'entreprises

Le repreneuriat fait, depuis les années 2000, l'objet de nombreuses références tant professionnelles qu'académiques, en particulier sous l'impulsion de Deschamps (2000). Nous avons recensé une trentaine d'auteurs, constituant un important courant de recherche franco-

canadien. Parmi les plus cités figurent, Deschamps, 2000, 2002, 2003 ; Meier, 2017 ; Cadieux, Gratton et Saint-Jean, 2014 ; Lamarque 2018 ; Cadieux, Lecorne, Gratton et Grenier, 2020.
Notre recherche concernant les opérations de MBI (*Management Buy In*) s'inscrit tout particulièrement dans la continuité des travaux réalisés sur les transferts externes de PME par Deschamps (2000, 2014) et Lamarque (2018).

1.5.2 Etat de la recherche sur les fonds d'investissement et les relations entre les investisseurs et les dirigeants

La littérature académique relative aux fonds d'investissement est également conséquente, tant au niveau international, avec une abondante littérature anglo-saxonne, qu'au niveau français. De nombreux articles et ouvrages sont consacrés aux LBO (Capasso, Faraci et Picone, 2014 ; Thomas, 2015 ; Chevalier et Langlois, 2016 ; Navatte, 2018).
Une fois l'opération de MBI réalisée, les relations entre le repreneur et le fonds d'investissement entrent, dans le cadre de la gestion de l'entreprise acquise, dans le champ de la gouvernance. Nombreux sont également les travaux relatifs aux modes de gouvernance et aux relations entre investisseurs et dirigeants (Jensen et Meckling, 1976 ; Charreaux, 2005, 2015, 2018 ; Parat, 2014 ; Foureault, 2017 ; Bedu et Granier, 2018).

1.5.3 Conclusion sur l'état de la recherche

Les transferts externes de PME d'une part, les opérations réalisées par les fonds d'investissement, et les modes de gouvernance régissant les relations entre investisseurs et dirigeants d'autre part, font état de nombreuses recherches professionnelles et académiques. Pour autant, peu de ponts existent entre ces deux sujets. Dans la littérature relative aux transferts d'entreprises, notamment dans la littérature professionnelle, la présence des fonds d'investissement se trouve souvent cantonnée à une modalité de financement de l'acquisition (Vernimmen, 2012 ; Karyotis et Bouteiller, 2020).

Dans la littérature concernant les fonds d'investissement, rares sont les travaux évoquant les opérations de MBI (Robbie, Wright et Wright, 1996 ; Shojai, 2004).

A notre connaissance, aucun travail de recherche n'a été réalisé sur les enjeux et les tensions au sein de la dyade repreneur-fonds d'investissement, lors d'une opération de transfert externe de PME par un repreneur personne physique extérieur à la cible.
Ce « gap » dans la littérature a pour origine le « caractère extrêmement secret des opérations de transmissions à un tiers externe » (Meiar et Verstraete, 2020, p 4), combiné à une grande difficulté d'accès au terrain.

1.6 Les audiences visées

Guidés par les propos de Pras (1983, p 73) « le développement de la connaissance doit déboucher, à terme, sur une aide à la prise de décision », notre travail vise en premier lieu les deux principaux acteurs en présence, les repreneurs personnes physiques, désireux d'initier un projet de reprise d'entreprise avec un fonds d'investissement pour partenaire financier, et les acteurs du private equity, en particulier les fonds de capital-transmission, qui réalisent des investissements sous forme de MBI.
Il s'adresse également aux professionnels évoluant dans l'écosystème des transferts externes de PME : avocats, experts-comptables, conseils acheteurs ou vendeurs. Il concerne enfin les dirigeants d'entreprises qui envisagent de céder leur société à un repreneur externe.

1.7 Enoncé de la problématique et des questions de recherche

1.7.1 Enoncé de la problématique

Notre projet de connaissance consiste à comprendre, dans le sens de « saisir pourquoi les acteurs pensent et se comportent de telle ou telle manière » (Livian, 2018, p 73). En l'occurrence, nous cherchons à comprendre les enjeux du repreneur et du fonds d'investissement, ainsi que la nature des tensions potentielles entre les acteurs, lors de la constitution puis lors du fonctionnement de la dyade entrepreneur-investisseur, dans le cadre d'une opération de MBI. Nous proposons également des axes de réflexion permettant d'anticiper l'émergence de ces tensions potentielles.

Notre travail s'inscrit dans une démarche exploratoire selon la définition de Charreire Petit et Durieux (2014, p 78) : « explorer en management consiste à découvrir ou approfondir une

structure ou un fonctionnement pour servir deux grands objectifs : la recherche de l'explication […] et la recherche d'une compréhension ».

1.7.2 Questions de recherche

Nous formalisons nos questions de recherche de la façon suivante :

- **Quels sont les enjeux du repreneur et du fonds d'investissement lors d'une opération de MBI ?**
- **Quelles sont les tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement lors de la constitution puis lors du fonctionnement de la dyade entrepreneur-investisseur, dans le cadre d'une opération de MBI ?**
- **Comment anticiper l'émergence de ces tensions ?**

1.7.3 Les éléments de contexte empirique

« Au plus la réflexion est cadrée, contextualisée, au plus il est possible de produire une connaissance spécifique et pratique » (Payaud, 2018, p 427). Nous retenons également le principe de contextualisation, selon lequel, un phénomène n'est compréhensible que replacé dans un ensemble qu'il convient de délimiter (Hlady Rispal, 2002).

C'est dans cet esprit qu'il convient de contextualiser certains éléments de notre étude. Ils sont influencés pour partie par notre accès au terrain.

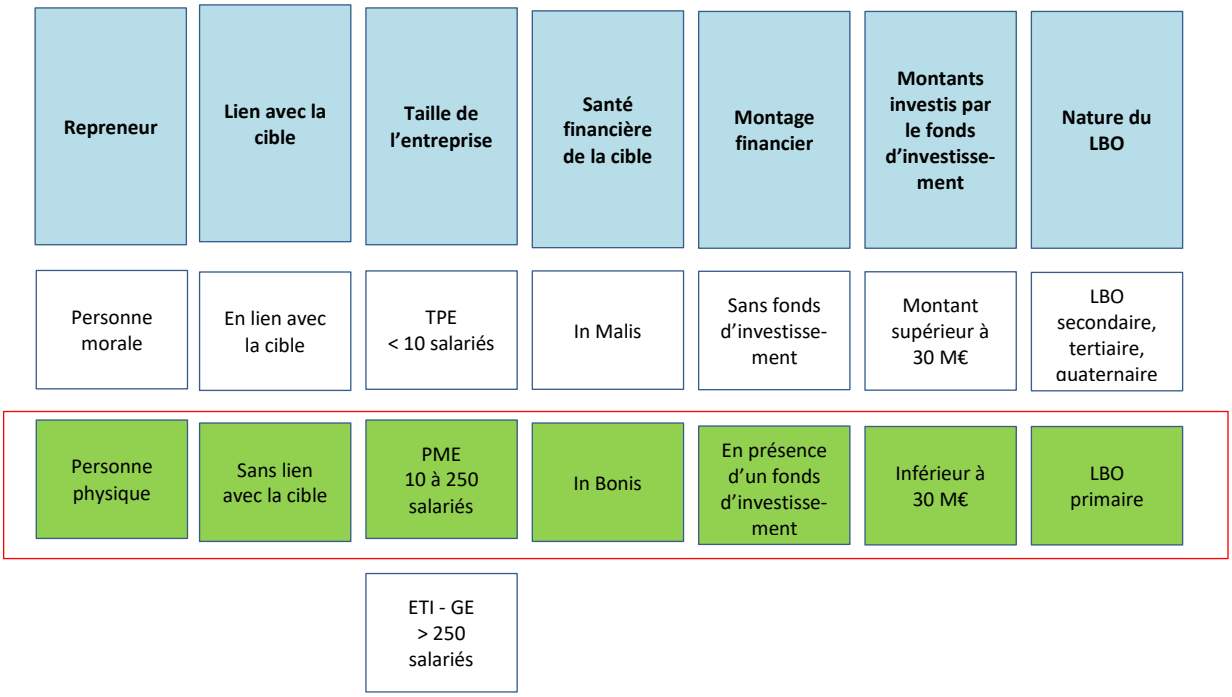
Notre recherche a pour périmètre géographique la France. Nous concentrons notre étude sur les transferts externes de PME non cotées (entreprises de 10 à 250 salariés), par des repreneurs, personnes physiques, extérieurs à la cible et accompagnés d'un fonds d'investissement, à l'occasion d'un LBO primaire.

Nous excluons de notre recherche :

- Les transmissions externes réalisées au profit d'une personne morale.
- Les entreprises issues des typologies suivantes : coopératives et sociétés cotées.
- Les opérations de MBI lors desquelles le repreneur réalise le montage financier de l'opération exclusivement par un recours à de la dette bancaire.
- Les transmissions internes réalisées au bénéfice d'un membre de la famille (transmission familiale) ou d'un ou plusieurs collaborateurs (*Management Buy Out*).

Nous proposons une synthèse des éléments de contexte empirique.

Figure 8 – Synthèse des éléments de contexte empirique



Source : auteur

1.7.4 Les éléments de langage

Il nous semble utile de préciser la définition des principaux termes utilisés dans le cadre de notre recherche. Un lexique de la reprise d'entreprise vient compléter ces définitions (annexe 13).

Capital-investissement : « Consiste à prendre des participations majoritaires ou minoritaires dans le capital de petites et moyennes entreprises généralement non cotées. Cette prise de participation permet de financer leur démarrage, leur croissance, leur transmission, parfois leur redressement et leur survie. Le métier s'exerce sur quatre segments : le capital-innovation, le capital-développement, le capital-transmission / LBO et le capital-retournement » (France Invest, 2019).

LBO (*Leverage Buy Out*) : « Opération par laquelle un ou plusieurs investisseurs acquièrent une entreprise (la cible) via une société holding » (Thoumieux, 2008, p 9).

MBI (*Management Buy In*) : « Acquisition d'une entreprise par un ou plusieurs repreneurs extérieurs dans le cadre d'un montage à effet de levier » (Lamarque et Story, 2018, p 221).

Private Equity : « Désigne l'ensemble des fonds d'investissement ou de développement intervenant sur des opérations de transmission ou de développement d'entreprise » (Lamarque et Story, 2018, p 224).

Transfert d'entreprise : « Passage d'un dirigeant-propriétaire vendeur à un autre dirigeant-propriétaire acquéreur » (Deschamps, 2014, p 71).

Transfert externe : « Renvoie spécifiquement aux reprises réalisées par des personnes (physiques ou morales), n'ayant pas de lien préalable avec l'entreprise » (Deschamps 2014, p 72).

1.8 Les connaissances actionnables

Notre objectif consiste à recenser les enjeux des acteurs en présence, lors d'une opération de MBI, à identifier les tensions potentielles qui peuvent apparaître entre le repreneur et le fonds d'investissement. Nos contributions managériales viennent prendre la forme de préconisations et d'outils, à l'usage des parties prenantes. Nos outils comprennent une taxinomie des fonds de LBO, une cartographie des tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement selon leur temporalité et leur intensité, un outil de prédictibilité des tensions explicites entre le repreneur et le fonds d'investissement et un outil dynamique et préventif de mesure des tensions potentielles et du niveau de confiance au sein de la dyade.

1.9 Présentation de la méthodologie

1.9.1 Une démarche abductive

Nous faisons le choix d'une démarche abductive, celle d'un dialogue continu entre le terrain et la théorie (Chevalier et Meyer, 2018).
La définition de l'abduction, donnée par Charreire et Durrieux (1999, p 60), ayant pour finalité la création de nouvelles conceptualisations théoriques, fait écho à l'objectif de notre travail de recherche : « en management [...], il est fréquent que le chercheur explore un contexte complexe, empreint d'observations nombreuses de différentes natures et au premier abord ambiguës. Il va tenter alors de structurer son système d'observations pour produire du sens. En sciences sociales, l'objectif n'est pas réellement de produire les lois universelles mais plutôt de proposer de nouvelles conceptualisations théoriques valides et robustes, rigoureusement élaborées. On dit alors que le chercheur procède par abduction (Eco, 1990) ou adduction (Blaug, 1982) ».

1.9.2 Un design qualitatif

Nous faisons le choix d'une approche qualitative. Une telle démarche présente, selon Hlady-Rispal (2002, p 28-29) des caractéristiques de compréhension, de génération de théories, d'idiosyncrasie, d'interprétation, de subjectivité, d'analyse interprétative.

Un design qualitatif semble particulièrement bien adapté à notre sujet de recherche, dans la mesure où le nombre d'opérations de MBI faisant intervenir un fonds d'investissement est restreint, quelques dizaines par an, que l'objectif de notre travail s'inscrit dans une démarche exploratoire, et qu'en tant qu'observateur, nous sommes partie prenante de l'objet étudié.

1.9.3 Une méthodologie basée sur des études de cas

Afin d'assurer la validité du construit de notre étude empirique, nous déployons, parmi le portefeuille de méthodes de recherche terrains proposé par Livian (2018), la méthode des études de cas, corrélée avec notre objectif de compréhension.

Parmi les différents designs de recherche d'étude de cas (Yin, 2009 ; Barlatier, 2018), nous privilégions l'étude de cas multiples, qui comprend l'analyse de plusieurs cas individuels. En l'occurrence, nous avons pour unité d'analyse la dyade repreneur-fonds d'investissement.
Dans le cadre de notre étude de cas multiples, nous veillons à obtenir une représentativité théorique de chaque cas, ainsi que la variété, l'équilibre, le potentiel de découverte et la prise en compte de l'objectif de recherche (Hlady Rispal, 2002, p 83).

1.9.4 Le terrain

Nous tenons à préciser que l'accès au terrain est particulièrement difficile concernant les fonds d'investissement et les repreneurs sous LBO. Cela procède du caractère confidentiel, voire secret des opérations, associé au manque de disponibilité des répondants. Le tissu relationnel que nous avons développé dans cet écosystème depuis dix-sept ans nous a toutefois permis de mener vingt-deux entretiens approfondis.
Notre terrain est constitué de données diverses et répond à des objectifs précis :

- **Des entretiens exploratoires réalisés auprès de repreneurs individuels,** au début de leur parcours entrepreneurial.

  Objectif : recueillir, en amont de leur processus d'acquisition, la perception des repreneurs sur le rôle d'un fonds d'investissement, sur les avantages et les inconvénients liés à la présence d'un tel partenaire financier.

- **Des études de cas de dyades repreneurs-fonds d'investissement**

  Ces études de cas comprennent :

  - Des études de cas primaires conduites auprès de repreneurs et de fonds d'investissement actuellement sous LBO, dans le cadre d'une opération de MBI.
  - L'unité d'analyse est ici constituée de la dyade repreneur-fonds d'investissement.
  - Des études de cas secondaires menées auprès de repreneurs ou de fonds d'investissement sous LBO, dans le cadre d'une opération de MBI.

  Objectif : appréhender les tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement lors de la constitution et du fonctionnement de la dyade repreneur-investisseur.

- **Des entretiens experts menés auprès de fonds d'investissement** ayant réalisé une opération de MBI qui s'est révélée contre-productive en termes de création de valeur ou qui s'est soldée par un échec.
  Objectif : identifier du point de vue du fonds d'investissement, les raisons de l'échec ou de la contre-performance d'une opération de MBI.

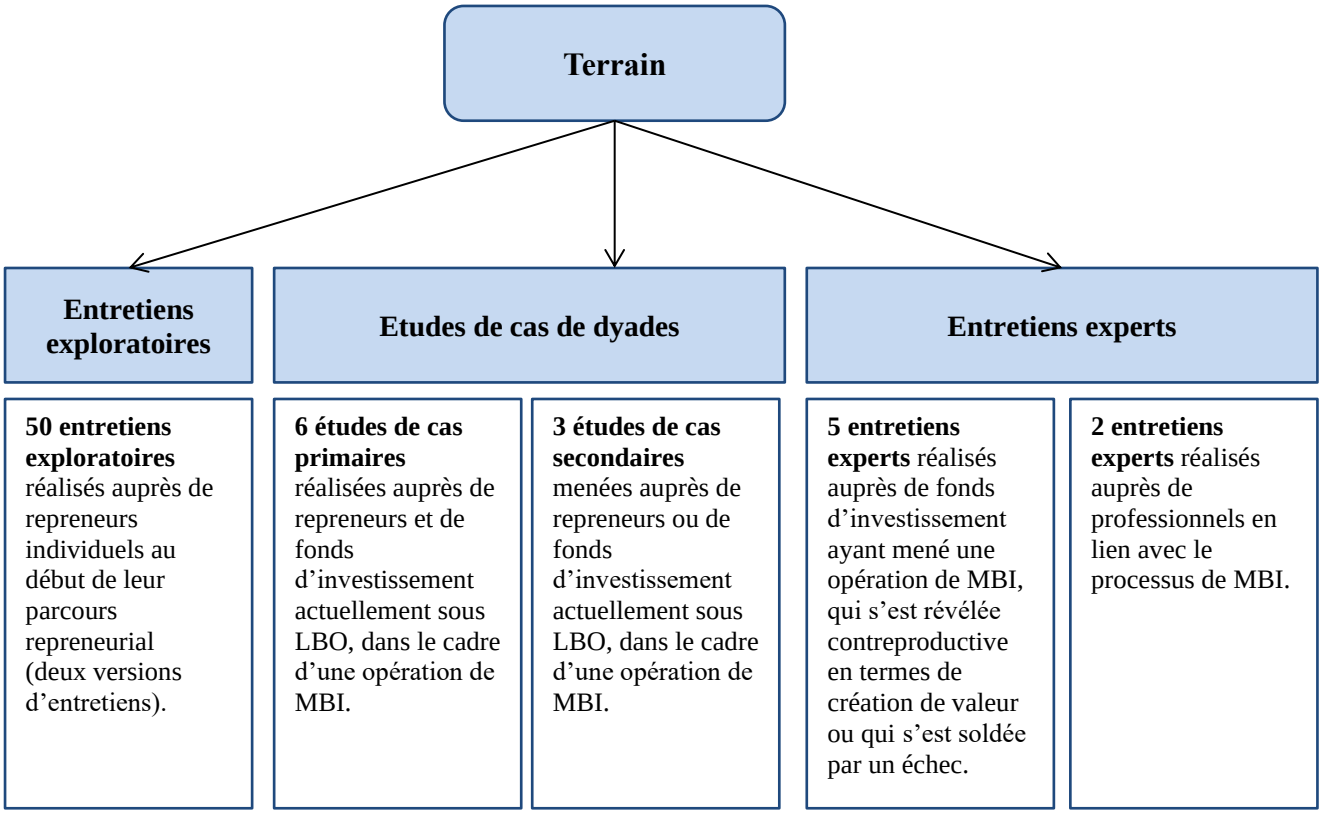
- **Des entretiens experts réalisés auprès de professionnels en lien avec le processus de MBI, avocat et conseil en recrutement et évaluation.**
  Objectif : trianguler les points de vue des repreneurs et des fonds d'investissement, par des entretiens conduits auprès d'experts, parties prenantes du processus de MBI.

1.9.5 Méthode de collecte de données

Ces différents entretiens approfondis sont réalisés sous forme d'entretiens semi-directifs. Nous utilisons le principe de saturation sémantique (Ganassali, 2014) et de saturation théorique (Hlady Rispal, 2002), pour juger du nombre d'entretiens à réaliser. Nous avons constaté après vingt entretiens que les théories mobilisées étaient de même nature, parfois évoquées avec les mêmes termes.

1.9.6 Synthèse de l'approche terrain

Figure 9 – Synthèse de l'approche terrain

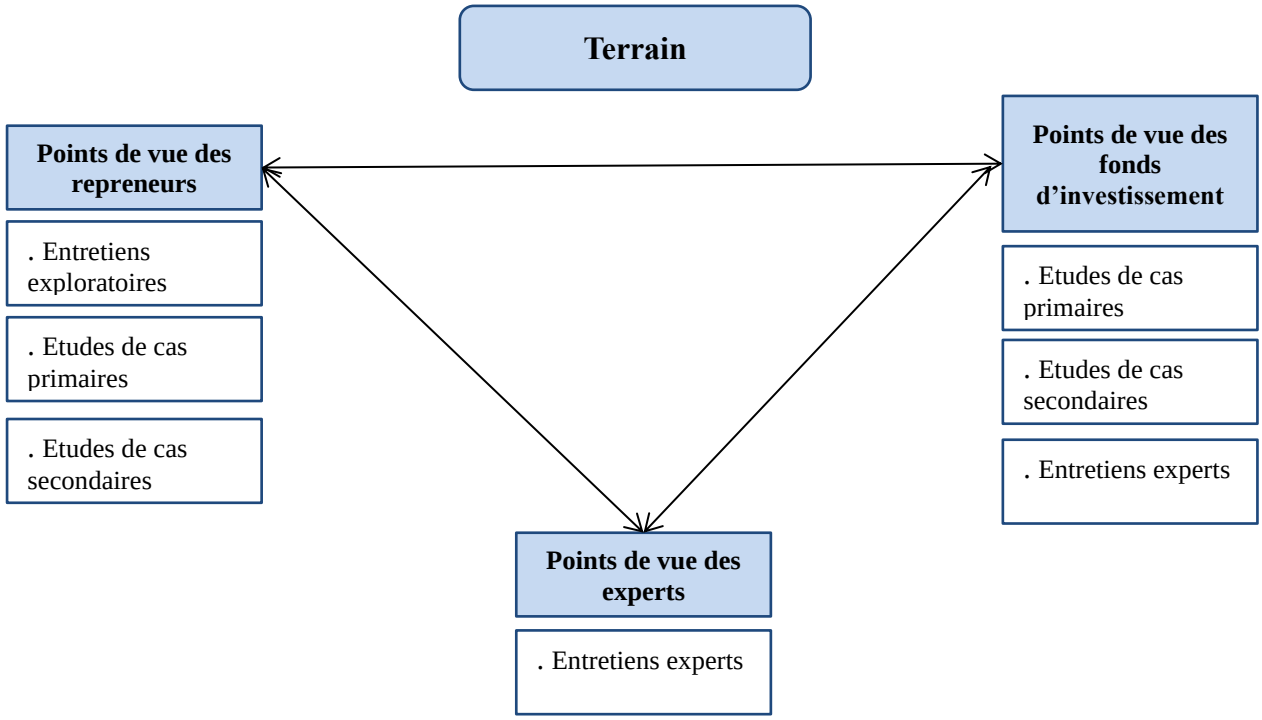


Source : auteur

Afin d'améliorer la validité externe de notre recherche (Gavard-Perret et al, 2012), nous avons triangulé les données en interrogeant :

- Des repreneurs à différents stades de leur projet :
  - En amont du projet (entretiens exploratoires).
  - Lors d'opérations de MBI en cours (études de cas de dyades).
- Des fonds d'investissement selon différentes configurations :
  - Des fonds ayant réalisé des opérations peu ou pas créatrices de valeur ou qui se sont soldées par un échec (entretiens experts).
  - Des fonds en cours de MBI (études de cas de dyades).
- Des experts impliqués dans le processus de MBI, apportant un éclairage extérieur (entretiens experts).

Figure 10 – Synthèse de l'approche terrain sous l'angle de la triangulation des données



Source : auteur

1.9.7 Analyse des données

Les entretiens font l'objet d'une retranscription intégrale puis d'un codage qui donne lieu à une analyse par le logiciel SPHINX IQ 2.

1.10 Plan de la thèse

Notre thèse se structure en cinq parties.

L'introduction :

L'introduction répond à plusieurs objectifs :

- Présenter le champ de la recherche.
- Préciser l'actualité des transmissions d'entreprises et du capital-investissement sur le marché français.
- Exposer l'intérêt sociétal, académique et managérial du sujet.
- Enoncer la problématique ainsi que les questions de recherche.
- Identifier les connaissances actionnables.

- Déterminer les audiences visées.
- Préciser la méthodologie retenue.
- Exposer la synthèse de notre approche terrain.
- Présenter le principe d'analyse des données.

Partie 1. Le cadre théorique :

L'exploration théorique est structurée autour de deux chapitres :

- Les transferts externes de PME par des repreneurs personnes physiques. Ils sont étudiés du point de vue du repreneur selon les trois temporalités, mises en exergue par Deschamps (2000, 2014) : la décision d'entreprendre, le processus de reprise, l'entrée dans la cible.
- Le processus de sélection des fonds d'investissement en amont de l'acquisition, et le mode de gouvernance de leurs participations ex-post.

Cette revue de littérature est organisée sous l'angle des enjeux propres à chacun des acteurs en présence.

Partie 2. La méthodologie et le terrain :

Nous précisons ici le choix de notre méthodologie, à savoir une démarche abductive, un design qualitatif, une méthode basée sur des études de cas. Nous y exposons également notre terrain, composé de 50 entretiens exploratoires et de 22 entretiens approfondis ainsi que notre méthode de collecte de données, basée sur des entretiens semi-directifs.

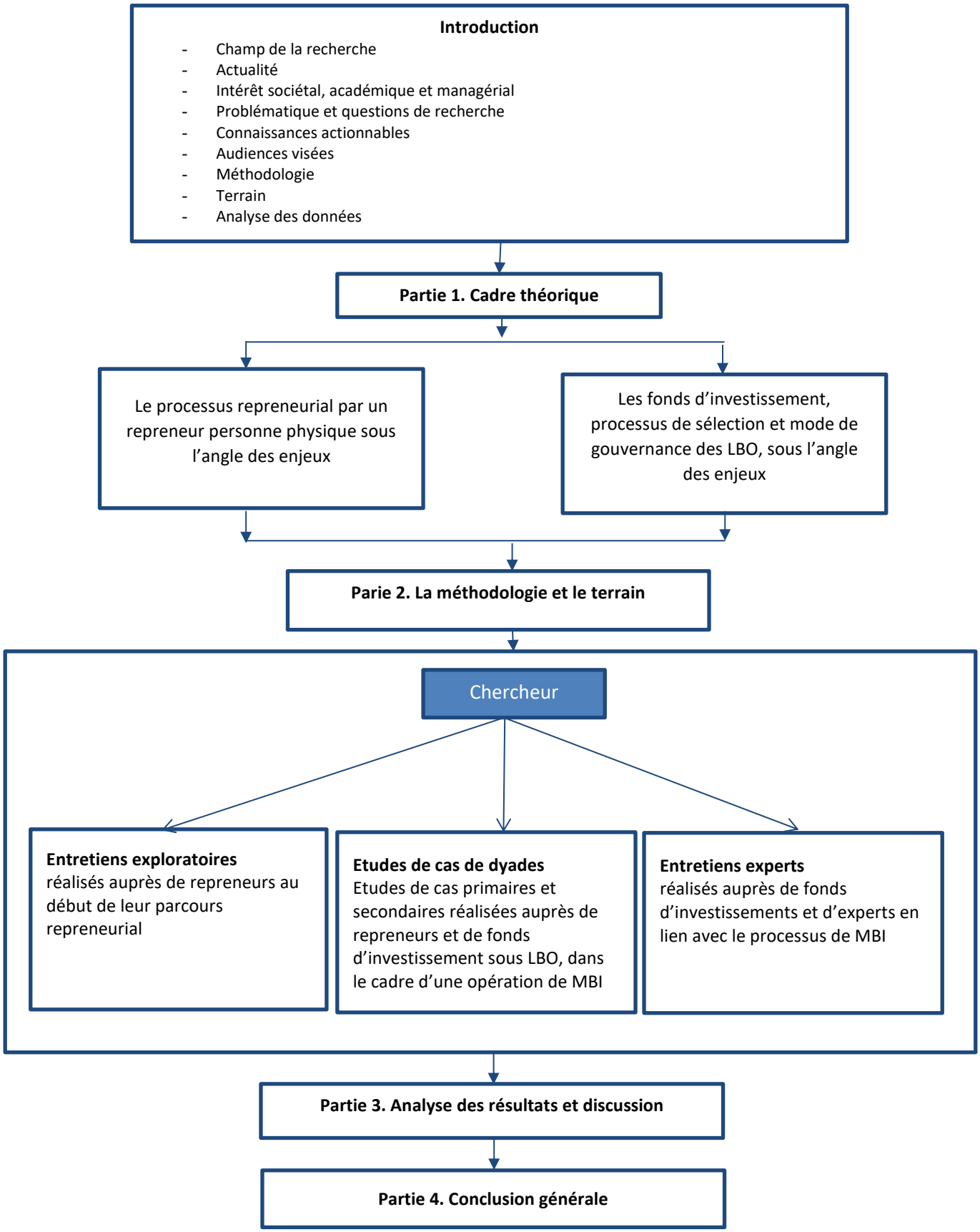
Partie 3. L'analyse des résultats et la discussion :

Nous détaillons ici les résultats obtenus après retranscription et codage de plus de 440 pages d'entretiens. Nous confrontons nos résultats à plusieurs corps théoriques : la théorie des tensions paradoxales, la théorie de la confiance, les biais cognitifs et affectifs, ainsi que la théorie de l'agence.

Partie 4. La conclusion générale :

La conclusion générale présente nos contributions académiques et managériales. Nous y exposons nos recommandations et présentons nos outils. Nous y indiquons également les limites de nos travaux ainsi que de nouvelles voies de recherche.

Figure 11 – Plan de la thèse



Source : auteur

PARTIE 1.

CADRE THEORIQUE.

UNE REVUE DE LITTERATURE A L'INTERSECTION DES ENJEUX DU REPRENEUR ET DU FONDS D'INVESTISSEMENT

Un grand absent, toujours présent en filigrane

Notre projet de recherche se concentre sur deux acteurs du processus de transfert d'entreprise, le repreneur personne physique et le fonds d'investissement. C'est donc volontairement que nous faisons le choix de ne pas mettre en avant un acteur pourtant essentiel du processus de transmission, le cédant. Il joue un rôle majeur tout au long du processus de transfert d'entreprise, puisque dans un contexte de transmission, sa « vie est engagée » (Cadieux et Deschamps, 2011, p 7). C'est dans un premier temps, lui, le dirigeant, qui acte la décision de céder. Il est par la suite au cœur des relations avec le repreneur, de la première rencontre, aux phases de négociation, d'audit puis de contractualisation. C'est lui qui choisit son successeur. Il est également présent lors de la prise en main effective du repreneur et joue un rôle essentiel pendant la période de transition. De nombreux articles académiques et professionnels lui sont consacrés (Chabert, 2005 ; Bah, 2009 ; Deschamps et Paturel, 2009 ; Mahé de Boislandelle et Estève, 2015 ; Boussaguet et Grima, 2015).

Le cédant, acteur de l'ombre, est présent en filigrane tout au long de notre travail de recherche, en particulier lors de toutes les interactions avec le repreneur.

Plan du cadre conceptuel

Notre recension de la littérature se structure en deux chapitres.

Le premier chapitre concerne le processus repreneurial par un repreneur personne physique.

Les auteurs académiques proposent plusieurs lectures du processus repreneurial.

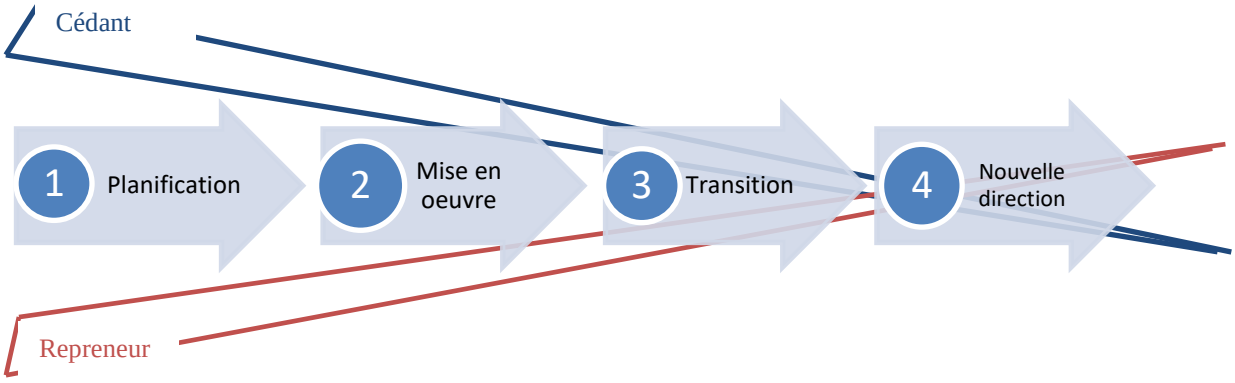
Le processus repreneurial se décline en quatre étapes selon Picard et Thévenard-Puthod, (2004) : la phase de préparation, l'accord, la transition, le management de la reprise.

Pour Deschamps (2000) et Boumedjaoud et Messeghem (2019), il se structure en trois processus distincts :

- Le processus relatif à la décision de reprendre.
- Le processus de reprise qui amène l'individu au rachat d'une entreprise.
- L'entrée dans l'entreprise qui attribue au repreneur son rôle de nouveau dirigeant propriétaire.

Dans le cadre d'une mise en perspective intégrée, Cadieux et Deschamps (2011) distinguent quatre étapes : la planification, la mise en œuvre, la transition, et la nouvelle direction.

Figure 12 – La transmission-reprise dans une perspective intégrée

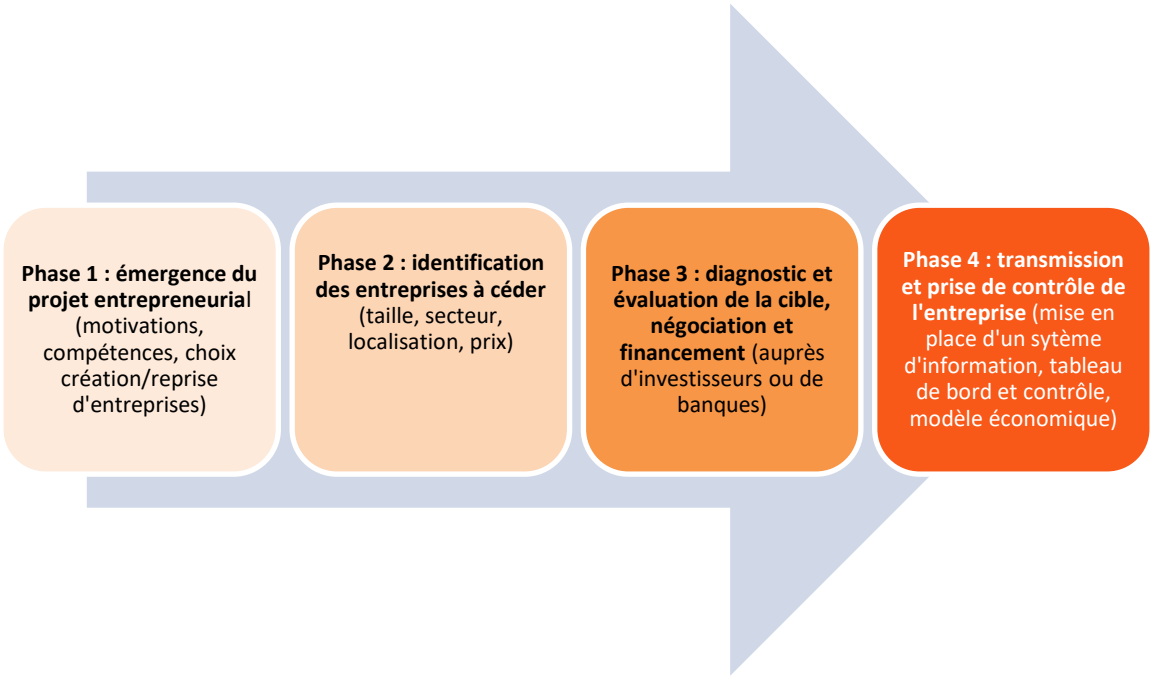


Source : Cadieux et Deschamps, 2011, p 3

Boissin et Grazzini (2013) recensent, quant à eux, quatre phases :

- Une phase d'émergence du projet entrepreneurial.
- Une phase d'indentification des entreprises à céder.
- Une phase de diagnostic et d'évaluation de la cible, de négociation et de financement.
- Une phase de transmission et de prise de contrôle de l'entreprise.

Figure 13 – Les quatre phases essentielles du processus de transmission-reprise



Source : Boissin et Grazzini, in Léger-Jarniou, 2013, p 121.

Nous faisons le choix d'organiser ce premier chapitre selon trois temporalités : la phase amont, le processus opérationnel de reprise et l'entrée entrepreneuriale.

Picard et Thévenard-Puthod (2004), Cadieux, Graton et Saint-Jean (2014), font référence aux défis rencontrés par le repreneur tout au long du processus repreneurial. Chabert (2005), Rollin (2006), Deschamps et Paturel (2009), évoquent ses enjeux, et Paturel (2008) fait même référence à la notion de « combat » à mener.

Nous organisons ainsi ce chapitre, sous l'angle des enjeux rencontrés par le repreneur personne physique lors de chacune des trois phases précitées. Au préalable, nous procédons à une mise en perspective des apports théoriques dans le champ du repreneuriat.

Nous portons une attention particulière aux éléments apportant un éclairage sur les caractéristiques d'une opération de MBI.

Le deuxième chapitre, porte sur les fonds d'investissement, dans le cadre d'opérations de LBO.
L'industrie du private equity se caractérise par son hétérogénéité ; hétérogénéité des firmes, de leurs stratégies de développement et d'investissement (Navattte, 2018 ; Bedu et Granier, 2018 ; Dawson et Barrédy, 2018).
Nous dressons dans un premier temps un état des lieux de la littérature sur les acteurs et leur mode de fonctionnement.
Puis, deux temps forts structurent la suite de notre revue de littérature :

- La phase précontractuelle, caractérisée par la sélection des investissements et des managers (Desbrières et Broye, 2000 ; Desbrières, 2001 ; Wright, 2002 ; Sattin et Pommet, 2013, Capassio, Faraci et Picone ; 2014).
- La phase de suivi et de contrôle des participations ex-post ainsi que leur gouvernance (Jensen et Meckling, 1976 ; Charreaux, 1998, 2018 ; Desbrières, 2001 ; Desbrières et Schatt, 2002 ; Wright, 2002 ; Shojai, 2004 ; Bonnet, 2005 ; Guerry et Stevenot, 2006 ; Cumming, Siegel et Wright, 2007 ; Wright, Amess, Weir et Girma, 2009 ; Le tian et Venard, 2012 ; Sattin et Pommet, 2013 ; Parat, 2014 ; Bedu et Palard, 2014 ; Charreaux, 2017 ; Bedu et Granier, 2018).

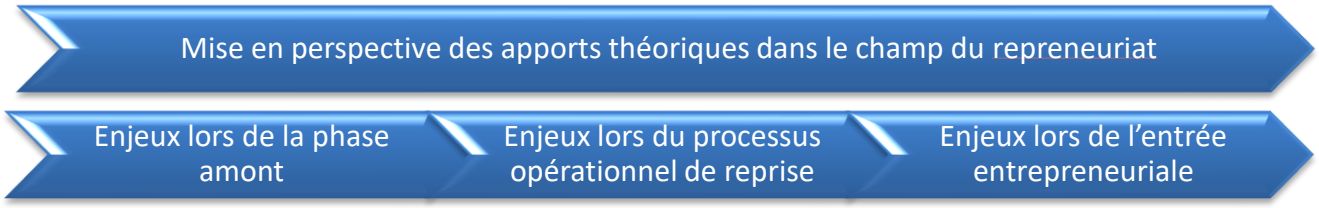
Dans un souci d'homogénéité avec le chapitre précédent, nous traitons également ces apports théoriques sous l'angle des enjeux. Enjeux des investisseurs lors de la phase précontractuelle,

notamment dans la sélection de leurs investissements et des managers, puis enjeux dans la gestion ex-post de leurs participations.

Nous veillons à mettre en exergue les points saillants relatifs aux opérations de MBI.

Figure 14 – Plan de la revue de littérature

Chapitre 1. Le processus repreneurial par un repreneur personne physique, sous l'angle des enjeux.

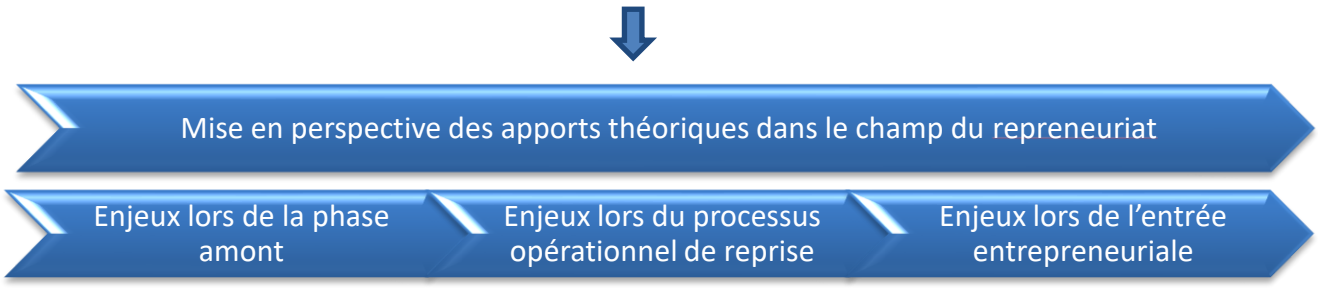


Chapitre 2. Les fonds d'investissement, processus de sélection et mode de gouvernance des LBO, sous l'angle des enjeux.

Chapitre 1. Le processus repreneurial par un repreneur personne physique, sous l'angle des enjeux

1. Mise en perspective des apports théoriques dans le champ du repreneuriat

Nous initions ce chapitre par une mise en perspective des apports théoriques dans le champ du repreneuriat.



Mahé de Boislandelle et Estève (2015) considèrent que le thème de la transmission de PME est récent, datant de la fin des années 1990. Jusqu'alors, les pouvoirs publics étaient « plutôt préoccupés dans leurs démarches économiques par la création d'entreprise à laquelle ils accordaient leurs faveurs » (Mahé de Boislandelle et Estève, 2015, p 13). Depuis les années 2000, différentes lois ont été initiées en faveur des transmissions/donations de PME : loi sur le RES/LMBO, loi Dutreil, loi Jacob, LME, … (Mahé de Boislandelle et Estève, 2015).
Pour autant, la dichotomie reprise-création d'entreprise semble toujours présente, « les politiques nationales et locales valorisent davantage la création d'entreprise » (Dombre-Coste, 2015, p 29), « la reprise apparaît comme insuffisamment valorisée par rapport à la création » (Sénat, 2017, p 6).

Jusqu'aux années 2000, les recherches académiques faisaient également la part belle à la création d'entreprise, « jusqu'à la fin des années 90, l'entrepreneuriat était associé de façon synonymique à la création d'entreprise » (Deschamps, 2014, p 17). En 2000, Deschamps faisait le constat que la littérature académique relative à la reprise d'entreprise faisait figure de parent pauvre au profit de la création d'entreprise, « l'essentiel des efforts reste dirigé en faveur de la création d'entités »

(2000, p 17). Plus récemment encore, Cadieux, Gratton et Saint-Jean (2014, p 37) dénonçaient le fait que « les chercheurs se sont concentrés à étudier majoritairement le phénomène de création (*ex nihilo*) ».

De nombreux travaux académiques se sont toutefois développés sous des angles variés et complémentaires.

Nous concentrons notre étude sur les travaux relatifs au processus de reprise d'entreprise par des repreneurs personnes physiques.

Sur ce sujet, des travaux de recherche ont été consacrés à des thématiques spécifiques : le passage de relais repreneur-cédant (Chabert, 2005 ; Meier et Schier, 2008 ; Bah, 2009 ; Cadieux et Deschamps, 2011), le transfert externe d'entreprise par des repreneurs personnes physiques (Deschamps, 2000, 2003, 2014), la dimension processuelle de la reprise d'entreprise (Deschamps et Paturel, 2009 ; Tariant, 2011 ; Mahé de Boislandelle et Esteve, 2015 ; Cadieux, Lecorne, Gratton et Grenier, 2020), le repreneur, ses motivations, ses défis (Deschamps, 2000 ; Boissin et Grazzini, 2013 ; Cadieux, Gratton et Saint-Jean, 2014 ; Meier, 2017 ; Mouhli et Paturel, 2019), les biais et représentations sociales du repreneur (Bornard et Thévenard-Puthod, 2009 ; Deschamps et Geindre, 2011, Lamarque ; 2018), l'entrée entrepreneuriale (Boussaguet, 2008 ; Deschamps, 2000, 2002, 2014 ; Bah, 2009 ; Geindre, 2009 ; Cadieux et Deschamps, 2011 ; Boussaguet et Grima, 2015), les typologies de repreneurs (Deschamps, 2002 ; Géraudel, Jaouen, Missonier et Salvetat, 2009), le processus de négociation dans les opérations de transfert externe de PME (Lamarque et Story, 2013 ; Lamarque, 2018 ; Deschamps et Lamarque, 2021), l'accompagnement du repreneur (Deschamps, Fatien et Geindre, 2010 ; Deschamps et Lamarque, 2020a), les émotions du repreneur (Deschamps, 2014 ; Lamarque, 2018 ; Deschamps et Lamarque, 2020b).

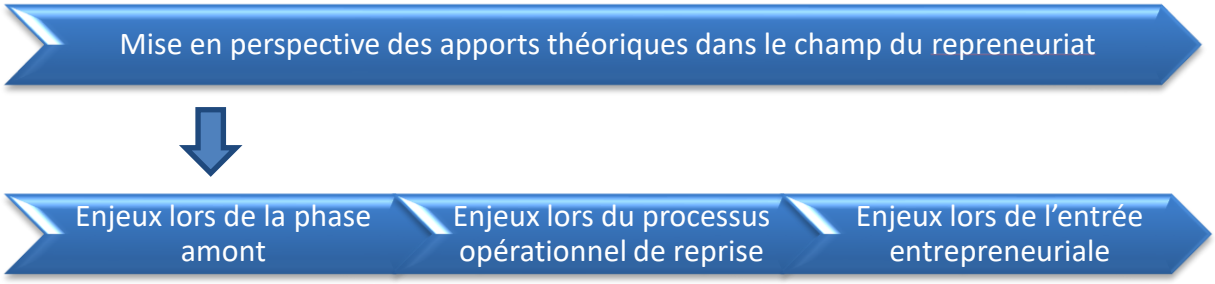
Tableau 4 – Synthèse de la revue de littérature sur le processus repreneurial par un repreneur personne physique

Thématiques	Auteurs
Le passage de relais repreneur-cédant	. Chabert, 2005 . Bah, 2009 . Cadieux et Deschamps, 2011
Le transfert externe d'entreprise par des repreneurs personnes physiques	. Deschamps, 2000, 2003, 2014
La dimension processuelle de la reprise d'entreprise	. Meier et Schier, 2008 . Deschamps et Paturel, 2009 . Tariant, 2011 . Mahé de Boislandelle et Esteve, 2015 . Cadieux, Lecorne, Gratton et grenier, 2020
Le repreneur, ses motivations, ses défis	. Deschamps, 2000 . Boissin et Grazzini, 2013 . Cadieux, Gratton et Saint-Jean, 2014 . Meier, 2017 . Mouhli et Paturel, 2019
Les biais et représentations sociales du repreneur	. Bornard et Thévenard-Puthod, 2009 . Deschamps et Geindre, 2011 . Lamarque, 2018
L'entrée entrepreneuriale	. Boussaguet, 2008 . Deschamps, 2000, 2002, 2014 . Bah, 2009 . Boussaguet et Grima, 2015 . Geindre, 2009 . Cadieux et Deshamps, 2011
Les typologies de repreneurs	. Deschamps, 2002 . Géraudel, Jaouen, Missonier et Salvetat, 2009
Le processus de négociation dans les opérations de transfert externe de PME	. Lamarque et Story, 2013 . Lamarque, 2018 . Deschamps et Lamarque, 2021
L'accompagnement du repreneur	. Deschamps, Fatien et Geindre, 2010 . Deschamps et Lamarque, 2020a
Les émotions du repreneur	. Deschamps, 2014 . Lamarque, 2018 . Deschamps et Lamarque, 2020b

Source : auteur

Des travaux doctoraux en sciences de gestion sont également venus compléter cette littérature académique. Ils sont présentés en annexe 2.

2. Les enjeux rencontrés par le repreneur personne physique lors de la phase amont du processus de transfert d'entreprise



La phase amont du processus repreneurial fait apparaitre deux enjeux majeurs pour le repreneur : décider de reprendre une entreprise puis préparer et formaliser son projet pour en définir le cahier des charges.
Au préalable, il convient de définir qui sont les repreneurs, quels sont leurs profils, et d'en étudier la taxinomie.

2.1 Profils des repreneurs d'entreprises

Plusieurs ouvrages et études se sont intéressés aux profils des repreneurs d'entreprise, permettant d'en dresser une image assez précise en termes d'âge, de genre, de formation et de parcours professionnel, d'apport, de lieu de recherche et de taille d'entreprise reprise. Nous en livrons ici le portrait.

2.1.1 Age

Les entrepreneurs de plus de 50 ans privilégient la reprise à la création (Deschamps et Paturel, 2009). L'âge des repreneurs est compris entre 35 et 50 ans, avec un âge moyen à 46 ans (Lamarque et Story, 2018). L'âge moyen est de 45 ans pour les repreneurs de PME, et de 41 ans pour les repreneurs de TPE (CRA, 2019).

2.1.2 Genre

Les repreneurs d'entreprises sont majoritairement des hommes. En effet, on ne compte que 6 à 7 % de femmes parmi les repreneurs potentiels (Mahé de Boislandelle et Estève, 2015 ; CRA, 2019).

2.1.3 Formation et parcours professionnel

95 % des repreneurs ont suivi une formation supérieure (Mahé de Boislandelle et Estève, 2015 ; CRA, 2019). Les ingénieurs représentent près du tiers des repreneurs et plus du tiers d'entre eux bénéficient d'un double cursus (formation d'ingénieur et de gestion). Les autodidactes ne représentent, quant à eux, que 5 % des repreneurs (CRA, 2019). Les repreneurs sont souvent issus des grandes ou de très grandes entreprises (Rollin, 2006).

2.1.4 Lieu de la recherche

Sur 102 cessions étudiées (CRA, 2019), 50 % des repreneurs ont repris dans leur département, 27 % ont repris hors de leur département mais dans leur région, 23 % ont, quant à eux, repris hors de leur région. Ces statistiques tendent à démontrer que les repreneurs favorisent une certaine proximité géographique dans leur projet repreneurial.

2.1.5 Taille des entreprises reprises

La majorité des repreneurs reprennent des entreprises de taille modeste, avec un chiffre d'affaires moyen de 1,6 M€ en 2012 (Mahé de Boislandelle et Estève, 2015) et de 1,47 M€ en 2018 (CRA, 2019), avec un effectif moyen de 6 personnes (CRA, 2019).

Les repreneurs souhaitant reprendre avec un fonds d'investissement s'intéressent, quant à eux, à des entreprises de taille plus significative, qu'ils ne peuvent financer avec un simple concours bancaire.

2.1.6 Apport

L'apport moyen des repreneurs est de 100 à 500 K€ (CRA 2019), souvent lié à un départ négocié assorti d'une transaction (Lamarque et Story, 2018). 12 % des repreneurs bénéficient d'un apport compris entre 500 K€ et 1 000 K€ (CRA 2019).

L'apport du repreneur est un élément à mettre en regard avec la valorisation de l'entreprise reprise. C'est en effet le rapport entre le montant des fonds propres du repreneur et la valeur de l'entreprise qui donne une indication quant à sa capacité à financer l'acquisition. Il peut recourir uniquement à de la dette bancaire ou faire appel à des partenaires financiers. Dans ce dernier cas, le repreneur doit s'assurer que le dossier étudié entre dans les critères d'éligibilité des fonds d'investissement (Chevallier et Langlois, 2016 ; Navatte, 2018).

2.1.7 Taxinomie des repreneurs d'entreprises

Plusieurs typologies de repreneurs ont été réalisées au cours des vingt dernières années.

Parmi les repreneurs externes à la cible, Meier (2017) définit trois cas de figure :

- Le salarié.
- Le cadre en situation de changement dans son choix de vie.
- Le demandeur d'emploi.

Dans notre pratique professionnelle, nous rencontrons ces trois typologies de repreneurs. En 2000, Deschamps identifie cinq groupes de repreneurs : les non motivés, les déterminés, les contraints, les sociaux et les investisseurs, chacun de ces groupes possédant ses propres motivations.

Tableau 5 – Les cinq groupes de repreneurs et leurs motivations

Groupes	Motivations
Groupe 1 – Les non motivés ou les indécis	La reprise représente une étapes transitoire dans leur évolution professionnelle.
Groupe 2 – Les déterminés	Motivés à devenir dirigeant par l'achat d'une entité existante. Réalisation d'un projet prémédité et réfléchi.
Groupe 3 – Les contraints	Motivés par le fait de créer leur propre emploi.
Groupe 4 – Les sociaux	Motivés par la possibilité de gérer un existant et de pérenniser la firme qu'ils auront achetée, de sauvegarder des emplois ou de redresser l'entreprise.
Groupe 5 – Les investisseurs	Considèrent la reprise comme un investissement. L'achat constitue une sorte de défi.

Source : d'après Decshamps, 2000, p 258-262 et Grazzini, Boissin et Malsh, 2009, p 143-144

Par expérience, les repreneurs qui envisagent de reprendre une PME, accompagnés de partenaires financiers, relèvent principalement des catégories « déterminés », « sociaux » ou « investisseurs ». De notre point de vue, ces trois catégories ne sont pas antinomiques, un repreneur déterminé peut en effet être mu par des motif financiers et / ou sociaux.

Une typologie retient notre attention, celle présentant l'existence ou non d'un lien entre le repreneur et la cible (Deschamps et Paturel, 2009). En effet, le repreneur externe est susceptible de rencontrer plus de difficultés que celui disposant d'un lien avec la cible. La reprise externe est en effet plus risquée, car contrairement aux autres formes de transmission, le repreneur n'a aucune connaissance de l'entreprise (Mahé de Boislandelle et Estève, 2015).

Deschamps et Paturel (2009) proposent une synthèse des différents types de repreneurs.

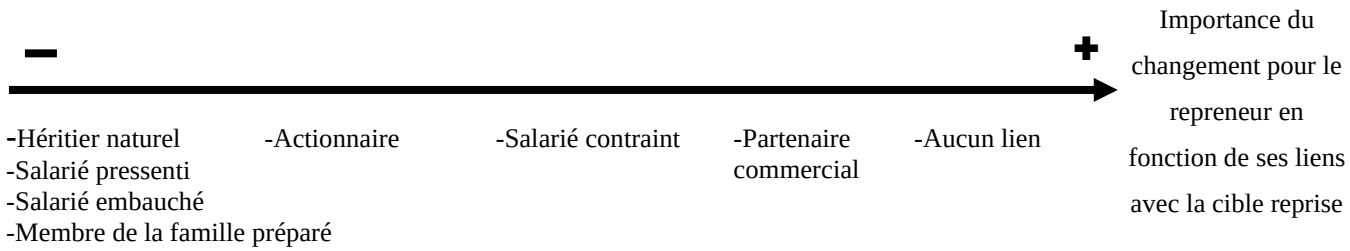
Tableau 6 – Les différents types de repreneurs

Ancien salarié	Il est contraint de reprendre la suite de son patron pour la survie de l'entreprise, la transaction n'ayant pu se dérouler avec aucun repreneur.
	Il est embauché dans l'optique du rachat, la transmission et le passage de pouvoirs s'effectuant en douceur.
	Il est pressenti longtemps à l'avance comme éventuel repreneur, situation le préparant ainsi à occuper différents postes dans l'entreprise de manière à favoriser une transition « naturelle ».
Actionnaire minoritaire	Il achète des parts d'un autre actionnaire, le rendant ainsi majoritaire dans le capital.
Membre de la famille du cédant	C'est l'héritier naturel (enfant du cédant) pour lequel l'entreprise a toujours été destinée.
	Il peut être un membre plus éloigné de la famille qui s'est toujours intéressé à l'entreprise et a prévu de la reprendre.
	Il est un membre de la famille « parachuté » à la tête d'une firme dont il ne s'était pas préoccupé auparavant.
Ancien partenaire commercial ou financier	Il connaît le cédant et un certain nombre de ses collaborateurs : il quitte son emploi pour prendre la direction de la firme.
Pas de lien	Ne connaissant pas la cible au préalable, il rencontre plus de difficultés que les autres. Il n'a ni lien avec la famille, ni lien hiérarchique ou commercial ou financier pour le guider dans ses démarches.

Source : Deschamps et Paturel, 2009, p XII

Le repreneur externe, objet exclusif de notre étude, connait également le changement le plus important en comparaison de l'héritier naturel ou du salarié pressenti car il est étranger à la cible (Deschamps, 2000, p 96).

Figure 15 – Le continuum du changement pour le repreneur selon ses liens avec la cible



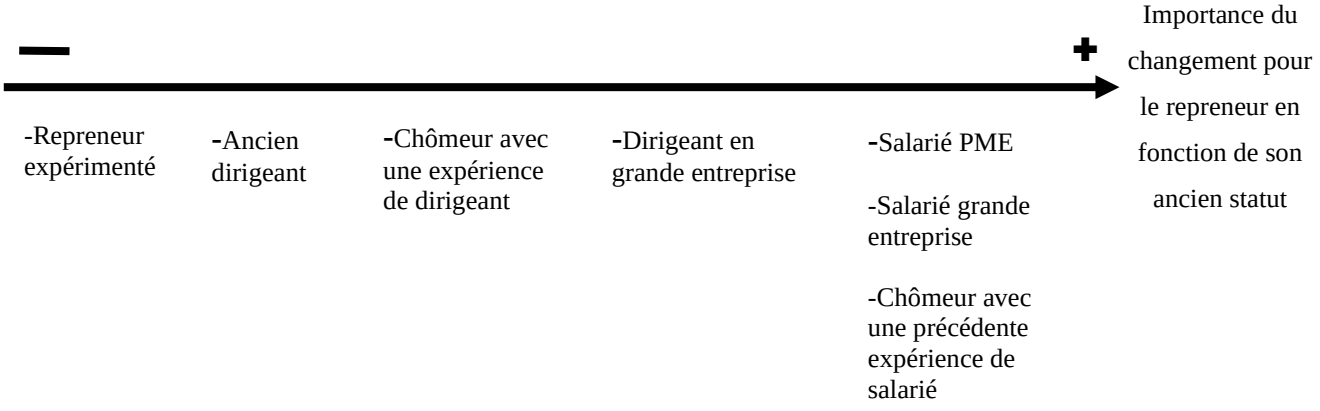
Source : Deschamps, 2000, p 96

Deschamps (2014, p 27) définit également une typologie de repreneurs en fonction de leur ancien statut, mettant en exergue que le changement sera moindre pour un repreneur disposant déjà d'une expérience repreneuriale ou pour un ancien dirigeant de PME ; et qu'à l'inverse, le changement sera plus important pour un salarié de PME, de grande entreprise, ou un ancien salarié au chômage, « un repreneur issu d'un grand groupe aura plus de difficultés à gérer le quotidien d'une PME reprise » (Deschamps et Paturel, 2009, p 39). Cadieux, Gratton et Saint-Jean (2014, p 37) évoquent d'ailleurs la notion de « repreneurs en série », rejoints par Mahé de Boislandelle et Estève (2015) pour qui, en 2002, un tiers des repreneurs avait déjà créé ou repris une PME/PMI par le passé.

Selon Tariant (2011, p 13), « l'expérience du repreneur dans une entreprise de taille comparable à celle de la cible lui permet d'avoir conscience des problématiques inhérentes à l'entreprise qu'il souhaite reprendre ».

Bornard et Thévenard-Puthod (2009) mettent en garde les cadres diplômés issus de grandes entreprises qui doivent prendre conscience que la « transférabilité » de leur compétence managériale est loin d'être évidente. Deschamps (2014) cartographie le continuum du changement vécu par le repreneur en fonction de son ancien statut professionnel, mettant en exergue l'importance du changement pour des repreneurs issus du salariat.

Figure 16 – Le continuum du changement vécu par le repreneur selon son statut professionnel antérieur



Source : Deschamps 2014, p 27

En 2018, Lamarque et Story établissent, sur la base de leur expérience professionnelle, fruit de plus de 500 missions de conseil et d'accompagnement de reprises de PME depuis 2004, des segmentations de repreneurs en fonction de plusieurs critères. Nous en retenons deux, celle du repreneur « généraliste » ou « pure player », ainsi qu'une typologie des cibles selon le profil de repreneur.

2.1.8 Le repreneur « généraliste » ou « pure player »

De formation généralement technique, le repreneur « pure player » dispose d'une expertise métier qui lui confère une légitimité vis-à-vis du cédant et des partenaires financiers. Sa connaissance sectorielle, son parcours « vertical » lui facilite également son entrée opérationnelle dans l'entreprise, tant par ses relations avec le corps social qu'avec l'ensemble de l'écosystème de la société (clients, fournisseurs).
Le repreneur « généraliste » connait, quant à lui, un parcours « horizontal » ou « transversal ». Ses connaissances techniques sont souvent limitées. Sa valeur ajoutée réside dans le management, la gestion. Il s'intéresse à des entreprises d'une certaine taille, déjà structurées, disposant de relais managériaux (cadres, chefs de services) et de compétences techniques.

Cette dichotomie est pertinente dans le sens où la connaissance technique des produits ou services est primordiale, au moins à court terme (Deschamps et Paturel, 2009, p 37), où « la connaissance du métier ou plus largement, du secteur d'activité est fondamentale dans une opération de reprise » (Deschamps et Paturel, 2009, p 53). La connaissance du métier et l'expérience du repreneur sont favorables au succès de l'opération (Tariant, 2011, p 13). Il s'agit d'un facteur de réussite, selon Meier et Schier (2008), pour qui un dirigeant issu du même secteur d'activité multiplie par deux ses chances de succès par rapport à un dirigeant provenant d'un autre secteur.

Lamarque et Story (2018) livrent une vision synthétique de la stratégie de reprise en fonction du profil de repreneur.

Tableau 7 – La stratégie de reprise en fonction du profil de repreneur

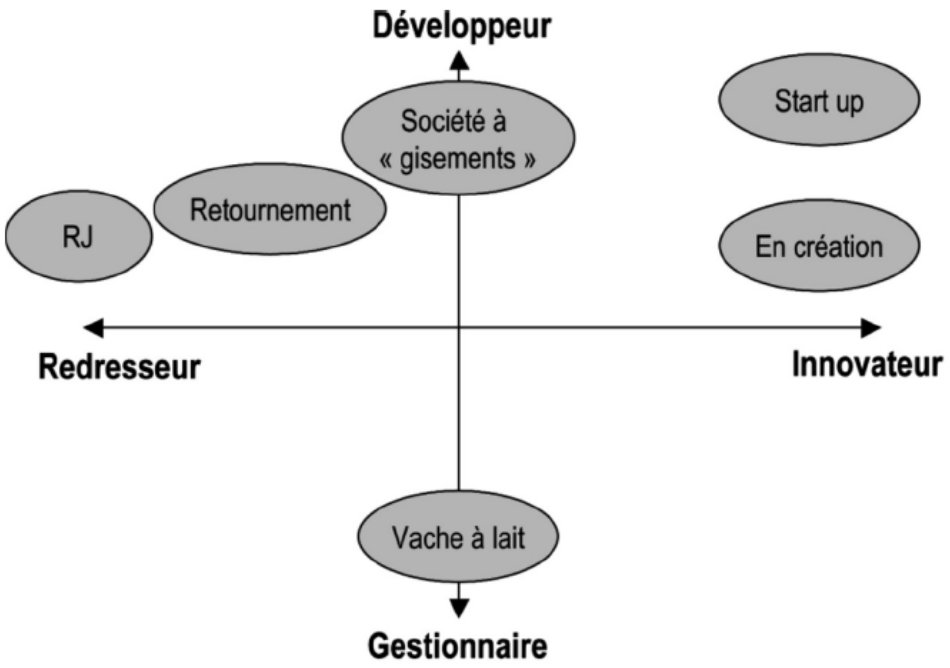
Critères de différenciation	« Généraliste »	« Pure player »
Formation	Générale	Spécialisée
Fonctions occupées	Fonctions supports (juridique, marketing, services financiers, secrétariat général, DG)	Chef de projet, expert, chef de produits/marchés
Parcours professionnel	« Horizontal »	« Vertical »
Valeur ajoutée dans la société reprise	Gestion, management, délégation, animation…	Expertise métier, carnet d'adresses, spécialiste secteur
Cible adaptée	- Entreprise structurée présentant un organigramme étagé (chef de service, middle management) - Effectif > 20 p - Technicité faible	- Entreprise orientée métier, activités de niche - Effectif faible possible
Hommes-clés	Responsable technique / production	Gestionnaire / commercial

Source : Lamarque et Story, 2018, p 87

2.1.9 La typologie de cibles selon le profil de repreneur

Cette typologie établit une relation entre le profil / tempérament du repreneur et la typologie de l'entreprise cible. A une « start up » ou à une société récemment créée, correspond un profil « innovateur », à une entreprise disposant de gisements de développement, un repreneur « développeur », à une entreprise en difficulté ou en retournement, un repreneur « redresseur ».

Figure 17 – Type de cible versus profil repreneur



Source : Lamarque et Story, 2018, p 91

Les fonds d'investissement, à la recherche d'entreprises « à fort développement ou sous-rentables » (Ciclad, 2014, p 11), ont un objectif de création de valeur, selon un horizon de temps fini (Sattin et Pommet, 2013, Navatte, 2018). Dans ce contexte, un profil « développeur » semble particulièrement bien adapté à leurs exigences.

2.2 Décider de reprendre une entreprise

La décision de reprendre une entreprise correspond au déclic du « pourquoi pas moi » (Paturel, 2008, p 48). « Contrairement à la création ex-nihilo, la solution repreneuriale n'implique pas un haut degré de créativité dans la construction du projet, et son contenu se dessine justement au rythme de l'introspection personnelle ayant abouti à la décision de s'engager » (Paturel, 2008, p 48).

La décision de reprendre une entreprise dépend de facteurs personnels, situationnels et contextuels (Deschamps, 2000, p 229). Selon Deschamps et Geindre (2011), le processus de décision de reprendre une entreprise se structure en six variables : l'histoire, les aptitudes et les besoins de l'entrepreneur, ses motivations à la reprise d'entreprise, la survenance d'un élément déclencheur et un environnement considéré comme favorable.

Nous concentrons notre étude sur quatre éléments : l'existence d'un consensus familial, les motivations à la reprise du repreneur, la survenance d'un élément déclencheur, les représentations sociales du repreneur et les biais affectant la décision de reprendre.

2.2.1 Existence d'un consensus familial

Reprendre une entreprise est un projet d'envergure (Boumedjaoud et Messeghem, 2019), un méta projet (Lamarque et Story, 2018). Il s'agit d'un projet de vie privée et professionnelle (Grazzini, Boissin, Arrègle, 2013), qui nécessite un consensus familial, l'adhésion « la plus totale » des proches (Deschamps et Paturel, 2009, p 39), constituant un soutien psychologique déterminant (Tariant, 2011). Dans le cadre de ce projet, le repreneur et sa famille peuvent ainsi être amenés à déménager. La reprise d'entreprise nécessite également un investissement en fonds propres de la part du repreneur. Le montant de cet apport financier doit au préalable faire l'objet d'un arbitrage familial, car il engage le patrimoine du foyer. Enfin, le train de vie du repreneur et de sa famille peut se trouver fortement réduit du fait du projet repreneurial (Deschamps et Paturel, 2009 ; Tariant, 2011, Ruback et Yudkoff, 2017).

2.2.2 Les éléments de motivation du repreneur

Contrairement au créateur d'entreprise, le repreneur souhaite disposer immédiatement d'un outil économique à travers une gestion appropriée de l'existant (Meier, 2017).
Les motivations des repreneurs, identifiées par Picard et Thévenard-Puthod (2004) ; Meier et Schier (2008) ; Deschamps et Paturel (2009) ; Cadieux, Gratton et Saint-Jean (2014) ; Meier (2017) ; Rubak et Yudkoff (2017) ; Lamarque et Story (2018) ; (Bernard, 2019), qualifiées « d'offensives » par Deschamps et Paturel (2009), relèvent des registres suivants :

Volonté d'entreprendre : souhait de mener à bien un projet entrepreneurial.

Désir d'indépendance économique et sociale : envie de contrôler son destin, de « piloter sa vie », besoin d'autonomie.

Aspiration au changement : désir de quitter le salariat, souhait et opportunité de changer de vie, reconversion, rêve d'une deuxième vie professionnelle.

Dimension financière : attrait financier, constitution d'un patrimoine.

Accomplissement personnel : soif de réalisation, souhait d'influencer son destin par l'action dans une logique de développement, perspectives d'évolution personnelle, valorisation sociale et personnelle.

Acquisition d'un outil existant : développement d'une entreprise existante, prête à l'emploi, management d'équipe, acquisition de ressources spécifiques.

Certains repreneurs agissent, quant à eux, sous le coup de motivations « **défensives** », telle que la perte d'emploi, consécutive à un licenciement (Picard et Thévenard-Puthod, 2004 ; Deschamps et Paturel, 2009).

Boissin et Grazzini (2013) identifient pour leur part dix-huit facteurs incitant à reprendre une entreprise, répartis en quatre familles :

- Travailler en phase avec les valeurs entrepreneuriales.
- Renforcer et développer l'activité actuelle.
- S'appuyer sur son expérience et celle des autres.
- Œuvrer pour une finalité sociale.

Tableau 8 – Les facteurs qui incitent à reprendre une entreprise

Travailler en phase avec les valeurs entrepreneuriales	• La possibilité de manager une équipe • Le fait d'être son propre patron • Le goût du risque • La volonté d'indépendance • Le désir d'aller au bout de ses idées • Le plaisir d'entreprendre
Renforcer et développer l'activité actuelle	• Conforter sur le marché la position de vos activités actuelles • Se considérer comme un « développeur » • Diversifier vos activités actuelles • Mettre en œuvre des synergies avec vos activités actuelles • Acquérir de nouvelles compétences pour vos activités actuelles
S'appuyer sur son expérience et celle des autres	• Avec la reprise, ne pas démarrer seul • Son expérience • Mettre à profit son expérience des affaires
Œuvrer pour une finalité sociale	• L'expérience du management d'une équipe • Sauvegarder des emplois • Relever le défi du redressement d'entreprise • Assurer la pérennité d'une entreprise

Source : d'après Grazzini et Boissin, in Léger-Jarniou 2013, p 124

Nous soulignons la dimension sociale comme motivation à la reprise d'entreprise : « diriger un groupe social déjà constitué demande des motivations personnelles qui vont au-delà de la gestion des événements (intérêt financier, opportunités commerciales…). Il s'agit en effet pour le repreneur d'accepter d'être responsable d'un projet collectif » (Meier, 2017, p 3).

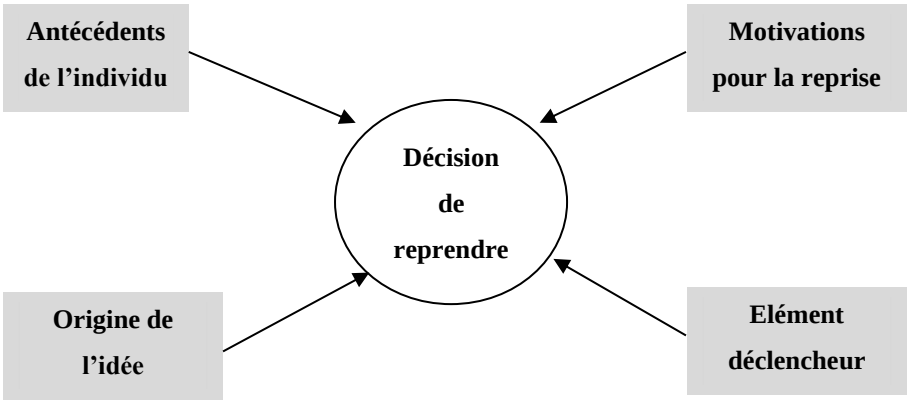
La nature des motivations relève de facteurs multiples qui dépendent de l'environnement socioculturel du repreneur, et du fait qu'il soit interne ou extérieur à la cible (Meier, 2017). Quelle qu'en soit la nature, la motivation des entrepreneurs impacte leur projet entrepreneurial ainsi que

la gestion future de l'entreprise, « la motivation est identifiable dès le stade du projet mais conditionne aussi l'évolution ultérieure de l'entreprise » (Laufer, 1975, p. 13).

2.2.3 La survenance d'un élément déclencheur

Contrairement au repreneur interne (membre de la famille ou salarié), qui saisit souvent l'opportunité de reprendre l'entreprise dans laquelle il travaille, le repreneur externe s'inscrit dans une démarche murement préparée et réfléchie (Deschamps, 2000), dans un processus logique, basé sur des éléments objectifs et rationnels (Deschamps et Geindre, 2011).
La mise en œuvre opérationnelle de son projet est généralement liée à la survenance d'un élément déclencheur (Deschamps, 2000, 2014). Il peut s'agir d'un licenciement, d'une rencontre, d'un évènement de la vie personnelle du repreneur tel un divorce, un héritage, la sortie des études des enfants ou encore une prise de conscience, une recherche de sens (Deschamps et Geindre, 2011), qui trouve bien souvent son origine dans une insatisfaction professionnelle.
Deschamps (2000) inscrit la décision de reprendre une entreprise dans le cadre d'un processus non linéaire.

Figure 18 – Le processus non linéaire relatif à la décision de reprendre



Source : Deschamps, 2000, p 290

Mouhli et Paturel (2019), mobilisent la théorie du sensemaking, développée par Karl Weick (1979) dans la décision de reprendre, consécutive à une rupture professionnelle. Selon l'approche du sensemaking, un évènement inattendu, un choc, sont à l'origine d'un processus de construction de sens. Nous retenons la définition du sensemaking donnée par Vidaillet (2003, p

177) « processus par lequel chaque individu essaye de construire sa zone de sens, sa « réalité » , en extrayant des configurations signifiantes à partir des expériences et situations vécues ». Selon Mouhli et Paturel (2019), la rupture professionnelle, vécue comme un changement écologique est à l'origine du processus de construction de sens. C'est sur la construction de sens que la décision de reprendre « émerge progressivement ». Cette décision est le résultat d'un cheminement à la fois individuel, réflexif, et collectif, alimenté par la confrontation d'idées, d'échanges avec la famille, les amis, les relations professionnelles, les conseils en orientation professionnelle. Selon les auteurs, le sensmaking est également une réponse à l'usage des investisseurs pour réduire l'équivoque liée à l'identité des entrepreneurs.

2.2.4 Les biais affectant la décision de reprendre

Bien que le processus de décision de reprendre une entreprise soit très rationnel, il est empreint d'un volet émotionnel (Deschamps et Geindre, 2011).

Bornard et Thévenard-Puthod (2009) mobilisent une perspective sociocognitive des organisations, jusqu'alors peu utilisée dans le champ de l'entrepreneuriat, les représentations sociales du repreneur. La perception cognitive d'un individu joue un rôle dans sa perception. Il s'agit, pour les auteurs, d'une forme inconsciente de connaissance, portée sur un objet par des acteurs sociaux. Les acteurs en présence pensent agir de manière rationnelle, mais sont en réalité sous l'influence de schémas cognitifs.

Chaque repreneur dispose ainsi de représentations individuelles, de « modèles mentaux » (Sibony, 2014) relatifs à l'entreprise recherchée, aux ressources et compétences nécessaires au bon déroulement de l'opération.

Ces représentations sont influencées par le contexte familial, le statut social des parents, les antécédents familiaux (Cadieux, Graton et Saint-Jean, 2014). Les représentations sociales du repreneur sont également le fruit de son expérience professionnelle, des réussites ou des échecs qu'il a rencontrés.

Ces représentations mentales, ces projections portées par le repreneur sur l'objet, l'entreprise convoitée, expliquent en partie que certains repreneurs, portés par leur histoire et leur ambition, ciblent des sociétés de grande envergure, nécessitant l'intervention de partenaires financiers, alors que d'autres aspirent à reprendre des entreprises de taille plus modeste.

La décision de reprendre une entreprise est complexe, « le processus de décision qui conduit un individu à devenir repreneur doit être appréhendé à la fois dans ses dimensions rationnelles et émotionnelles » (Deschamps et Geindre, 2011, p 20). Or le décideur, en l'occurrence le repreneur, dispose de capacités d'abstraction, de synthèse et d'analyse limitées (Simon, 1983 ; Deschamps et Geindre, 2011). Il a donc recours à des heuristiques.

Les heuristiques sont définies comme des stratégies simplifiées, utilisées en particulier dans des situations complexes, lorsque des informations moins complètes ou incertaines sont disponibles (Bornard et Thévenard-Puthod, 2009).

Ces heuristiques, formes dégradées de la rationalité (Chanut, Guibert, Rojot et Dubois, 2011) peuvent induire de mauvaises décisions. Si « les heuristiques sont souvent indispensables, […] elles peuvent aussi conduire à des erreurs graves et systématiques » (Tversky et Kahneman, 1974, p 1124). Selon Bornard et Thévenard-Puthod (2009), l'utilisation d'heuristiques peut expliquer certaines erreurs commises par les entrepreneurs.

Le sujet des émotions est régulièrement abordé sous l'angle des cédants (Bah, 2009 ; Cadieux et Deschamps, 2011). Deschamps et Geindre (2011), ainsi que Lamarque (2018), mettent en exergue les biais cognitifs et affectifs des repreneurs, y compris dans la phase amont, celle concernant la prise de décision de reprendre. Selon Deschamps et Geindre (2011), lors de cette étape, deux types de biais sont particulièrement présents : le biais de sur-confiance ainsi que les biais de simple exposition et de bandwagon. Nous détaillons ici le principe de ces deux biais.

Le biais de sur-confiance :

Le biais de sur-confiance consiste en une surévaluation de ses compétences. A titre d'exemple, le fait d'appartenir au corps des Mines favoriserait l'apparition de biais de sur-confiance (Parat, 2014, p 298). A l'instar des étudiants de MBA, qui déclarent à 95 % faire partie de la meilleure moitié de leur classe (Sibony, 2014), les entrepreneurs sont nombreux à surestimer leurs chances de succès. Plus de 80 % d'entre eux estiment leurs chances de succès à 7/10 ou plus (Kahenman, 2012). Ce phénomène concerne aussi les repreneurs qui surestiment parfois leurs compétences et négligent l'impact de leurs méconnaissances du métier et du secteur d'activité des cibles convoitées (Deschamps et Geindre, 2011).

Les biais de simple exposition et de « bandwagon » :

Le repreneur est soumis à la pression sociale, celle de la famille lorsqu'il est issu d'une famille d'entrepreneurs ou d'un groupe social (groupe de repreneurs). Il peut également agir par besoin de reconnaissance, ce qui peut l'amener à s'engager dans un projet de reprise qui ne lui correspond pas, ou à cibler des entreprises de taille trop importante, pour des questions de « standing » (Lamarque, 2018).

Tableau 9 – Les biais affectant la décision de reprendre une PME

Biais identifiés	Phase concernée	Effet du biais	Zone de cohérence du projet affecté
Excès de confiance	Prise de décision	Surévaluation des compétences, réduit la mise en place de garde-fous pour l'évaluation de la cible et limite leurs effets	Compétences
Simple exposition + bandwagon		Appréciation positive de l'action de reprendre	Aspirations
		Pression pour agir et prendre « le train en marche »	Environnement

Source : D'après Deschamps et Geindre, 2011, p 29

Le repreneur est également soumis à des biais cognitifs lors de l'évaluation de la cible. Ils seront précisés dans la partie 3.1.1.

En complément, une autre théorie a retenu notre attention, concernant la décision de reprendre une entreprise, celle du Locus Of Control, qui impacte la confiance du repreneur.

2.2.5 Le Locus Of Control (LOC)

Rotter (1996) a introduit la théorie du Locus Of Control, « lieu de contrôle », dans un contexte d'apprentissage. Le principe repose sur l'idée qu'un individu pense ou non être en mesure de maîtriser son avenir (Paquet, 2006 ; Géraudel, Jaouen, Missionier et Salvetat, 2009). Selon ces chercheurs, une personne qui possède un Locus Of Control interne estime que ses propres actions

déterminent les récompenses, les succès. A l'inverse, une personne qui dispose d'un Locus Of Control externe, pense que le succès est hors de contrôle.

Selon Meier et Schier (2008) et Meier (2017), les entrepreneurs ainsi que les repreneurs d'entreprises qui possèdent un locus de contrôle interne, estiment possible d'influencer leur destin par l'action et que ces actions sont associées à une logique de développement. Ils sont alors des repreneurs confiants quant à leur capacité à mener à son terme leur projet repreneurial.

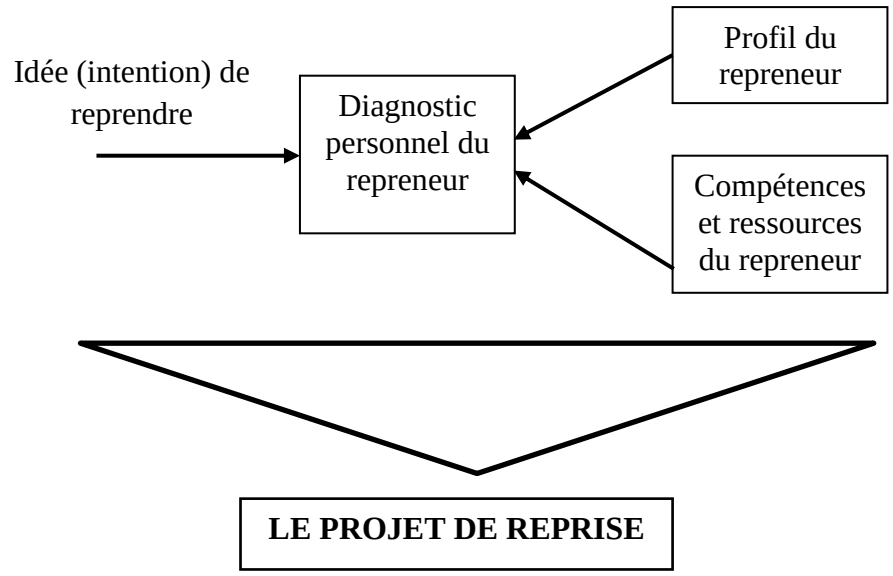
Une fois la décision de reprendre actée, une nouvelle étape attend le repreneur, qui doit préparer puis formaliser son projet pour le mettre en œuvre.

2.3 Préparer et formaliser son projet

La décision de reprendre une entreprise n'est pas sans conséquence sur la vie personnelle et professionnelle du repreneur (Deschamps, 2000), et la marche arrière n'est pas envisageable (Paturel, 2008). La phase préparatoire est essentielle au succès du processus de reprise et demande au repreneur de se livrer à une « introspection sincère » (Paturel, 2008, p 48), à un travail « d'auto-évaluation » (Meier et Schier, 20008, p 65). Les compétences du repreneur (sa formation, ses domaines d'expertise, ses savoir-faire), ses ressources (ses qualités personnelles, ses capacités financières, son réseau relationnel), ses appétences en termes d'activités, ses contraintes (géographiques, temporelles, familiales, personnelles, financières), ainsi que l'analyse de ses forces et de ses faiblesses constituent des éléments de diagnostic nécessaires à la formalisation de son projet, préalablement à sa mise en œuvre (Deschamps et Paturel, 2009 ; Lamarque et Story, 2018).

Deschamps et Paturel (2009) proposent une vision schématisant l'idée de reprise.

Figure 19 – La naissance de l'idée de reprise



Source : Deschamps et Paturel, 2009, p 35

Au-delà des aspects professionnels, deux déterminants apparaissent ici essentiels : les qualités humaines du repreneur et sa « compétence sociale ».

2.3.1 Les qualités humaines

Le projet de reprise d'entreprise se structure autour de dimensions comportementales (Boissin et Grazzini, 2013). Plus encore que sa formation, c'est la personnalité du repreneur et son parcours professionnel qui priment (Tariant, 2011).

Goût du pouvoir et du risque, confiance en soi, esprit d'initiative et de compétition, courage, audace, persévérance et résistance nerveuse, patience et optimisme, forte personnalité, combativité, grosse capacité de travail, tempérament commercial, faculté d'écoute et de communication, volonté inébranlable, goût de l'effort, bonne résistance physique et nerveuse, connaissance de soi, maturité, capacité à inspirer confiance, capacité d'adaptation sont les principales caractéristiques des repreneurs (Tariant, 2011 ; Lecointre, 2002 ; Deschamps et Paturel, 2009 ; Boissin, Chalus-Sauvannet, Deschamps et Geindre, 2009).

2.3.2 La compétence sociale

Développée par les chercheurs en psychologie depuis les années 80, le concept de compétence sociale est la capacité à interagir efficacement avec les autres (Chabaud et Yezza, 2017).
Les réseaux professionnels et amicaux du repreneur sont importants dans la conduite de son projet, ils constituent un atout dans son rôle de futur chef d'entreprise (Geindre, 2009 ; Tariant, 2011 ; Deschamps, 2014). Ces notions font référence à la théorie du capital social, capacité des acteurs à tirer profit de leurs structures sociales et de leurs réseaux (Bourdieu, 1980). Geindre (2009) distingue la notion de réseau (ressource) et de capacité de réseautage, l'utilisation efficace du réseau (compétence). Le capital social ou capital relationnel (Charreaux, 1996) favorise la réussite des actions entreprises.
Cette compétence sociale relève d'un savoir-faire individuel et se structure en six facteurs (Geindre, 2009) :

- La perception sociale, capacité à percevoir justement les autres, leurs caractéristiques, leurs intentions et motivations.
- La capacité d'adaptation sociale, aptitude à être à l'aise avec n'importe quel interlocuteur, à entamer une discussion.
- La persuasion, capacité à faire changer un point de vue ou un comportement chez l'autre.
- L'impression, disposition à faire bonne impression.
- L'expressivité, aptitude à susciter l'enthousiasme.
- L'intelligence émotionnelle, faculté à gérer ses émotions, et celles des autres.

Chabaud et Yezza (2017) mettent en exergue plusieurs dimensions sociales nécessaires à la réussite d'une opération de transfert d'entreprise :

- L'adaptabilité sociale, capacité à adapter son comportement à différentes situations sociales.
- La gestion de l'impression, qui consiste à donner une première impression favorable.
- L'expressivité, capacité d'exprimer les sentiments et réactions aux interlocuteurs de façon adaptée.
- La perception sociale, capacité à cerner les autres avec pertinence.

Le capital social est une condition favorable au succès du processus entrepreneurial qui agit favorablement sur les chances de survie des entreprises, sur leur taux de croissance ou leurs

performances financières, l'accès à l'information, l'obtention de financement, la saisie d'opportunités (Geindre, 2013 ; Chabaud et Yezza, 2017).

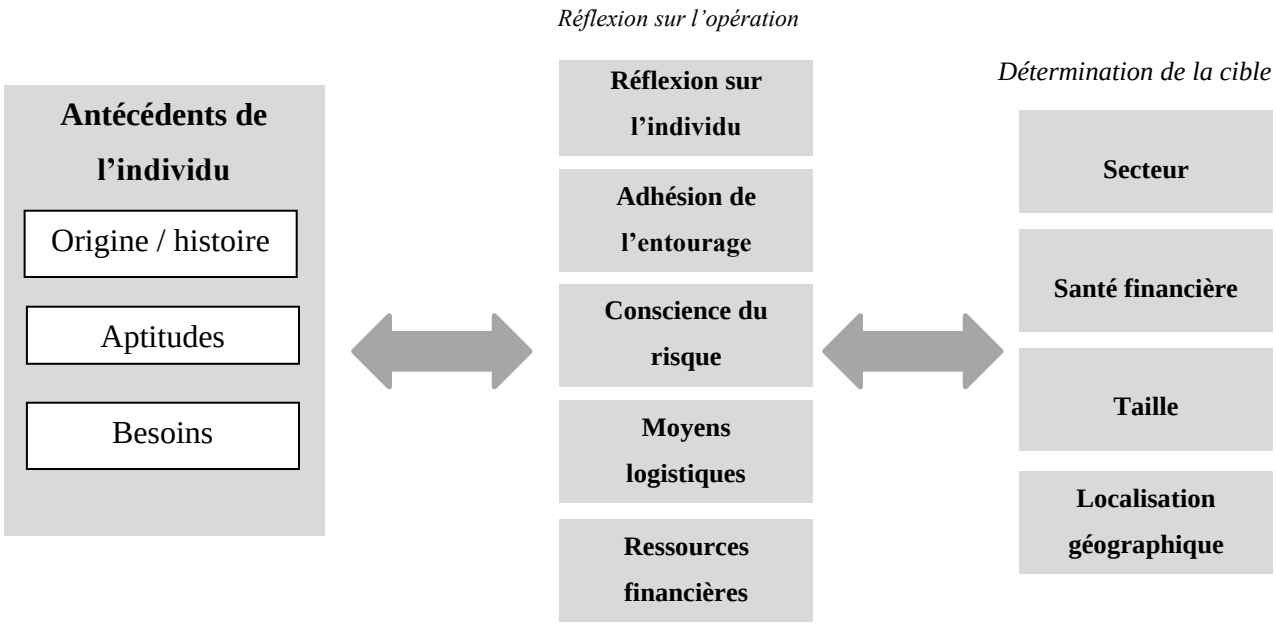
Cette compétence sociale apparaît essentielle, elle permet au repreneur de tisser une relation de qualité avec le cédant, mais également avec ses partenaires financiers, «*not only must entrepreneurs prepare an excellent business plan, they must usually also meet with venture capitalists or representative of other potential sources of funding and make verbal presentations to them. In this context, skill at social perception can be very useful*» (Baron, 2004, p 224). Chabaud et Yezza (2017) recommandent aux professionnels de prendre en considération les compétences sociales des candidats à la succession pour assurer par la suite le choix du potentiel successeur.

La phase amont du processus de reprise se termine par la formalisation des critères de sélection, sous forme de cadrage de projet (Lamarque et Story, 2018), étape lors de laquelle, le repreneur précise :

- Les activités recherchées.
- La taille des entreprises cibles (chiffre d'affaires, effectif).
- Le financement de l'opération (fonds propres, love money, présence de fonds d'investissement).
- La position capitalistique envisagée (majoritaire ou minoritaire).
- La localisation géographique.

Cette étape doit permettre d'assurer la cohérence du projet de reprise (Deschamps, 2000).

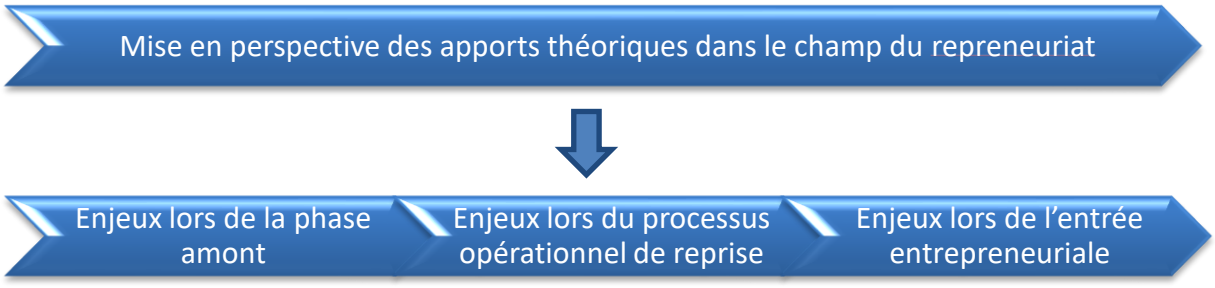
Figure 20 – La cohérence du projet de reprise



Source : Deschamps, 2000, p 303

Une fois ces étapes franchies, le repreneur entre dans une nouvelle phase de son projet repreneurial, celle de son déploiement opérationnel.

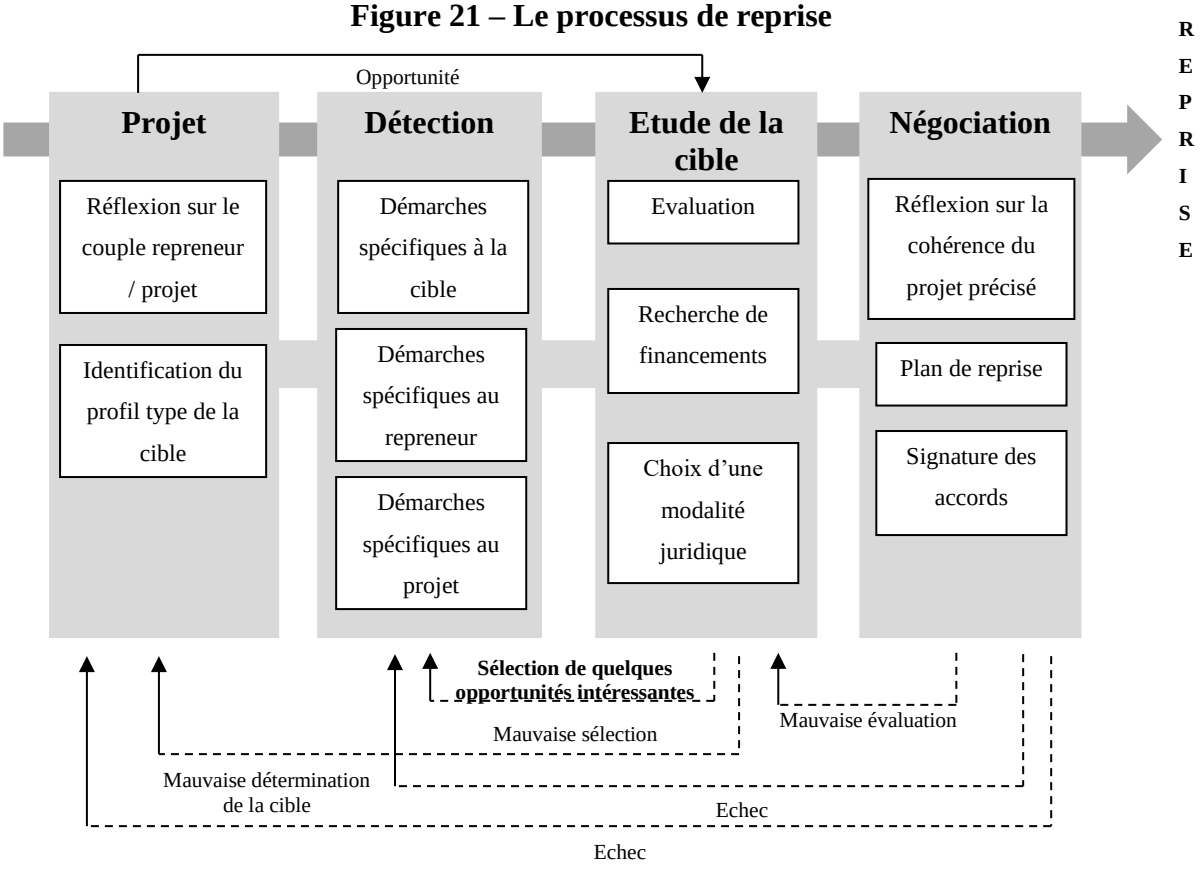
3. Les enjeux du repreneur personne physique lors du processus opérationnel de reprise



Le processus de reprise s'étend sur une période de six mois à vingt-quatre mois (Rubak et Yudkof, 2017) et s'effectue en moyenne en treize mois (Mahé de Boislandelle et Estève, 2015). Plusieurs auteurs ont modélisé le parcours du repreneur d'entreprise, qui comprend les étapes de détection de la cible, de diagnostic des dossiers, de montage juridique et financier, de négociation

et de contractualisation (Dechamps, 2000 ; Meier et Schier, 2008 ; Tariant, 2011 ; Bernard, 2019). Deschamps (2000) a modélisé une approche processuelle itérative du projet de reprise.

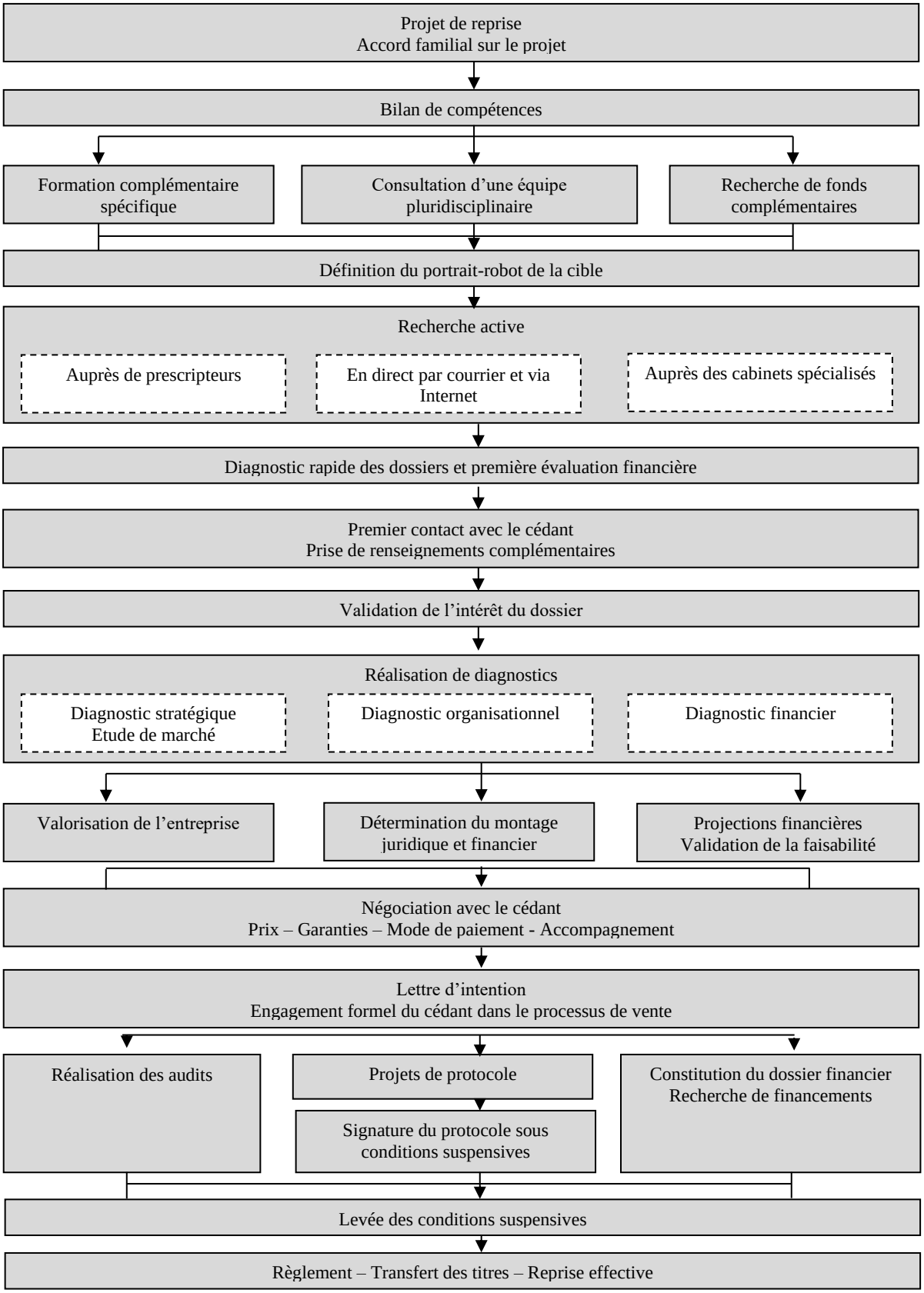
Figure 21 – Le processus de reprise



Source : Deschamps, 2000, p 303

Tariant (2011) propose un processus détaillé de chacune des étapes du processus de reprise.

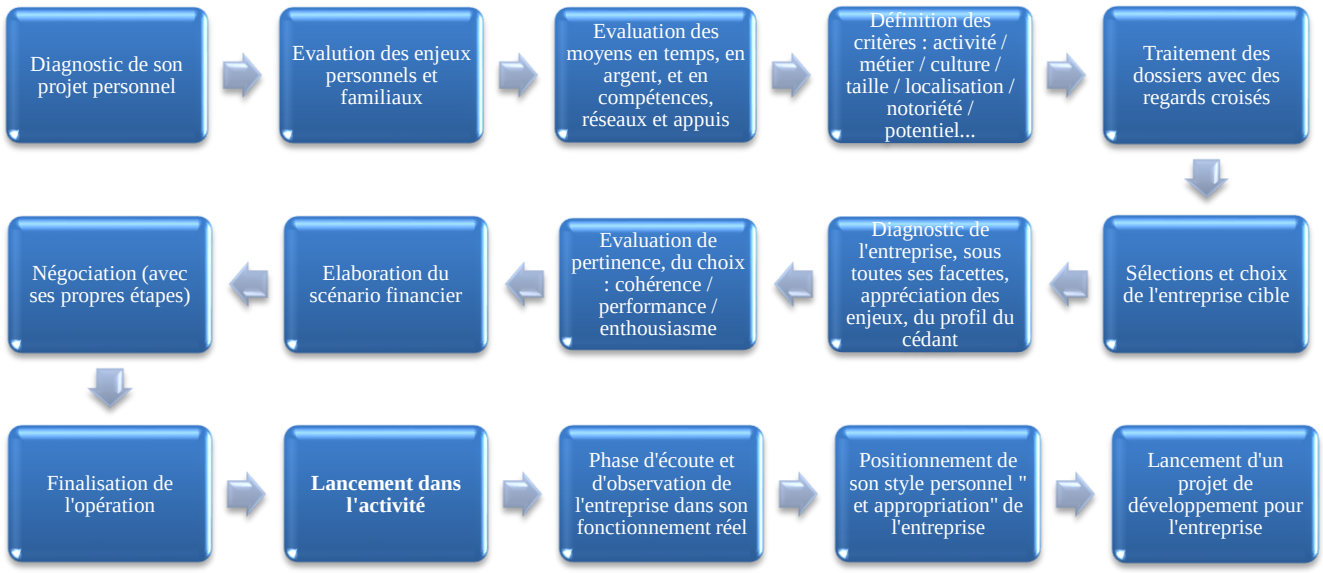
Figure 22 – Les étapes du processus de reprise d'entreprise



Source : Tariant, 2011, p 26

Bernard (2019) présente, quant à elle, un parcours en quinze phases.

Figure 23 – Le parcours du repreneur d'entreprise



Source : Bernard, 2019, p 4

Lors de la phase du processus opérationnel de reprise, cinq enjeux de taille attendent le repreneur : identifier, évaluer et sélectionner la cible, gérer la relation avec le cédant, financer l'opération, mener à son terme le processus de négociation, appréhender le rôle des conseils. Nous précisons chacune de ces étapes.

3.1 Identifier, évaluer et sélectionner la cible

La recherche de cibles est une étape complexe, la plus délicate de toutes (Lamarque et Story, 2018 ; Boumedjaoud et Messeghem, 2019), « the search process is critical » (Rubak et Yidkof, 2017, p 8). Cette complexité est inhérente à l'opacité et à la confidentialité d'un marché de la transmission des PME fragmenté (Deschamps et Paturel, 2009 ; Rubak et Yidkof, 2017).

Les repreneurs extérieurs identifient les cibles grâce à des conseillers (professionnels de la transmission), des relations personnelles ou professionnelles ou encore par approches directes

(Deschamps, 2002 ; Boschin, 2006). La présence et l'activation des réseaux, amicaux et professionnels, facilitent l'accès à l'information et l'identification d'opportunités (Boumedjaoud et Messeghem, 2019).

Dans le cas d'une reprise d'entreprise en présence d'investisseurs financiers, il est fréquent que le repreneur source la cible avant de solliciter ses partenaires, « huit fois sur dix, les opérations signées sont celles où le manager a amené la cible à l'investisseur financier » (Option finance, 2005, p 23).

Une fois la cible identifiée, le repreneur doit l'analyser, prendre la mesure des forces et des faiblesses, des opportunités qui s'offrent à elle, des menaces qui peuvent peser sur son développement (Deschamps et Paturel, 2009). Le repreneur apprécie la pertinence du modèle économique pour, in fine, prendre la décision de sélectionner ou non l'entreprise étudiée. Dans l'affirmative, il poursuit le processus d'acquisition.

Tout au long de cette phase, plusieurs éléments influencent les décisions du repreneur, les biais affectant l'évaluation de la cible, ses émotions et son intuition, la surcharge cognitive à laquelle il est confronté.

Des biais cognitifs ont d'ores et déjà été identifiés concernant la décision de reprendre une entreprise. D'autres biais sont à l'œuvre lors de l'évaluation de la cible. Ils ont été mis en exergue par Deschamps et Geindre (2011). Nous les détaillons ici.

3.1.1 Les biais cognitifs affectant l'évaluation de la cible

Le biais cognitif est considéré comme un comportement rationnel, mais inadapté à la situation (Lebraty, 2007). Lors de la phase d'analyse de la cible, Deschamps et Geindre (2011) recensent les biais cognitifs suivants :

Le biais d'ancrage :

Mis en exergue par Tversky et Kahneman (1974), l'ancrage est la tendance qui consiste à attribuer une pondération excessive à une information (Lebraty, 2007). Lorsqu'il s'agit de fixer une valeur, nous avons tendance à utiliser un chiffre disponible comme une « ancre » (Sibony,

2014). A titre d'exemple, si l'on demande à un groupe d'individus si Ghandi avait plus de 114 ans à sa mort, le groupe lui donnera un âge plus élevé que si la question d'ancrage évoquait un décès à plus de 35 ans (Kahneman, 2012).

Transposé à la reprise d'entreprise, l'ancrage, caractérise la difficulté du repreneur à se départir d'un « coup de foudre initial » pour une cible. Le repreneur rencontre alors des difficultés à se projeter sur un autre dossier (Lamarque, 2018).

3.1.2 La combinaison de trois biais : le biais de focalisation, l'effet de halo, le biais de confirmation

Le biais de focalisation :

Selon le phénomène de focalisation attentionnelle, les sujets associent l'essentiel de leurs raisonnements et de leurs décisions sur ce qui est explicitement présent dans leur représentation des problèmes. Les informations, connaissances, idées, qui se trouvent dans leur faisceau attentionnel pèsent beaucoup plus dans leurs raisonnements et leurs décisions (Gollier, Hilton et Raufaste, 2003).

C'est ainsi que le repreneur accorde parfois trop d'importance à certains aspects du dossier (secteur, localisation, activité …). Il peut alors occulter certains défauts de la cible étudiée.

L'effet de halo :

L'effet de halo repose sur le principe de psychologie sociale, selon lequel, lorsque nous nous forgeons une impression sur une personne à partir d'un trait de sa personnalité, nous projetons les autres traits de sa personnalité dans le « halo » de cette personne (Sibony, 2014). Cet effet consiste à faire correspondre la vision des qualités d'une personne à partir d'un attribut particulier (Kahneman, 2012). C'est ainsi que les électeurs peuvent juger les candidats sur leur apparence, à l'image des Américains qui élirent le président Harding en 1920. Il avait le physique de l'emploi, grand, mâchoire carrée, il incarnait un président fort et décidé mais son mandat se révélât catastrophique, marqué par de nombreux scandales (Kahneman, 2012).

Une première impression positive sur une entreprise, par exemple la modernité des locaux, peut induire un manque d'objectivité, lors d'une analyse plus détaillée de la société.

Le biais de confirmation :

Le biais de confirmation consiste à chercher des éléments, y compris chiffrés qui viennent confirmer une interprétation et à refuser de considérer certaines ambiguïtés (Lebraty, 2007 ; Sibony, 2014). Le sujet soumis à ce biais a tendance à ne collecter que les arguments qui confirment un point de vu initial, plutôt que ceux qui l'infirment (Parat, 2014).

Ce biais peut amener le repreneur à négliger des aspects négatifs de l'entreprise, qui viendraient en contradiction avec une première impression positive.

Le biais de sur-optimisme :

Proche du biais de sur-confiance, ce biais concerne, non pas l'analyse de la cible, mais la perception du repreneur concernant ses propres compétences.

Dans cette perspective, les personnes s'engagent dans des projets parfois risqués, par excès d'optimisme. Ce biais incite à l'action (Sibony, 2014), mais il représente aussi une source de risque (Kahneman, 2012).

Dans ce cas, le repreneur surestime ses compétences à gérer les difficultés identifiées, en s'engageant par exemple dans l'étude d'une cible de trop grande envergure. Il est alors victime de l'hubris (Roll, 1986 ; Charreaux, 2005).

Deschamps et Geindre (2011) proposent une synthèse des biais affectant l'évaluation de la cible.

Tableau 10 – Les biais affectant l'évaluation de la cible

Biais identifiés	Phase concernée	Effet du biais	Zone de cohérence du projet affecté
Ancrage	Evaluation	Incapacité à se départir de la première impression (positive) laissée par la première cible perçue comme une opportunité. Par conséquent, difficulté à se projeter sur une autre affaire.	Cible
Biais de focalisation		Trop d'importance accordée à un élément particulier de la cible (le potentiel d'une machine ou d'un secteur).	Cible
+ **Effet de halo**		La perception générale (favorable) de la cible potentielle conduit à interpréter positivement ses caractéristiques particulières.	Cible
+ **Biais de confirmation**		Les zones d'ambiguïté sont interprétées de telle manière qu'elles confirment l'impression favorable de la situation.	Cible
Sur-optimisme		Le repreneur surévalue sa capacité à manager les difficultés apparaissant lors de l'évaluation.	Compétences

Source : D'après Deschamps et Geindre, 2011, p 29

Nous ajoutons à ces biais, celui de la surcharge cognitive (Lamarque, 2018) nommé également surcharge informationnelle (Walsh, Kalika et Dominguez-Péry, 2018). Selon l'encyclopédie Universalis, la surcharge cognitive correspond à un état mental dans lequel un individu est engagé dans la réalisation d'une tâche extrêmement exigeante pour lui. Il ne dispose pas des ressources cognitives suffisantes à une mise en œuvre aisée de cette tâche.
Le repreneur est exposé à cette surcharge cognitive, dans la mesure où il est confronté, lors de l'analyse de la cible, à la complexité ainsi qu'à la multiplicité des informations et des sujets à traiter : finance, juridique, ressources humaines, stratégie, marketing, fiscalité… Il se retrouve alors dans l'incapacité de traiter toutes les informations mises à sa disposition (Lamarque 2018).

Selon Simon (1997), le processus de prise de décision des décideurs prend en compte des aspects psychologiques et comportementaux. A ce titre, il nous semble opportun de préciser le rôle des émotions dans la prise de décisions du repreneur.

3.1.3 Le rôle des émotions dans la prise de décision du repreneur

Platon, Kant et Descartes incarnent la raison et la rationalité. Ils ouvrirent la voie à d'autres théories, descriptives (détaillant le processus) et prescriptives (cherchant à améliorer la pertinence des choix effectués), sur la façon de faire des choix et de prendre des décisions, basées sur le calcul et l'évaluation (Van Hoorebeke, 2008).

Darwin, en 1872, fut le premier à remarquer que la prise de décision s'accompagne d'un froncement de sourcils, indiquant une émotion exprimée avant l'action. Mais ce n'est qu'assez récemment que les émotions sont devenues un sujet de recherche dans le domaine de la prise de décision (Van Hoorebeke, 2008). Les processus émotionnels sont impliqués dans la prise de décision (Bobot, 2010), « les mécanismes permettant d'exprimer et de ressentir des émotions [...] jouent tous un rôle dans la faculté de raisonnement » (Damasio, 1994, p 10). L'incapacité à ressentir des émotions pourrait être source de comportements irrationnels. Damasio (1994) démontre que les émotions jouent un rôle biologique dans le raisonnement et la capacité à prendre des décisions au travers d'un cas devenu célèbre, celui de Phineas Cage. A la suite d'un traumatisme crânien, causé en 1848 par une barre à mine qui lui traversa le crâne, ce contremaitre des chemins de fer dans le Vermont, se retrouva dénué d'émotions, et n'était plus capable de prendre des décisions. Dans un contexte professionnel, la prise de décision est perçue comme rationnelle, or, cette rationalité est dépendante des émotions. Lorsqu'une décision est perçue par l'émotion comme néfaste, elle est associée à une sensation déplaisante au niveau du corps, puis rejetée, pour laisser place à d'autres alternatives. Lorsque l'émotion ressentie est positive la décision est conservée (Van Hoorebeke, 2008).

Chabert (2005), Deschamps et Geindre (2011), Deschamps (2014), Lamarque (2018), Deschamps et Lamarque (2020b) ont largement mis en exergue l'importance des émotions dans le processus repreneurial.

Selon Klein (2004), pionnier de l'école naturaliste de la décision, l'intuition constitue la façon dont nous traduisons nos expériences en compréhension de la situation, puis en décision. Or, le repreneur dispose d'une expérience limitée voire inexistante du processus repreneurial. Examinons l'influence de l'intuition sur le repreneur.

3.1.4 L'influence de l'intuition sur le repreneur

Boumedjaoud et Messeghem (2019, p 93) mobilisant la théorie des prototypes, mettent en particulier en exergue l'intuition du repreneur vis-à-vis du cédant, « le repreneur exerce son intuition pour jauger le cédant ». Selon Parat (2014), les individus prennent des décisions de façon progressive en tâtonnant et en se basant essentiellement sur l'intuition et sur les raisonnements par analogie. Il distingue deux types d'intuition : celle qui est basée sur l'expertise et/ou sur la répétition de l'expérience et celle qui provient d'heuristiques. Les intuitions basées sur l'expertise sont celles que développent les pompiers capables d'anticiper des dangers, les joueurs d'échecs, qui, fort de 10 000 heures d'entrainement, sont à même d'un simple regard de proclamer « blancs, mat en trois coups », ou les médecins qui posent rapidement un diagnostic complexe (Kahneman, 2012).
Parat (2014) considère les intuitions provenant d'heuristiques comme dangereuses, car elles ne sont pas toujours adaptées aux situations rencontrées.
L'intuition est la reconnaissance de situations que nous avons déjà rencontrées (Sibony, 2014).

Or, le repreneur n'est pas un expert du processus repreneurial, excepté s'il a déjà réalisé une ou plusieurs acquisitions. Il est novice, dans le sens où il n'a pas vécu de situations comparables, et possède des connaissances théoriques ou empiriques fragmentaires (Guarnelli, Lebraty, Pastorelli, 2016). Cette notion de repreneur novice est amplifiée s'il n'a pas la connaissance du secteur d'activité de la cible étudiée. Il se différencie ici du fonds d'investissement, qui est un expert du processus d'acquisition, et qui, par la somme de ses expériences, fruit de dizaines d'opérations, peut mobiliser des connaissances tant théoriques qu'opérationnelles.

Les auteurs sur le repreneuriat ont démontré de façon unanime l'importance de la relation repreneur-cédant. Un enjeu majeur pour le repreneur consiste à gérer au mieux la relation avec le cédant. Nous examinons ici les composantes de cette relation dyadique.

3.2 Gérer la relation avec le cédant

Le processus de transfert d'entreprise est un projet « au carrefour de deux projets de vie » (Chabert, 2005, p 152). La charge émotionnelle du cédant est forte car l'entreprise est un objet d'attachement et joue un rôle central dans l'identité sociale et personnelle du dirigeant (Deschamps et Paturel, 2009). Ce dernier considère son entreprise comme un prolongement de

soi ou comme un enfant (Bornard et Thévenard-Puthod, 2009). Chercheurs et praticiens s'accordent sur l'importance de la qualité de la relation entre le repreneur et le cédant pour mener à bien le processus repreneurial. La relation repreneur-cédant constitue le cœur du processus de reprise-cession, il en est la « pierre angulaire » (Mahé de Boislandelle et Estève, 2015, p 152). Ces deux chercheurs apparentent la transmission à un recrutement croisé entre un cédant et un repreneur, dans le cadre d'une relation souvent intergénérationnelle.

Le cédant, surtout s'il est le créateur, ce qui représente près des deux tiers des cas (Lecointre, 2002 ; Bornard et Thévenard-Puthod, 2009), considère son entreprise comme l'œuvre de sa vie. Il cherche comme successeur, le gendre idéal, un alter ego ou encore un fils spirituel (Lamarque et Story, 2013 ; Mahé de Boislandelle et Estève, 2015). Il est par la suite amené à faire évoluer ses représentations sur le profil du repreneur souhaité afin de se trouver un successeur (Bornard et Thévenard-Puthod, 2009). Plusieurs chercheurs ont mis en exergue l'importance de la qualité relationnelle entre le repreneur et le cédant (Deschamps, 2000 ; Chabert, 2005 ; Meier et Shier, 2008 ; Deschamps et Paturel, 2009 ; Bornard et Thévenard-Puthod, 2009 ; Mahé de Boislandelle et Estève, 20015 ; Lamarque et Story, 2013 ; Lamarque, 2018).

Deux dimensions de cette relation semblent particulièrement importantes, le premier contact repreneur-cédant et la confiance entre les deux parties.

3.2.1 Le premier contact repreneur-cédant

La rencontre entre le repreneur et le cédant est capitale pour établir les bases d'une relation, qui s'avérera déterminante pour la suite du processus, en particulier, pour la phase de transition (Deschamps, 2000 ; Meier et Schier, 2008 ; Paturel et Deschamps, 2009).
Cette relation repreneur-cédant démarre dès le premier rendez-vous. Le repreneur doit montrer qu'il est le plus apte à assurer la pérennité de l'entreprise (Meier et Schier, 2008). Il doit, dès ce moment, convaincre le cédant de la pertinence de sa candidature, lui permettre d'apprécier ses aspirations, ses savoir-faire, ses compétences et ses ressources (Lecointre, 2002 ; Mahé de Boislandelle et Estève, 2015). Lecointre (2002, p 32) déclare au sujet du repreneur : « lors du premier rendez-vous avec le dirigeant vendeur, ce n'est pas lui la cible, c'est vous […]. En sortant de cet entretien, le dirigeant doit être convaincu que vous êtes un candidat acquéreur crédible ». Le repreneur doit également faire preuve d'écoute, d'empathie et de respect du travail accompli

(Deschamps et Paturel, 2009). Le processus de reprise repose largement sur la qualité de la relation interpersonnelle que le repreneur aura su instaurer avec le cédant, dès le premier entretien (Lamarque et Story, 2013).

3.2.2 La confiance entre les deux parties

La confiance qui s'instaure entre le repreneur et le cédant, dès le premier contact, est un facteur de réussite de l'opération (Thévenard-Puthod et Picard, 2006). La confiance conditionne l'accord des parties et la réalisation de la transaction (Thévenard-Puthod et Picard, 2006). Le repreneur cherche un dirigeant qui inspire confiance, mais il doit également gagner la confiance du cédant. Ce dernier, soucieux de la pérennité de son entreprise après la cession, est vigilant quant au choix du repreneur. Selon Thévenard-Puthod et Picard (2006, p 110) le processus de création de confiance est à la fois un « ingrédient de la relation » qui repose sur une réputation, une expérience, un profil, une recommandation, ou encore une caution apportée par une tierce partie et le « résultat d'une relation ». La confiance, mécanisme spécifique et spontané, ne peut être décrétée. Elle est le fruit d'une construction et présente un caractère bilatéral (Charreaux, 1998). Thévenard-Puthod et Picard (2006) distinguent deux dimensions à la confiance : une dimension cognitive, basée sur des informations tangibles pour estimer la fiabilité du repreneur : des compétences (technique, commerciale, entrepreneuriale, managériale), un comportement ou une caution apportée par une tierce personne, et une dimension affective, fruit des émotions partagées et inhérente à la personnalité du repreneur.

Thévenard-Puthod et Picard (2006) présentent les sources de confiance inspirée par le repreneur.

Tableau 11 – Les sources de la confiance inspirée par le repreneur

Caractéristiques de l'acteur			4. Structure Sociale Formelle
1. Compétences en lien avec l'entreprise et la fonction	**2. Personnalité**	**3. Comportement**	
• Technique : savoir-faire, formation, expérience professionnelle, qualité des produits fabriqués… • Commerciale : aptitude à cerner les besoins du client et à la négociation. • Entrepreneuriale : capacité à identifier des opportunités d'affaires, à créer et à gérer son réseau d'affaires. • Managériale : profil en adéquation avec les impératifs de la fonction de dirigeant, capacité à adopter le mode de management adéquat avec les salariés.	• Similarité par rapport à l'environnement. • Culture commune. • Sympathie, empathie, honnêteté. • Impression personnelle donnée.	• Conforme aux normes et conventions en vigueur dans le milieu. • Implication dans la relation : don d'informations, respect des objectifs, investissement personnel, esprit d'initiative, bonne volonté, souci d'aider les autres…	• Caution apportée par une tierce partie (institution telle que la Chambre des Métiers). Accréditation par le système social, références, réputation.

Source : Thévenard-Puthod et Picard, 2006, p 109

Dans le cadre du processus repreneurial, le repreneur est confronté à une asymétrie d'information (Meier et Schier, 2019 ; Cadieux, Graton et Saint-Jean, 2014). Le cédant connait l'entreprise, le détail de ses performances passées et présentes. Il peut être amené à cacher des informations qui auraient pour conséquences une baisse du prix de vente, mais aussi les réelles raisons qui l'amènent à envisager la cession. Ce n'est qu'en instaurant une relation de confiance avec son interlocuteur, et ce dès le premier contact, que le repreneur pourra connaitre les réelles motivations du cédant (Thévenard-Puthod et Picard, 2006). La confiance est « au cœur du processus de reprise » (Thévenard-Puthod et Picard, 2006, p 104), et la qualité de la relation entre le repreneur et le cédant contribue à réduire l'asymétrie d'information. Selon Meier et Schier (2008, p 74), « il est évident que la qualité de la relation entre les deux hommes apparaît

déterminante dès les premiers contacts. D'elle vont dépendre les informations dont le repreneur bénéficiera sur la cible ». Cadieux, Gratton et Saint-Jean, (2014) estiment également que la capacité du repreneur à instaurer un climat de confiance, voire de complicité, permet un meilleur partage de l'information.
Dans le cadre d'une opération de MBI, il est probable que le fonds d'investissement soit attentif à la capacité du repreneur à établir une relation de confiance avec le cédant afin de réduire l'asymétrie informationnelle.

Deschamps (2014) pose un nouveau regard sur le duo repreneur-cédant et considère la relation entre l'acquéreur et le vendeur comme constitutive d'un processus dyadique. Repreneur et cédant établissent une relation de confiance et de respect et c'est « main dans la main » que vendeur et acquéreur sont censés conduire le transfert (Deschamps, 2014, p 74).

Un autre sujet s'impose également au repreneur, celui du financement de l'opération.

3.3 Financer l'opération

Une fois la cible identifiée et validée puis la valorisation de l'entreprise réalisée, un nouveau défi attend le repreneur, celui du financement de l'opération.

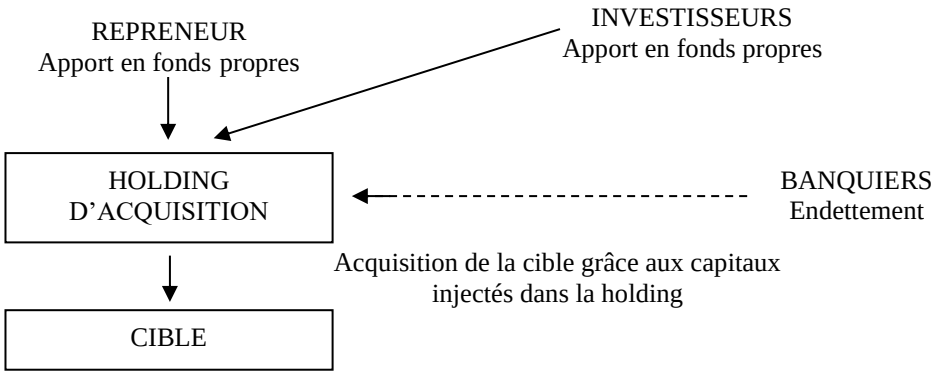
Il convient dans un premier temps de définir le principe du montage LBO, puis d'identifier les différentes sources de financement accessibles au repreneur.

3.3.1 Le montage LBO

L'acquisition de la cible se fait par la création d'une holding, nommée Newco. La société holding dispose des fonds constitués par les différents concours financiers (apport personnel du repreneur, love money, apport des prêteurs et des investisseurs financiers). La dette est contractée par la holding qui réalise l'acquisition. Le service de la dette, c'est-à-dire le remboursement des emprunts, est réalisé par la remontée des bénéfices de la société cible, dans la limite de 60 à 70 % du résultat net (Lamarque et Story, 2018).

Le montage LBO n'est envisageable qu'avec des cibles permettant de dégager un flux de trésorerie suffisant et stable dans le temps, pour assurer le service de la dette contractée par la holding (Vernimmen, 2012).

Figure 24 – Le schéma typique d'un LBO



Source : Boschin, 2006, p 9

Le montage LBO met en œuvre trois effets de levier : un levier fiscal, un levier financier et un levier juridique (Boschin, 2006 ; Thoumieux, 2008 ; Deschamps et Paturel, 2009 ; Vernimmen, 2012 ; Mahé de Boislandelle et Estève, 2015 ; Lamarque et Story, 2018).
Nous synthétisons ces trois effets de levier dans le tableau ci-dessous.

Tableau 12 – Les trois effets de levier du montage LBO

Levier financier	Levier fiscal	Levier juridique
Par le recours à l'endettement, le levier financier permet de financer l'acquisition avec un minimum d'apport personnel du repreneur. Le remboursement de la dette étant assuré par la remontée des dividendes de la société cible.	La holding s'endette pour acquérir la cible. Elle est donc déficitaire du fait des charges financières pesant sur elle. Dans le cadre d'un régime d'intégration fiscale (la société holding devant détenir au moins 95 % des parts de la cible), les intérêts d'emprunts au niveau de la holding, sont déductibles.	Grâce à la création d'une société holding, le repreneur peut, malgré un apport en fonds propres limité, disposer d'une position majoritaire. Il lui suffit de détenir seulement 51% du capital de la société holding, pour contrôler majoritairement la cible.

Source : auteur

Nous passons volontairement sur les intérêts, limites et causes d'échec du mécanisme LBO, pour nous concentrer sur le financement de l'opération, qui s'organise autour des fonds propres du repreneur, parfois complétés par du love-money, une dette bancaire et en l'occurrence dans le cas de notre étude, par la présence de fonds d'investissement.

Les fonds propres ou apport personnel du repreneur représentent les sommes que l'acheteur peut mobiliser pour son projet. L'apport des repreneurs individuels, est souvent le fruit d'une transaction de départ. Il se situe régulièrement entre 100 et 500 K€ (Lamarque et Story, 2018 ; CRA 2019).

Le love money, est constitué de l'argent que les proches du repreneur, famille et amis sont prêts à investir à ses côtés, en participant au financement de l'opération. Il s'organise généralement via un prêt personnel avec reconnaissance de dette.

Le financement bancaire appelé dette senior. Le crédit bancaire relatif aux reprises d'entreprises est contracté par la holding de reprise pour une durée habituelle de sept ans, et finance souvent 60 à 70 % du projet (Deschamps et Paturel, 2009). Ce financement bancaire classique peut être complété par une dette subordonnée ou dette junior qui prend la forme d'un financement mezzanine, dont le remboursement intervient après celui de la dette sénior. Pour des LBO de petite taille, la dette est portée par une banque ou groupe de banques « club deals » (Vernimmen, 2012, p 1023).

Le financement de l'opération peut parfois être complété par **un crédit vendeur,** mécanisme par lequel le cédant n'est pas payé de la totalité du prix au moment de la cession définitive. Il se substitue ainsi au banquier pour une partie du financement.

Les fonds d'investissement. La présence de fonds d'investissement n'est pas systématique dans une opération de transfert externe d'entreprise par un repreneur personne physique. Elle intervient sur des valorisations ne permettant pas au repreneur de financer l'acquisition avec ses seuls fonds propres assortis d'une dette bancaire.
Les fonds d'investissement ont pour objectif de réaliser des opérations financières avec pour mesure le Taux de Rendement Interne (TRI). Il correspond au prix de cession des titres lors de la sortie du LBO, rapporté à l'investissement initial (Boschin, 2006). Les fonds d'investissement sont à la recherche du TRI le plus important pour compenser des opérations risquées du fait de

l'effet de levier (Vernimmen, 2012). L'investisseur en capital « equity sponsor » exige une rentabilité plus élevée qu'un prêteur ordinaire (Boschin, 2006). Les fonds d'investissement cherchent à revendre leur participation dans les trois à cinq ans après la reprise (Boschin, 2006 ; Thoumieux, 2008). Extrêmement sélectifs, retenant moins de 5% des dossiers étudiés, ils n'investissent au capital de la holding que si le résultat de la cible est positif sur les trois derniers exercices, que si l'entreprise est promise à un fort développement, et qu'une revente est envisageable soit à un autre fonds (LBO secondaire), soit par la vente aux cadres de l'entreprise (Management Buy Out, MBO), soit par la revente à un industriel ou par introduction en bourse (IPO) (Lamarque et Story, 2018). La rentabilité et la croissance de l'entreprise facilitent la sortie du montage LBO (Vernimmen, 2012).
Les fonds d'investissement interviennent dans le financement de l'opération sous forme de capitaux propres, en prenant directement des participations au capital, souvent complétées par des quasi-fonds propres, qui peuvent être des obligations convertibles (OC), des obligations avec bons de souscription d'actions (OBSA), des bons autonomes de souscription d'actions (BSA) ou des obligations remboursables par actions (ORA) (Thoumieux, 2008). Ces formes de financement s'apparentent à des dettes à moyen ou long terme, destinées à être remboursées ou transformées en actions (Boschin, 2006 ; Tariant, 2011).

La présence d'un fonds d'investissement nécessite la prise en compte de certains aspects venant régir la relation entre le fonds d'investissement et le repreneur (Meier et Schier, 2008), à savoir le pacte d'actionnaires, le management package, le principe de gouvernance de l'entreprise et le reporting financier auquel devra se soumettre le repreneur.
Nous détaillons ici ces différents aspects.

Le pacte d'actionnaires est le document contractuel régissant les relations entre les associés, garantissant leurs droits et déterminant leurs pouvoirs.

Le management package. Il a pour objectif d'aligner les intérêts des deux parties. Il prévoit des incitations financières pour le repreneur en cas de réalisation et de dépassement des objectifs (Thoumieux, 2008). Dans le cas inverse, celui où le repreneur n'atteint pas les ratios attendus, nommés covenants, il peut se trouver dilué et privé d'une partie des plus-values. Le fonds d'investissement peut même prendre la majorité du capital et remplacer le dirigeant en cas de nécessité (Tariant, 2011).

Le principe de gouvernance de l'entreprise. Il vise à assurer une transparence vis-à-vis des investisseurs du fonds d'investissement ainsi que le contrôle du dirigeant par ses actionnaires. Le fonds est traditionnellement représenté dans les instances de gouvernance de la société par une présence au conseil d'administration.

Le reporting financier, nommé également clause de droit préférentiel à l'information. Il définit le formalisme selon lequel le repreneur assure la remontée d'informations à ses actionnaires. Meier et Schier (2008) insistent sur la nécessité de trouver un équilibre entre le besoin de sécurisation de l'investissement et la nécessité pour l'entrepreneur de disposer d'une marge de manœuvre, une véritable latitude managériale, assortie d'une certaine confidentialité.

Deschamps et Paturel (2009) ont formalisé les caractéristiques recherchées par les financiers chez un repreneur, sans toutefois spécifier la nature des financiers (banque ou fonds d'investissement). Elles concernent trois dimensions : sa personnalité, ses compétences professionnelles et ses moyens financiers.

Tableau 13 – Les caractéristiques recherchées par les financiers chez un repreneur

La personnalité	Les compétences professionnelles	Les moyens financiers
- Avoir une personnalité forte et savoir se présenter. - Savoir convaincre et vendre son projet. - Savoir exposer ses motivations. - Avoir une volonté d'autonomie et une capacité à diriger des hommes.	- Avoir une bonne connaissance du marché et de l'environnement (mieux vaut déjà être dans la profession) pour établir un bon diagnostic. - Envisager le développement de l'affaire et proposer un business plan. - Sur le terrain, avoir des compétences d'exécution pour mener à bien le projet.	- S'impliquer financièrement pour prendre des risques et donner des garanties au financier.

Source : Deschamps et Paturel, 2009, p 132

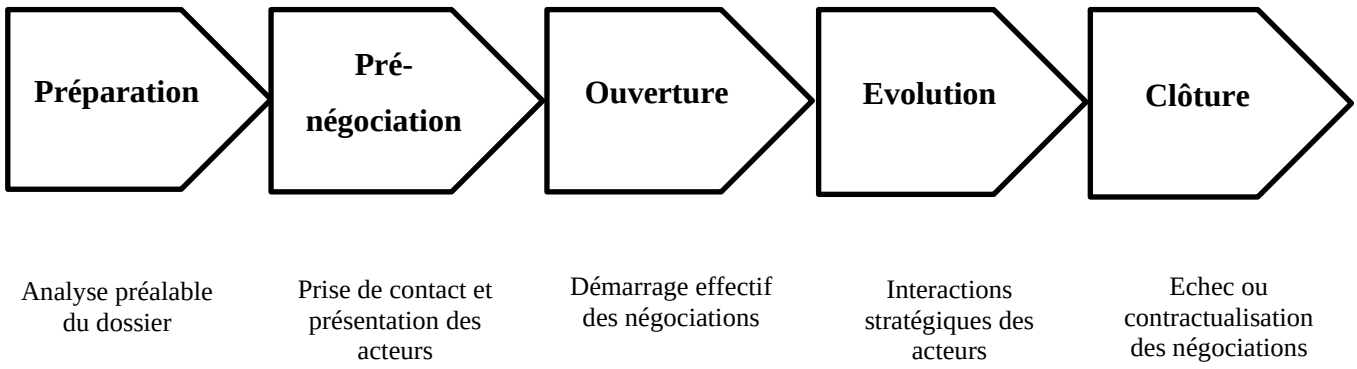
Selon Lamarque et Story (2018), les fonds d'investissement privilégient des repreneurs avec un profil de « haut potentiel » et présentant une adéquation avec la cible, alors que pour Deschamps et Paturel (2009), un repreneur peut convaincre des investisseurs par ses qualités d'adaptation, son attitude et ses motivations, même s'il ne correspond pas au profil-type recherché. C'est un point que nous veillerons à préciser dans notre étude empirique.

Outre le financement, le repreneur doit se préparer à relever un nouveau défi, celui consistant à mener à son terme le processus de négociation.

3.4 Mener à son terme le processus de négociation

Les négociations dans le cadre de transferts d'entreprises n'ont été étudiées que récemment (Lamarque et Story, 2013 ; Lamarque, 2018 ; Deschamps et Lamarque, 2020a, 2020b, 2021). Elles représentent une phase critique dans la réussite ou l'échec des opérations de transferts externes d'entreprises et s'organisent en cinq phases distinctes : la préparation de la négociation, la pré-négociation, l'ouverture, l'évolution et la clôture de la négociation (Lamarque, 2018).

Figure 25 – Les cinq phases de négociation



Source : Lamarque, 2018, p 52

Une thématique relative aux négociations retient notre attention, celle des stratégies de négociation mises en œuvre par les acteurs en présence.

3.4.1 Les stratégies de négociation

Lamarque (2018) met en exergue deux approches de négociation dans le cadre des transferts externes d'entreprises : des négociations de nature compétitives ou coopératives. Il fait émerger quatre stratégies de négociation, deux relevant d'approches compétitives : le rapport de force et la manipulation, et deux approches coopératives : le compromis et la stratégie des gains mutuels. Nous appréhendons le principe de ces quatre stratégies de négociation.

Le rapport de force :
Inspirée de la tradition militaire, la négociation est vécue comme un conflit. Elle s'inscrit dans un rapport dominant-dominé. Pour Lamarque (2018, p 40), il s'agit « pour le dominant d'instaurer un bras de fer afin de s'approprier l'essentiel de la valeur en jeu au détriment de l'autre partie ». Une stratégie de négociation fondée sur le rapport de force et la colère entraine souvent la détérioration des relations et la radicalisation des positions du cédant et du repreneur (Lamarque et Story, 2013 ; Wood Brooks, 2017).

La manipulation :
Selon la définition du Larousse, la manipulation est l'action d'orienter la conduite de quelqu'un, dans le sens que l'on désir et sans qu'il s'en rende compte. Allégations mensongères, tactiques du bon et du méchant, techniques d'ancrage du prix, création d'une situation d'urgence, affirmations mensongères, dissimulation et rétention d'information, sont les marques les plus fréquentes de manipulation lors des transferts d'entreprises (Lamarque et Story, 2013).

Le compromis :
Le compromis est l'arrangement par lequel repreneur et cédant font des concessions mutuelles en vue de parvenir à un accord. Il permet de rapprocher des positions divergentes, dans un esprit collaboratif. Le compromis concerne souvent le périmètre ainsi que le prix de cession (Lamarque et Story, 2013 ; Lamarque, 2018).

La stratégie des gains mutuels :
Développé dans les années 80 à Harvard dans le cadre du Harvard Negotiation Project (HNP), selon le modèle de Roger Fisher et William Ury (1982), la Stratégie des Gains Mutuels ou négociation raisonnée prône une approche coopérative des négociations qui permet d'aboutir à

une négociation « gagnant-gagnant », et qui préserve les intérêts des deux parties (Lamarque et Story, 2013 ; Lamarque, 2018).
Voici synthétisées, les stratégies des acteurs en termes de négociation.

Figure 26 – Les stratégies des acteurs en termes de négociation

Approches compétitives		**Approches coopératives**	
Rapport de force	**Manipulation**	**Compromis**	**Stratégie des gains mutuels**

Source : Lamarque, 2018, p 56

Soulignant l'importance des émotions lors des négociations, Bobot (2010), distingue deux types de négociateurs, les coopératifs et les compétitifs.

Les négociateurs coopératifs envisagent la négociation sous un angle collaboratif. Ils installent un climat favorable et utilisent les effets positifs des émotions, prêtant une attention forte aux émotions de leurs interlocuteurs, ainsi qu'à leurs propres émotions.

Les négociateurs compétitifs abordent quant à eux la négociation sous l'angle du conflit. Privilégiant des techniques manipulatoires et le rapport de force, ils utilisent les effets négatifs des émotions comme tactique de négociation.

Prenant appui sur la synergologie, discipline inscrite dans le champ de la communication non verbale, qui permet de décoder le langage corporel (Turchet, 2009 ; Story, 2018), Lamarque (2018) propose une grille d'observation de la communication non verbale des acteurs en présence, repreneur et cédant, lors des négociations, permettant d'interpréter les stratégies de négociations des parties prenantes par la lecture de leur langage corporel (attitudes, gestes, sourires, position à la table des négociations, positions de chaise).

Tableau 14 – Grille d'observation de la communication non verbale lors des négociations

	Négociations compétitives		Négociations coopératives	
Stratégies de négociation	**Rapport de force**	**Manipulation**	**Compromis**	**Stratégie des gains mutuels**
Attitude corporelle générale	« Rigidité », tension, agressivité, colère (feinte ou réelle)	Forte attention portée à la réaction de l'autre (moins de clignement des yeux)	Détente	Détente
Gestes	Gestes de fermeture, Gestes tranchants, Gestes hauts en position de domination. Peut toucher son interlocuteur (domination)	Détente ou tension surjouées en fonction de la personnalité	Gestes d'ouverture, mais avec un certain contrôle	Gestes d'ouverture, Gestes effectués souvent avec la main gauche (spontanéité)
Sourires	Peu de sourires	Sourires (« sans les yeux »), Parfois rires intempestifs (signes possibles de mensonge)		Vrais sourires (« avec les yeux »)
Position physique à la table de négociation	Confrontation, assis face à face	Peut jouer la proximité ou au contraire la mise à distance	Assis côte à côte	Assis côte à côte
Positions de chaise	Mouvements offensifs vers l'avant	N.S	N.S	Mouvements de rapprochement

Source : Lamarque, 2018, p 103

Le processus repreneurial est complexe, semé d'embuches, et le repreneur se doit d'être accompagné de professionnels compétents dans cette aventure entrepreneuriale.

3.5 Être accompagné

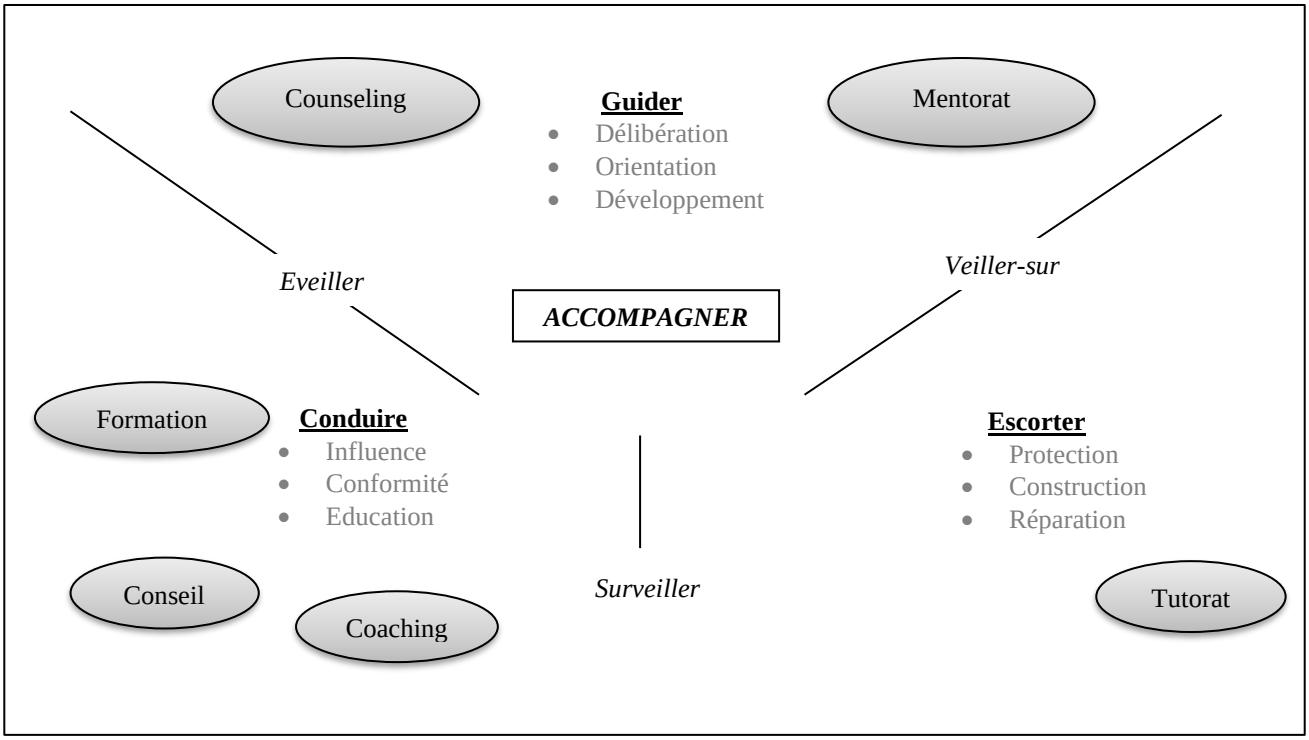
Nombreux sont les conseils aux côtés du repreneur et du cédant, tout au long du processus opérationnel de transfert d'entreprise. Cependant, rares sont les références académiques concernant le rôle des fonds d'investissement aux côtés du repreneur, dans un contexte de MBI. Détaillons le rôle des différents conseils mis en exergue dans la littérature repreuneuriale. On trouve l'entourage proche, entourage familial, amical, professionnel, des conseils en fusion-acquisition (conseil acheteur), l'avocat et l'expert-comptable, et parfois les auditeurs ou experts divers (Thoumieux, 2008 ; Deschamps et Paturel, 2009 ; Lamarque et Story, 2013). Saint-Jean (2011) et Lamarque (2018) distinguent deux natures d'experts, les généralistes et les spécialistes.

Les experts généralistes : expert-comptable, avocat, fiscaliste, notaire disposent d'un savoir-faire technique (finance, juridique, fiscal) qui n'est pas spécifique à la transmission-reprise.

Les conseils spécialistes de la transmission-reprise : conseil acheteur, coachs, consultants spécialisés. Selon Saint-Jean (2011), moins de 30 % des repreneurs ont recours à des consultants spécialisés.

Deschamps, Fatien et Geindre (2010) déclinent l'accompagnement du repreneur selon six pratiques distinctes : le conseil, le counselling, le tutorat, le mentorat, la formation, le coaching.

Figure 27 – Les six pratiques d'accompagnement



Source : Deschamps, Fatien, Geindre, 2010, p 81

Lamarque (2018), quant à lui, propose une classification des accompagnateurs du repreneur selon leur rapport de prescription, leur positionnement, et leur thématique d'intervention.

Les experts généralistes (expert-comptable, avocat, fiscaliste, notaire) jouent un rôle technique relatif à leur domaine d'expertise.

Le conseil acheteur exerce quant à lui un triple rôle, celui de conseil, de coach et de mentor.

Un rôle de conseil. Il facilite la relation entre le repreneur et le cédant. Expert des transferts d'entreprises, il joue un rôle essentiel tout au long du processus repreneurial.

Un rôle de coach. « Coacher consiste à aider une personne à trouver elle-même ses propres réponses aux questions qu'elle se pose et aux problématiques qu'elle rencontre » (Giffard, 2003, p 17). Par une écoute active, empathique, des techniques de reformulation, de questionnement, le coach accompagne le repreneur dans la formulation de son projet

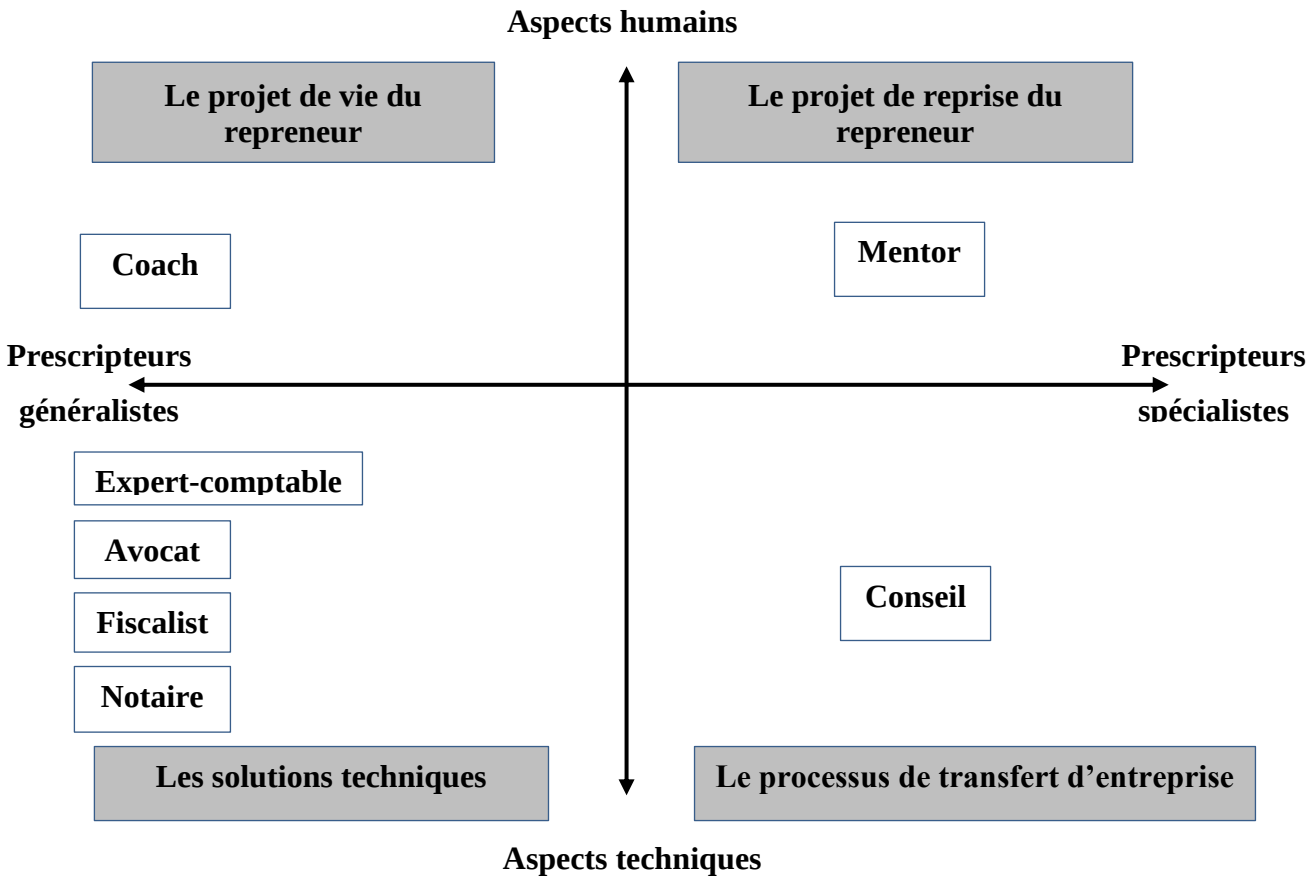
entrepreneurial, la mise en perspective des solutions envisagées et leur impact sur son projet de vie. Il est garant des aspects humains de son client, et est notamment présent pour « déminer » les biais cognitifs et affectifs rencontrés par le repreneur.

Un rôle de mentor :

Le rôle de mentor renvoie à la figure historique de Mentor, précepteur de Thélémaque pendant les voyages d'Ulysse. Le mentor intervient sur le plan personnel, professionnel et sert de modèle inspirant (Cadieux et Deschamps, 2011). C'est un conseiller expérimenté, qui fort de son expérience, guide et évite les faux pas au repreneur.

Lamarque (2018) synthétise l'apport des différents accompagnateurs du repreneur.

Figure 28 – Les apports de prescription des accompagnateurs du repreneur

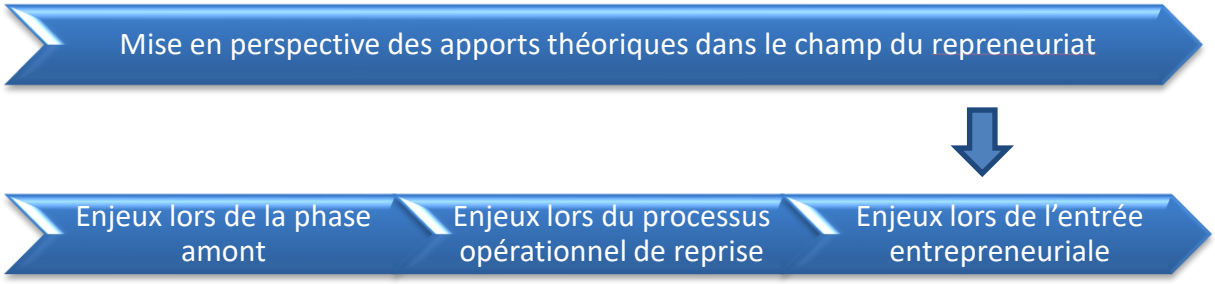


Source : Lamarque, 2018, p 174

Les fonds d'investissement sont susceptibles de jouer un rôle important dans l'écosystème du repreneur. Ils détiennent en effet des dizaines de participations (Cohn et Flaum, 2016). Ce sont des investisseurs professionnels experts du processus d'acquisition (Chevallier et Langlois, 2016). Selon Bastié et Cieply (2008), les fonds d'investissement sont les financiers les plus efficaces pour limiter et réduire les conséquences des asymétries d'information entre cédants et repreneurs potentiels. Il est d'ailleurs probable que le fonds d'investissement exige une place à la table des négociations aux côté du repreneur (Cadieux et Deschamps, 2011). Par son regard extérieur, il peut également exercer des pressions sur le prix comme le suggèrent Cadieux et Deschamps (2011) et Wood Brooks (2017). Lors de notre étude empirique, nous nous attacherons à identifier le rôle joué par les fonds d'investissement aux côtés des repreneurs.

Lorsque le processus repreneurial se déroule de façon satisfaisante, intervient la cession définitive des titres et démarre alors pour le repreneur une nouvelle étape, celle de son entrée entrepreneuriale, accompagnée de nouveaux défis à relever.

4. Les enjeux du repreneur lors de l'entrée entrepreneuriale



L'entrée entrepreneuriale marque la fin d'un cycle, celui du processus d'acquisition et le début d'une ère nouvelle, celle de la reprise effective. « Le repreneur est à la fois soulagé vis-à-vis de ce qui vient d'être fait, et inquiet vis-à-vis de tout ce qui reste à faire » (Paturel, 2008, p 45).
Une reprise sur cinq échoue avant six ans (Bornard et Thévenard-Puthod ; 2009, Grazzini, Boissin et Malsh, 2009), et trente pour cent des reprises aboutissent à un échec dans les sept ans (Lamarque et Story, 2018). Ce risque de sinistralité augmente lorsque le repreneur est extérieur à la cible (Bornard et Thévenard-Puthod, 2009).
De Freyman et Boussaguet (2017) mettent en lumière trois filières de défaillance après un rachat de PME, la filière du marché, liée à l'évolution de l'activité économique, la filière de l'endettement liée à la structure de financement de l'entreprise sous LBO et la filière de management inhérente au manque d'expérience ou de compétences du repreneur. C'est sur cette dernière dimension, celle incombant au repreneur, que nous concentrons notre étude.

L'entrée opérationnelle représente une période critique, lors de laquelle le repreneur doit s'adapter à l'entreprise, et non l'inverse (Rollin, 2006). Lors de l'entrée opérationnelle, le repreneur doit s'imposer dans un environnement nouveau (Deschamps, 2014). Parmi les nombreux défis auxquels il doit faire face, nous en explorons trois : réussir son processus de socialisation, gagner la confiance du cédant et se faire accepter par le corps social.

4.1 Réussir son processus de socialisation

Désormais propriétaire, le repreneur doit réussir son intégration (Rollin, 2006). Boussaguet (2008), mobilise la théorie de la socialisation organisationnelle pour décrire l'entrée

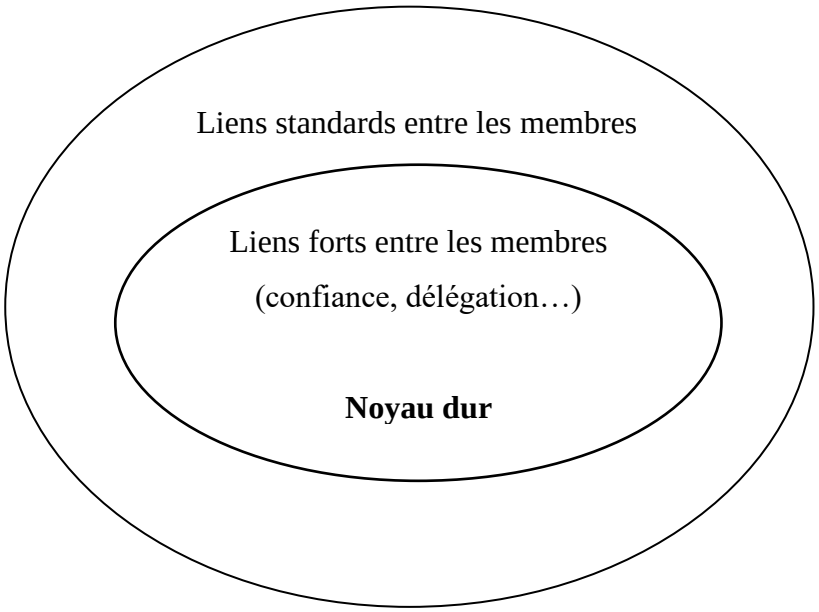
entrepreneuriale. Elle donne la définition suivante de la socialisation du repreneur (2006, p 3) : « processus par lequel le repreneur parvient à faire la "transition" pour assumer son rôle de leader et se faire accepter en tant que tel par les salariés en place ». Issus des travaux consacrés au recrutement, la socialisation organisationnelle correspond à l'apprentissage que les nouveaux salariés doivent déployer en arrivant dans l'entreprise, en termes d'attitudes, de comportement et de connaissances. Selon Goudarzi et Eiglier (2006), la socialisation organisationnelle est un processus d'apprentissage qui compte quatre dimensions : la connaissance du rôle et la maîtrise de la tâche, l'intégration sociale, la compréhension de l'organisation c'est-à-dire, ses valeurs, son histoire, sa culture, ses objectifs et l'apprentissage personnel. Mahé de Boislandelle et Estève (2015) considèrent la socialisation comme un facteur de succès d'une reprise d'entreprise. Contrairement au cas d'un salarié qui prend ses fonctions dans un cadre balisé, peu de procédures accompagnent la prise de fonction du repreneur. Ce dernier doit être acteur de sa propre socialisation. Deschamps et Paturel (2009, p 194) parlent à ce titre « d'auto-socialisation ». Boussaguet (2008), identifie deux pratiques de socialisation, une socialisation organisationnelle et une socialisation individuelle.

La socialisation organisationnelle est la phase lors de laquelle le cédant présente officiellement son successeur aux équipes, lui fait visiter l'entreprise, l'installe dans ses nouveaux bureaux, lui assure directement une forme de tutorat, ainsi que le soutien organisationnel de l'équipe. A la différence d'un salarié, le repreneur ne dispose pas du soutien de sa hiérarchie (Boussaguet, 2015). La socialisation organisationnelle dépend fortement de la qualité de la relation existant entre le repreneur et le cédant, ainsi que de l'attitude du cédant (Bah, 2009). Le cédant est un point d'appui déterminant dans le processus de socialisation du repreneur, et il est de la responsabilité du repreneur de favoriser une bonne collaboration avec le cédant pendant la phase de transition (Cadieux et Deschamps, 2011).

Les « insiders », en l'occurrence les subordonnées, véritable « agents socialisateurs » contribuent également à l'intégration du repreneur (Boussaguet, 2015, p 27). Selon cette chercheuse, ils apportent au repreneur une aide tridimensionnelle, tout à la fois cognitive, mettant à la disposition du repreneur des informations auquel il n'aurait pas accès seul, relationnelle, apportant au nouvel entrant un soutien émotionnel, et enfin technique, une expérience sur laquelle le repreneur peut s'appuyer. Parmi les subordonnées, Cadieux et Deschamps (2011), Boussaguet et Grima (2015), et Lamarque et Story (2018), mettent en exergue l'importance des hommes-clés, ceux sur qui reposent les compétences-clés, une expertise ou un savoir-faire particulier de l'entreprise. Cadieux et Deschamps (2011) et Mahé

de Boislandelle et Estève (2015) font, quant à eux, référence au « noyau dur », composé des salariés qui possèdent un lien de proximité avec la direction de l'entreprise, caractérisé par « un pouvoir d'influence et d'action » (Mahé de Boislandelle et Estève, 2015, p 107), et dont le départ pénaliserait le fonctionnement de l'entreprise par leur caractère « d'irremplaçabilité » (savoir-faire, expérience, connaissance de la clientèle) (Mahé de Boislandelle et Estève, 2015, p 110).

Figure 29 – Le noyau dur managérial



Source : Mahé de Boislandelle et Estève, 2015, p 107

Par **la socialisation individuelle**, le repreneur apprend de ses actions, de ses découvertes, de ses interactions (Mahé de Boislandelle et Estève, 2015). Il mobilise pour cela des compétences cognitives (perception de la situation), relationnelles (interactions avec les autres membres) et techniques (maîtrise des outils de gestion) (Boussaguet, 2008).

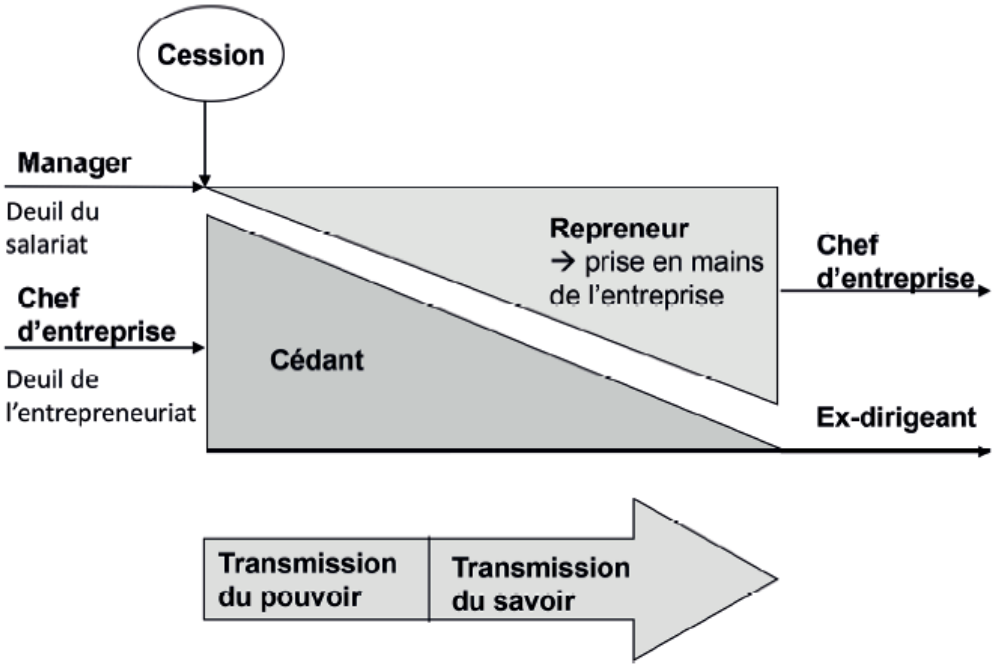
Pour réussir sa socialisation, le repreneur doit faire preuve de qualités personnelles d'écoute, de curiosité, d'humilité et de respect de l'existant (Boussaguet, 2008 ; Deschamps et Paturel, 2009 ; Cadieux et Deschamps, 2011 ; Boussaguet et Grima 2015). Il doit montrer sa volonté d'adaptation, sa capacité à s'entourer et à chercher des informations. Il est alors en mesure de « décoder la réalité organisationnelle » dans laquelle il évolue (Boussaguet et Grima, 2015, p 34).

Le deuxième défi du repreneur consiste à gagner la confiance du cédant lors de la phase de transition.

4.2 Gagner la confiance du cédant

Pour bon nombre de dirigeants, une transmission d'entreprise s'apparente à une rupture brutale, un choc (Cadieux et Deschamps, 2011 ; Deschamps et Geindre, 2011), voire à un deuil (Chabert, 2005 ; Bah, 2009 ; Cadieux et Deschamps, 2011 ; Lamarque et Story, 2018 ; Lamarque, 2018). L'entrée entrepreneuriale débute par la période de transition repreneur-cédant, également nommée règne conjoint (Mahé de Boislandelle et Estève, 2015 ; Lamarque et Story, 2018), période lors de laquelle doit s'effectuer la transmission du savoir et du pouvoir par le cédant, avant son départ définitif de la structure (Lamarque et Story, 2018).

Figure 30 – La période d'accompagnement, une phase de mutation



Source : Lamarque et Story, 2018, p 195

Les chercheurs s'accordent sur le rôle central de la confiance dans les relations entre le repreneur et le cédant lors de la phase de transition (Picard et Thévenard-Puthod, 2004 ; Rollin, 2006, Thévenard-Puthod et Picard, 2006 ; Bah, 2009 ; Cadieux et Deschamps, 2011 ; Cadieux,

Gratton et Saint-Jean, 2014). La confiance permet la mise en place d'une dynamique bénéfique (Bah 2009) et contribue à la réussite de la période de transition (Thévenard-Puthod, 2006). Lorsqu'elle est absente, une dynamique conflictuelle de confrontation s'instaure entre les deux acteurs, sur fond de méfiance, pouvant dans les cas extrêmes entrainer la rupture de la période de transition (Bah, 2009).

La confiance entre le repreneur et le cédant est le fruit d'un processus incrémental (Lamarque, 2018). Elle facilite l'accès à l'information et à la connaissance, et constitue un pont vers la confiance des salariés et des partenaires de l'entreprise.

Nous détaillons ici les composantes de cette confiance.

4.2.1 La confiance, un processus incrémental

La confiance est un sentiment subjectif qui s'acquiert progressivement (Charreaux, 1998). C'est une « alchimie » selon (Thévenard-Puthod, 2006, p 105), qui se construit « en "actes", engagement et implication marquée par l'action commune ».

La confiance que le repreneur aura su créer avec le cédant s'inscrit dans le cadre d'un processus incrémental, jusqu'à devenir un « capital-confiance » (Deschamps et Lamarque, 2021). Le repreneur doit pour cela rassurer le cédant sur la pérennité de l'entreprise et le maintien des emplois (Bah, 2009).

4.2.2 La confiance facilite le transfert de l'information et de la connaissance

Dans une PME, le dirigeant occupe une position centrale (Mahé de Boislandelle et Estève, 2015). Pour le repreneur, la première source d'information sur l'entreprise est le cédant lui-même ; il en constitue la mémoire (Thévenard-Puthod et Picard, 2006). C'est par lui que passe la compréhension du fonctionnement de la société (Rollin, 2006). Un niveau de confiance élevé permet le partage de la connaissance (Howorth, Westhead et Wright, 2002 ; Rollin, 2006 ; Deschamps, 2014), et l'accès aux éléments immatériels et aux savoirs tacites (Thévenard-Puthod et Picard, 2006) ; c'est-à-dire les connaissances qui ne sont pas formalisées ou explicites (Cadieux et Deschamps, 2011, p 37). Le savoir tacite concerne notamment l'accès au capital social du dirigeant (Thévenard-Puthod et Picard, 2006 ; Mahé de Boislandelle et Estève, 2015). Selon Rollin (2006, p 95) une relation de confiance permet un transfert « efficace et productif »,

mais le transfert de compétences ne peut s'effectuer que si les deux parties ont établi un lien de proximité suffisant et durable (Thévenard-Puthod et Picard, 2006). L'implication du cédant et la qualité du transfert de connaissances est influencée par le prix obtenu par le cédant et la nature des négociations. Si le prix est en dessous de celui attendu et si les négociations se sont révélées compétitives, le cédant sera moins impliqué dans son rôle d'ambassadeur, aux côtés du repreneur, avec des implications néfastes sur la performance de l'opération (Howorth, Westhead et Wright, 2002).

Selon Picard et Thévenard-Puthod, (2004, p 117), la « proximité de métier » facilite l'établissement d'une relation de confiance entre le cédant et le repreneur, sans pour autant en constituer le seul élément, dans la mesure où un partage de valeurs contribue également à instaurer un climat de confiance et d'entente entre les acteurs.

4.2.3 La confiance entre les deux dirigeants, un pont vers la confiance des salariés et des partenaires de l'entreprise

Une grande partie du succès de la transmission-reprise repose sur la confiance qu'ont les différents acteurs, principalement les salariés, envers « l'agent du changement », le repreneur (Cadieux et Deschamps, 2011, p 109). Par le biais du cédant, l'instauration d'un climat de confiance entre les deux dirigeants favorise l'acceptation du repreneur par les parties prenantes internes, les salariés, mais aussi par les partenaires extérieurs de l'entreprise, clients et fournisseurs (Thévenard-Puthod et Picard, 2006 ; Rollin, 2006 ; Bah, 2009 Cadieux, Gratton et Saint-Jean, 2014). Il incombe toutefois au repreneur de gagner pleinement la confiance des parties prenantes, et en premier lieu des salariés, et de fédérer les énergies autour de son projet d'entreprise (Thevenard-Puthod et Picard, 2006 ; Deschamps, 2014).

Dans une configuration de MBI, le fonds d'investissement investit aux côtés d'un repreneur extérieur à la cible. La confiance du cédant, des salariés ainsi que des partenaires de l'entreprise vis-à-vis du nouveau dirigeant est un gage de réussite de l'opération auquel l'investisseur sera vigilant.

Le troisième enjeu du repreneur, lors de son entrée entrepreneuriale consiste à se faire accepter par le corps social.

4.3 Se faire accepter par le corps social

Une fois la reprise réalisée, le repreneur devient à la fois le nouveau propriétaire et le nouveau dirigeant de l'entreprise acquise (Deschamps, 2000). Pour autant, il doit travailler avec des salariés qu'il n'a pas recrutés, dans une entreprise qui a fonctionné sans lui, et dans laquelle le cédant a joué un rôle prépondérant (Bah, 2009 ; Cadieux et Brouard, 2009 ; Deschamps et Paturel, 2009, Cadieux et Deschamps, 2011). Le repreneur doit ainsi se faire accepter par les salariés de sa propre entreprise (Bah, 2009).

Le cédant incarne le leader évhémère, le leader primal (Berne, 2005), un référent de confiance, un mythe fondateur, et son départ est vécu comme une crise brutale et inattendue (Chabert, 2005 ; Bah, 2009 ; Boussaguet et Grima, 2015). Pour les collaborateurs, l'irruption du repreneur est un choc, similaire à l'arrivée d'un beau-père dans une famille (Levinson, 1970).

L'arrivée du repreneur est source d'insécurité et d'inquiétude. Les collaborateurs craignent en premier lieu pour leur emploi, mais redoutent aussi le choc culturel lié aux changements à venir (Deschamps et Paturel, 2009 ; Cadieux et Brouard, 2009 ; Cadieux et Deschamps, 2011 ; Boussaguet et Grima, 2015). L'entreprise vit alors une période de turbulences, un moment de « flottement » (Bah, 2009, p 20).

Le repreneur doit calmer les inquiétudes des salariés, au risque d'être confronté à des phénomènes de résistance aux changements (Picard et Thévenard-Puthod, 2004 ; Story, 2010 ; Mahé de Boislandelle et Estève, 2015), qui dans les cas extrêmes peut entrainer le « rejet de la greffe » (Rollin, 2006 ; Boussaguet et Grima, 2015 ; De Freyman et Boussaguet, 2017).

Le nouveau dirigeant doit par conséquent faire l'objet d'une légitimation et obtenir l'adhésion des salariés pour accompagner la modification de l'exercice du pouvoir (Rollin, 2006 ; Boussaguet, 2008 Bornard et Thévenard-Puthod, 2009 ; Boussaguet et Grima 2015 ; Lamarque et Story, 2018 ; de Freyman, Cullière, Boussaguet, 2019).

Le repreneur est dépositaire du pouvoir hiérarchique. Il doit devenir le leader effectif, celui auquel se réfèrent les salariés, qui eux, maitrisent la connaissance professionnelle (Boussaguet et Grima 2015), avant d'initier les changements envisagés.

Nous livrons ici la synthèse des enjeux du repreneur d'entreprise lors des trois étapes du processus repreneurial.

Tableau 15 – Synthèse des enjeux du repreneur

Les enjeux lors de la phase amont	Les enjeux lors du processus opérationnel de reprise	Les enjeux lors de l'entrée entrepreneuriale
Décider de reprendre une entreprise	**Identifier, évaluer et sélectionner** la cible	**Réussir** son processus de socialisation
Préparer et **Formaliser** son projet	**Gérer** la relation avec le cédant	**Gagner l**a confiance du cédant
	Financer l'opération	**Se faire accepter** par le corps social
	Mener à son terme le processus de négociation	
	Etre accompagné	

Source : auteur

5. Conclusion de la revue de littérature relative au processus repreneurial par un repreneur personne physique, sous l'angle des enjeux

Notre recension de la littérature sur le processus repreneurial repose sur une importante source de travaux académiques et professionnels. Ils convergent sur le caractère contingent et opaque des opérations, sur la complexité du processus repreneurial, et sur l'importance du facteur humain pour la réussite du transfert d'entreprise. Deschamps (2000, p 163) illustre ce propos : « chaque histoire de reprise est propre à la situation rencontrée sur les plans du contexte de la prise de décision, de l'élément déclencheur, de l'origine du repreneur, de la rencontre de la cible et du cédant, du processus d'acquisition, de l'entrée dans les murs, de la culture de l'entreprise, des réactions des salariés. »

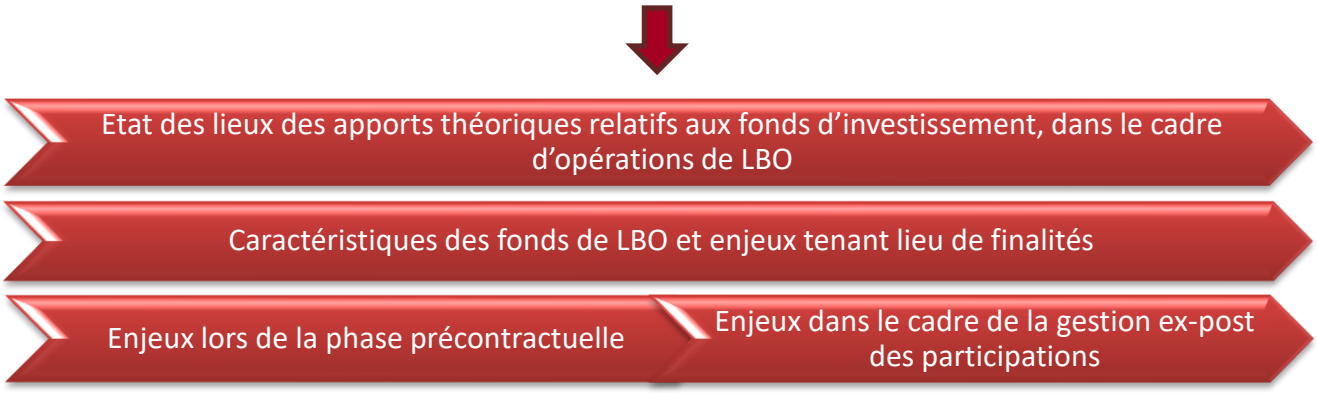
Nous notons que l'intervention des fonds d'investissement est à peine abordée dans la littérature, si ce n'est sous l'angle d'une modalité de financement de l'opération.

Chapitre 2. Les fonds d'investissement, processus de sélection et mode de gouvernance des LBO

Nous n'avons pas identifié de source académique relative au processus de sélection et au mode de gouvernance des MBI. Nous avons par conséquent décidé de consacrer ce chapitre aux opérations de LBO. En effet, une opération de MBI entre dans la famille des LBO et constitue une opération à effet de levier particulière, non par son mécanisme mais par la nature des acteurs en présence.

Ce chapitre débute par un état des lieux des apports théoriques relatifs aux fonds d'investissement, dans le cadre d'opérations de LBO.

1. Etat des lieux des apports théoriques relatifs aux fonds d'investissement, dans le cadre d'opérations de LBO



Les premiers LBO (*Leverage Buy-Out*), furent réalisés aux Etats-Unis dans les années 1970 (Palard, Barrédy et Bedu, 2013). Une première opération d'envergure eut lieu en 1979, menée par KKR (Kohlberg Kravis Roberts & Co, 2018), qui racheta Houdaille Industries, cotée à la bourse de New-York (Karyotis et Bouteiller, 2020). L'industrie du LBO a par la suite connu un essor important au Royaume-Uni et en Europe continentale (Bancel, 2009). En France, les LBO se sont développés au cours de la seconde moitié des années 1980, sous l'influence du très médiatique LBO de Darty (Thoumieux, 2008).

Une importante littérature académique existe sur les LBO, littérature essentiellement anglo-saxonne. Palard, Barrédy et Bedu (2013) soulignent le faible nombre de travaux consacrés au marché français.

Nous avons circonscrit notre recherche aux thématiques en lien avec notre sujet de recherche et en proposons une synthèse.

Tableau 16 – Synthèse de la revue de littérature sur les fonds d'investissement dans la cadre d'opérations de LBO

Thématiques	Auteurs
Les caractéristiques des fonds d'investissement	. Desbrières, 2000, 2001 . Wright, 2002 . Boschin, 2006 . Le Nadant et Perdreau, 2006 . Stévenot, 2006 . Bastié et Cieply, 2008 . Bancel, 2009 . Wright, Amess, Weir, et Girma, 2009 . Mahieux, 2010 . Cadieux et Deschamps, 2011 . Vernimmen, 2012 . Sattin et Pommet, 2013 . Thomas, 2015 . Chevalier et Langlois, 2016 . Navatte, 2018 . Bedu et Granier, 2018 . Dawson et Barrédy, 2018 . Lamarque et Story, 2018 . Waldvogel, 2018
La performance des entreprises sous LBO	. Le Nadant, 1998 . Desbrières et Schatt, 2002 . Wright, 2002 . Shojai, 2004 . Guery-Stevenot, 2006 . Cumming, Siegel et Wright 2007 . Bancel 2009 . Gaspar, 2012 . Vernimmen, 2012 . Mnejja, Sahut et Teulon, 2012 . Palard, Barrédy et Bedu, 2013 . Bedu et Palard, 2014 . Capasso, Faraci et Picone, 2014 . Thomas, 2015 . Chevalier et Langlois, 2016 . Navatte, 2018
L'hétérogénéité des acteurs	. Cumming, Siegel et Wright, 2007 . Wright, Amess, Weir et Girma, 2009 . Balard, Barrédy et Bedu, 2013 . Navatte, 2018 . Bedu et Granier, 2018

La théorie de l'agence, la relation d'agence, les coûts d'agence	. Jensen et Meckling, 1976 . Fama, 1980 . Bancel, 1997, 2009 . Jensen, 1989 . Desbrières, 2000 . Shojai, 2004 . Charreaux, 2017, 2018 . Albouy, 2009 . Wright, Amess, Weir et Girma, 2009 . Gaspar, 2012 . Vernimmen, 2012 . Parat, 2014 . Bedu et Palard, 2014 . Chevalier et Langlois, 2016 . Foureault, 2017 . Navatte, 2018
Les apports des fonds d'investissement	. Bruining et Wright, 2002 . Desbrières et Schatt, 2002 . Guéry-Stévenot, 2006 . Bastié et Cieply, 2008 . Meier et Schier, 2008 . Artus, 2009 . Wright, Amess, Weir et Girma, 2009 . Mahieux, 2010 . Cadieux et Deschamps, 2011 . Gaspar, 2012 . Mnejja, Sahut et Teulon, 2012 . Palard, Barrédy et Bedu, 2013 . Sattin et Pommet, 2013 . Bedu et Palard, 2014 . Capasso, Faraci et Picone, 2014 . Parat, 2014 . Chevalier et Langlois, 2016 . Navatte, 2018
La maîtrise des risques	. Desbrières, 2000, 2001 . Howorth, Westhead et wright, 2002 . Wright, 2002 . Shojai, 2004 . Le Nadant et Perdreau, 2006 . Bastié et Cieply, 2008 . Bancel, 2009 . Vernimmen, 2012 . Palard, Barrédy et Bedu, 2013 . Sattin et Pommet, 2013 . Capasso, Faraci et Picone, 2014 . Thomas, 2015 . Chevalier et Langlois, 2016 . Dawson et Barrédy, 2018
La sélection des investisseurs et des managers	. Jensen et Meckling, 1976 . Akerlof, 1978 . Kreps, 1990 . Orlean, 1993 . Charreaux, 1996 ; 2015 . Desbrières, 2000, 2001 . Bruining et Wright, 2002 . Desbrières et Schatt, 2002 . Wright, 2002 . Gollier, Hilton et Raufast, 2003 . Shojai, 2004 . Boschin, 2006

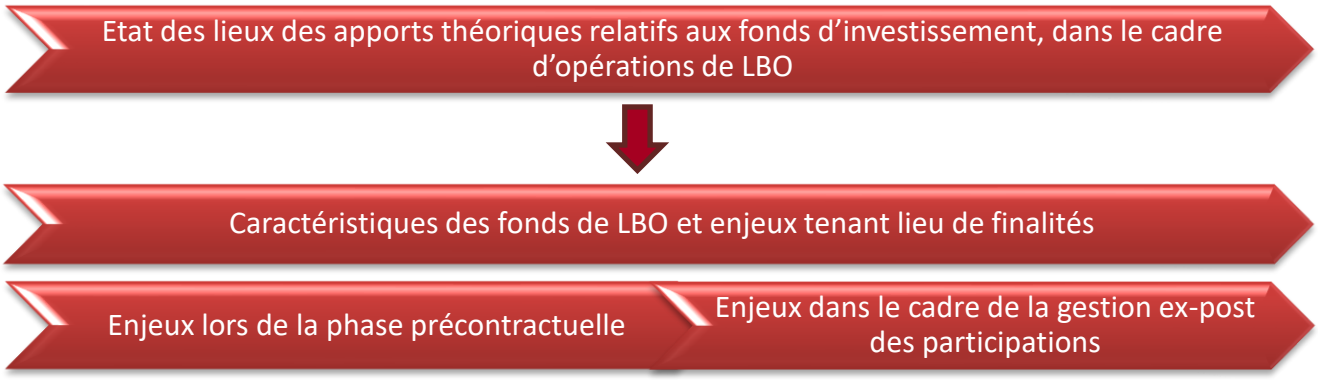
	. Simon, 2007 . Vernimmen, 2007, 2012 . Thoumieux, 2008 . Bancel 2009 . Gaspar, 2012 . Kahneman, 2012 . Sattin et Pommet, 2013 . Capasso, Faraci et Picone, 2014 . Parat, 2014 . Sibony, 2014 . Thomas, 2015 . Chevalier et Langlois, 2016 . Foureault, 2017 . Cohn et Flaum, 2016 . Navatte, 2018 . Equiteasy, 2019 . Balachandra, 2019
La gestion ex-post des participations, la gouvernance des entreprises	. Jensen et Meckling, 1976 . Donaldson, 1990 . Williamson, 1993 . Bancel 1997, 2009 . Charreaux, 1998, 1999, 2015, 2018 . Alexandre et Paquerot, 2000 . Desbrières, 2001 . Wright, 2002 . Bonnet, 2005 . Trébuck, 2005 . Basly, 2006 . Donana et Nogatchewsky, 2007 . Simon, 2007 . Wright, Amess, Weir, Girma, 2009 . Trébuck, 2005 . Guéry-Stévenot, 2006 . Meier et Schier, 2008, 2019 . Wright, Amess, Weir et Girma, 2009 . Cadieux et Deschamps, 2011 . Le tian et Vénard, 2012 . Weinstein, 2012 . Sattin et Pommet, 2013 . Denis, 2014 . Parat, 2014 . Thomas, 2015 . Chevalier et Langlois, 2016 . Bedu et Granier, 2018

Source : auteur

Afin d'assurer une homogénéité avec le chapitre précédent, notre revue de littérature sur les fonds d'investissement est également construite sous l'angle des enjeux.

En premier lieu, nous étudions les caractéristiques des fonds de LBO et leurs enjeux tenant lieu de finalités, puis nous observons leurs enjeux lors de la phase précontractuelle et enfin leurs enjeux dans le cadre de la gestion ex-post de leurs participations.

2. Caractéristiques des fonds de LBO et enjeux tenant lieu de finalités



Nous situons, dans un premier temps, la position des fonds de LBO dans l'écosystème du private equity puis dressons une typologie des acteurs.

2.1 La position des fonds LBO dans l'écosystème du private equity

Au niveau européen, 80 à 90 % des montants du private equity sont consacrés aux buy out (Chevalier et Langlois, 2016), segment d'activité, plus mature, moins exposé aux risques (Boschin, 2006) et présentant les performances les plus importantes (Thomas, 2015).

Selon France Invest (2019), sur un montant total d'investissement de 14 711 M€ réalisés en 2018 auprès de 2 218 entreprises en France, l'essentiel des montants investis par les acteurs français du capital-investissement, 65 %, l'a été sur le segment du capital-transmission. Toutefois, seul un nombre limité d'entreprises, 17 % d'entre elles (384 sur un total de 2 218) ont ouvert leur capital à un acteur du capital-investissement. Le capital-transmission en France draine ainsi l'essentiel des fonds investis mais sur un nombre très restreint d'opérations.

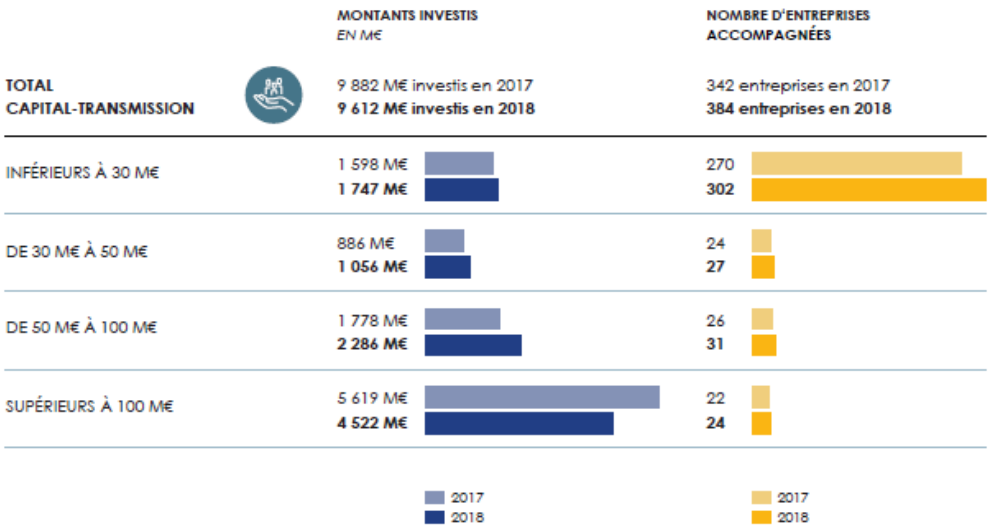
Sur le segment, objet de notre étude, celui des investissements de moins de 30 M€, les montants investis ont progressé de 9 % en 2018, avec 1 747 M€ investis. 302 entreprises ont fait l'objet d'une opération de capital-transmission pour un montant moyen de 5 785 K€.

Le nombre d'opérations de capital-transmission d'un montant inférieur à 30 M€ est limité. 302 opérations répondant à ces critères ont été réalisées en 2018 (France Invest 2019), toute

typologie de repreneurs confondus, qu'ils soient internes, membres de la famille ou salariés ou bien externes, repreneurs individuels, fonds d'investissement ou participations de fonds d'investissement.

Aucune information ne recense le nombre d'opérations réalisées par des repreneurs individuels extérieurs à la cible.

Figure 31- Capital-transmission. Les montants investis et nombre d'entreprises accompagnées par nature de ticket



Source : France Invest 2019, p 22

Les fonds d'investissement présentent une caractéristique importante, celle d'une forte hétérogénéité des acteurs. Nous détaillons le principe de cette hétérogéneité.

2.2 Une typologie des fonds de LBO marquée par une forte hétérogénéité des acteurs

De nombreux travaux académiques s'accordent sur l'hétérogénéité des acteurs du private equity (Cumming, Siegel et Wright, 2007 ; Wright, Amess, Weir et Girma, 2009 ; Balard, Barrédy et Bedu, 2013 ; Navatte, 2018 ; Bedu et Granier, 2018). Cette diversité s'applique également aux fonds de LBO.

Lors de notre recension de la littérature, nous avons identifié les principales caractéristiques d'hétérogénéité des fonds de LBO en termes de dynamique des deals et de modalités de réalisation des opérations. Les voici détaillées.

2.2.1 Les LBO primaires ou secondaires

Deux types de LBO se côtoient, les LBO primaires et les LBO secondaires.
Les LBO primaires concernent une première opération. La part des PME y est importante. En France, deux entreprises sur trois faisant l'objet d'un LBO, avec la participation d'un fonds de private equity, sont des PME (Bedu et Granier, 2018).
Les LBO secondaires sont réalisés auprès de sociétés ayant déjà fait l'objet d'un LBO, « *secondary LBO* » (SBO). Le nombre de LBO secondaires s'est fortement développé jusqu'à atteindre plus de 40 % des opérations annuelles. Ce phénomène est lié à une présence importante de liquidités, associé à une raréfaction des cibles potentielles (Boschin, 2006 ; Navatte, 2018). Des LBO tertiaires et même quaternaires se sont également mis en place (Chevalier et Langlois, 2016).
Notre étude, quant à elle, porte exclusivement sur des LBO primaires.

2.2.2 Les fonds indépendants, captifs ou publics

Sattin et Pommet (2013) définissent deux typologies de fonds : les sociétés d'investissement privées et indépendantes et les fonds captifs, qui se différentient par l'origine de leurs capitaux.

Les sociétés d'investissement privées et indépendantes :
Elles reçoivent leurs capitaux d'investisseurs institutionnels, de groupes familiaux et de riches particuliers. Ces acteurs privés ont un objectif de maximisation du profit (Dawson et Barrédy, 2018). La société de gestion et les associés du fonds sont rémunérés en partie sur les frais de gestion, sous forme d'un pourcentage annuel des fonds investis (en moyenne 2% des fonds gérés). Ils bénéficient également d'un pourcentage de la plus-value réalisée, nommé *carried interest* (environ 20% de la plus-value), applicable au-delà d'un taux de rentabilité minimum (8 à 9 %), appelé hurdle rate (Vernimmen, 2012 ; Bedu et Granier, 2018).

Les fonds captifs :

Ce sont des filiales ou des départements d'une banque, d'une caisse de retraite, d'une compagnie d'assurances. Ils ont des objectifs complémentaires à leur groupe d'appartenance, qui visent par exemple à soutenir l'activité première du groupe auquel ils appartiennent. La majorité des capitaux provient de la maison mère (Desbrières, 2000 ; Sattin et Pommet, 2013). Ces investisseurs sont potentiellement moins actifs dans le contrôle de leurs sociétés d'investissement que les acteurs privés (Dawson et Barrédy, 2018).

Dawson et Barrédy (2018) mentionnent une troisième catégorie de fonds d'investissement : **les fonds financés par les fonds publics,** dont l'objectif est le financement et le soutien aux entreprises. Les fonds relevant de cette catégorie, ont des considérations tout à la fois sociales et liées à l'emploi. Ils sont par conséquent plus enclins à prendre des risques sur des opérations parfois moins rentables.

Selon Pommet et Sattin (2013), la part des fonds captifs en France est plus importante que les sociétés indépendantes, contrairement à la situation aux Etats-Unis.

Desbrières (2001) note une appétence des fonds français pour les opérations de MBO, opérations de reprise en interne, réalisée aux côtés des cadres salariés de l'entreprise.

Le degré d'indépendance des fonds d'investissement influe sur la nature, l'horizon d'investissement ainsi que les informations utilisées dans la phase de sélection (Desbrières, 2001), mais aussi sur la performance attendue des entreprises et leur mode de gouvernance (Wright, Amess, Weir, et Girma, 2009). En France, les fonds indépendants accordent une grande importance à sélectionner des projets susceptibles de respecter l'horizon de sortie initial. Ils privilégient les projets qui leur assurent une grande rentabilité directe (Desbrières, 2000, 2001).

2.2.3 Les différentes familles de LBO

Le montage LBO regroupe une diversité de pratiques selon la nature du repreneur. Ils sont connus sous les acronymes MBO – MBI – BIMBO – OBO – IBO (Karyotis et Bouteiller, 2020). Nous en détaillons la définition dans le tableau ci-dessous.

Tableau 17 – Les différentes familles de LBO

Acronyme	Description
MBO (*Management Buy Out*)	Concerne le rachat d'une entreprise par l'équipe dirigeante, managers salariés de l'entreprise, aux côtés d'investisseurs.
MBI (*Management Buy In*)	Fruit de la reprise d'une entreprise par un ou plusieurs repreneurs extérieurs à la cible.
BIMBO (*Buy In Management By Out*)	Concerne l'acquisition d'une entreprise par un repreneur extérieur, en association avec les cadres dirigeants. Il s'agit d'un mix entre un MBI et un MBO.
OBO (*Owner Buy Out*)	Permet à un dirigeant de céder une partie de son capital à un investisseur, tout en continuant de diriger son entreprise.
IBO (*Institutional Buy Out*)	Le Nadant et Perdreau (2006), Bastié et Cieply (2008), Bedu et Granier (2018), ont ajouté cette nouvelle catégorie, l'IBO. Il s'agit d'une configuration dans laquelle le manager est mandaté par un fonds de private equity, actionnaire majoritaire, pour assurer la direction de l'entreprise.

Source : auteur

Certains fonds d'investissement refusent de réaliser des opérations de MBI, jugeant la reprise d'une entreprise aux côtés d'un repreneur, extérieur à l'entreprise, trop risquée.

2.2.4 Les seuils d'intervention

Les fonds d'investissement sont également spécialisés, en fonction de la taille de leurs investissements. Cadieux et Deschamps (2011), Lamarque et Story (2018) distinguent trois catégories de fonds d'investissement, en fonction de montant traités lors des opérations :

- Les fonds « *small caps* » qui interviennent sur des valeurs d'entreprises comprises entre 5 et 50 M€.
- Les fonds « *mid caps* », actifs sur des valeurs de transaction entre 50 et 500 M€.
- Les fonds « *large caps* », positionnés sur des opérations valorisées au-dessus de 500 M€.

2.2.5 Les fonds majoritaires ou minoritaires

Deux possibilités s'offrent aux fonds d'investissement. Ils peuvent être majoritaires ou minoritaires au capital des entreprises (Bedu et Granier, 2018).

Un rôle majoritaire implique des coûts de suivi et un engagement important pour le fonds d'investissement (Bastié et Cieply, 2008). L'implication et l'assistance des fonds dans la gestion de l'entreprise, dans le niveau de suivi et dans le contrôle sont d'autant plus importants lorsque le fonds est majoritaire (Stévenot, 2006 ; Mahieux, 2010). Chevalier et Langlois (2016), évoquent d'ailleurs un risque quant au service prioritaire de la dette en cas d'acquisition minoritaire.

En cas de conflit, un fonds majoritaire peut aller jusqu'à remplacer un dirigeant, alors qu'il se limite à revendre ses parts lorsqu'il est minoritaire (Stévenot, 2006).

La présence d'un fonds minoritaire assure au repreneur une latitude managériale plus importante et un état de réactance plus fort en cas de tension avec l'investisseur (Stévenot, 2006).

2.2.6 Les fonds généralistes ou spécialisés

Certains fonds d'investissement sont spécialisés dans des secteurs précis de l'activité économique : biotechnologie, informatique, agroalimentaire ... Ils concentrent alors leurs investissements sur des secteurs économiques spécifiques (Mahieux, 2010 ; Sattin et Pommet, 2013). Selon Bancel (2009), la majorité des fonds d'investissement ne cherche pas à constituer des participations homogènes sur un plan industriel, au risque de manquer d'expertise technique (Wright, 2002), mais cherche à réaliser sur chaque opération le retour sur fonds propres souhaité.

2.2.7 La spécialisation géographique

Certains fonds d'investissement sont contraints, par leur politique d'investissement, à une concentration géographique (Mahieux, 2010). D'autres optent volontairement pour une spécialisation territoriale (Vernimmen, 2012). Ils sont alors fortement implantés dans un tissu économique local spécifique.

2.2.8 La durée de détention des participations

Les véhicules d'investissement sont traditionnellement conçus pour une durée de vie de dix ans, prolongeables deux fois un an (Mahieux, 2010). Dans la cadre d'une opération de LBO, la présence des investisseurs est limitée et les LBO durent souvent de l'ordre de 4 à 5 ans (Desbrières, 2000, 2001 ; Guéry-Stévenot, 2006 ; Bancel, 2009 ; Chevalier et Langlois, 2016). Navatte (2018) mentionne une présence souvent moins longue lors des opérations primaires que pour les LBO secondaires.
Une nouvelle génération de fonds d'investissement, les fonds « evergreen » ont fait leur apparition. Leur nom « evergreen », issu de la botanique, indique le caractère persistant de certains arbres qui ne perdent pas leurs feuilles en hiver. Ces véhicules d'investissement n'ont pas de date de clôture. Ils assurent à leurs investisseurs une combinaison de revenus réguliers par le versement de dividendes annuels et de gains de capital sur le long terme. Ils s'inscrivent dans une stratégie plus long terme, aux côtés des entreprises (Thomas 2015, Waldvogel, 2018).

Au-delà des caractéristiques précitées, qui jouent un rôle important dans la sélection des investissements, les fonds de LBO sont également contraints selon leur politique d'investissement par d'autres paramètres, tels que le pourcentage des investissements par rapport au total du fonds, la possibilité d'investir autrement qu'en tant qu'actionnaire (sous forme d'obligations convertibles, de comptes courants ou d'obligations), l'autorisation ou non de co-investir aux côtés d'autres structures d'investissement (Mahieux, 2010).

3. Les enjeux majeurs des fonds de LBO, tenant lieu de finalités

La raison d'être des fonds de LBO se décline selon deux enjeux : créer de la valeur dans un horizon de temps fini, puis réaliser la sortie de l'opération.

3.1 Créer de la valeur dans un horizon de temps fini

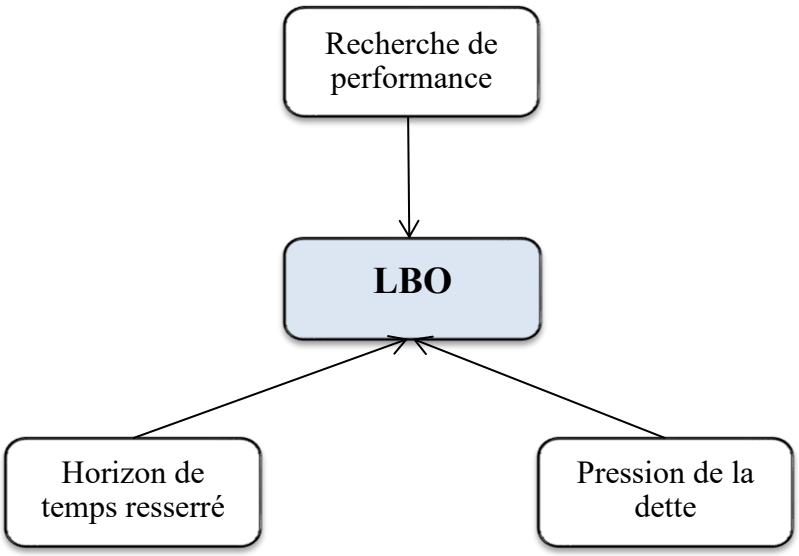
La création de valeur mesure la différence entre le montant des fonds propres apportés par l'investisseur *(equity*) au moment de l'acquisition, sans tenir compte de la dette, et leur valeur au moment de la cession, une fois la dette soustraite (Chevalier et Langlois, 2016).
La création de valeur réside dans le différentiel entre l'investissement initial et le prix de cession à terme de 3 à 7 ans (Cadieux et Deschamps, 2011), entre la valeur gagnée depuis le moment de l'entrée au capital à celui de la sortie (Guéry et Stevenot, 2006 ; Sattin et Pommet, 2013 ; Thomas, 2015).
Cet objectif de maximisation de la rentabilité financière, qui consiste à revendre la société acquise avec la plus forte plus-value (Thomas, 2015 ; Bedu et Granier, 2018), nommé « buy low, sell high » Mnejja, Sahut et Teulon (2012, p 95) est sous-tendu par une recherche de performance et la volonté de réduire les risques. Le LBO s'apparente en effet à un « pari sur la croissance d'une entreprise », dans un contexte marqué par le risque (Chevalier et Langlois, 2016, p 63). C'est pour compenser ces risques que les fonds d'investissement exigent des rentabilités élevées, souvent de l'ordre de 15 à 20 % (Vernimmen, 2012).

Le LBO se traduit concrètement par une « mise sous tension de l'entreprise » (Bancel, 2009 ; Vernimmen, 2012 ; Navatte, 2018), liée au poids de la dette ainsi qu'à la pression de la performance (Chevalier et Langlois, 2016).
Les fonds de LBO ont un impératif de résultats, l'obsession du cash, « cash is king » (Chevalier et Langlois, 2016, p 72), et du désendettement, afin de permettre aux actionnaires de réaliser un retour sur fonds propres (Bancel, 2009).
Le principe du LBO repose sur le levier de la dette. Son rôle disciplinaire a été largement étudié, puisqu'il permet d'aligner les intérêts des dirigeants et des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976 ; Bancel, 1997, 2009 ; Vernimmen, 2012 ; Parat, 2014 ; Chevalier et Langlois, 2016 ; Foureault, 2017).

Selon Jensen et Meckling (1976) et Bancel (2009), le comportement du dirigeant dépend de la part du capital qu'il détient. Dans l'hypothèse où cette part est faible, la création de valeur actionnariale ne sera pas son objectif premier.

Nous proposons une vision synthétique de la mise sous tension de l'entreprise sous LBO par trois forces, la recherche de performance, la pression de la dette et un horizon de temps resserré.

Figure 32 – La mise sous tension de l'entreprise sous LBO



Source : auteur

Guidés par un objectif de création de valeur et confrontés à la pression de la dette, les fonds d'investissement doivent faire face à une injonction paradoxale, la recherche de performance et la maîtrise des risques. Nous détaillons ici ces principes.

3.1.1 La recherche de performance

De nombreuses études internationales et françaises s'accordent sur une amélioration des performances post-acquisition des entreprises sous LBO, en termes de croissance, de rentabilité, et même de création d'emplois, notamment pour les LBO réalisés avant la crise de 2008 (Cumming, Siegel et Wright 2007 ; Bancel 2009 ; Vernimmen, 2012 ; Gaspar 2012 ;

Palard, Barrédy et Bedu, 2013 ; Bedu et Palard , 2014 ; Capasso, Faraci et Picone, 2014 ; Thomas, 2015 ; Chevalier et Langlois, 2016 ; Navatte, 2018).

Guery-Stevenot (2006) pose toutefois la question de la cause ou de la conséquence de la performance des entreprises sous LBO. Sont-elles performantes grâce à la présence du fonds d'investissement ou les fonds d'investissement sont-ils entrés au capital car ils avaient détecté un fort potentiel de croissance ?

Shojai (2004) estime, quant à lui, que les cibles les mieux adaptées seraient sous performantes par rapport à leurs pairs, disposant ainsi d'un grand potentiel d'amélioration. Elles seraient par ailleurs peu endettées.

Desbrières et Schatt (2002), Le Nadant (1998), font état de moindres performances post-LBO pour les entreprises françaises.

L'analyse des performances s'avère toutefois difficile, compte tenu de la réorganisation de certains actifs, de l'évolution du marché depuis les années 90 (Gaspar, 2012), de la diversité des firmes sous LBO et de l'hétérogénéité des situations (Navatte, 2018).

Palard, Barrédy et Bedu (2013) relèvent l'importance des performances financières des entreprises familiales sous LBO.

Wright (2002) ainsi que Cumming, Siegel et Wright (2007) indiquent que, plus le véhicule d'investissement (portefeuille) est petit en termes de nombre de participations, meilleurs sont les résultats. L'implication du fonds d'investissement et la valeur ajoutée de l'investisseur étant alors plus importantes.

Selon Navatte (2018), les deals primaires sont plus souvent réussis et sous représentés en échec que les LBO secondaires.

Les détracteurs des LBO, au titre desquels les syndicats, considèrent ces opérations comme l'incarnation de la financiarisation (Bancel, 2009). Ils mettent en exergue l'impact négatif des LBO sur les parties prenantes (*stackholders*) et notamment sur les salariés, au profit des seuls actionnaires (CGT, 2007 ; Bancel, 2009).

Les fonds d'investissement communiquent peu sur leurs performances. La preuve de leur bonne santé réside dans la facilité avec laquelle ils peuvent lever de nouveaux fonds et trouver des investisseurs (Chevalier et Langlois, 2016).

Le rôle d'un fonds d'investissement consiste à aider l'entreprise à accroître sa performance (Palard, Barrédy et Bedu, 2013). Ces apports se déclinent, dans la littérature académique, selon quatre thématiques que nous exposons ci-dessous.

La réduction des coûts d'agence :

Le principe du LBO repose sur une réduction des coûts d'agence, par l'alignent des intérêts des managers (l'agent) sur ceux des investisseurs (le principal), via leur participation au capital, les incitant à être rigoureux et performants pour dégager les cash-flows nécessaires au remboursement de la dette (Jensen et Meckling, 1976 ; Shojai, 2004 ; Albouy, 2009 ; Gaspar, 2012 ; Parat, 2014 ; Bedu et Palard, 2014 ; Charreaux, 2017 ; Foureault, 2017). Le LBO impose une gouvernance stricte du dirigeant, par la concentration du capital et par le pouvoir disciplinaire de la dette (Jensen, 1989, Charreaux, 2017 ; Navatte, 2018). La réunification de la propriété du management améliore la gestion de l'entreprise (Wright, Amess, Weir et Girma, 2009).

Plus le taux de participation des dirigeants-entrepreneurs dans le capital de la société est élevé, plus la convergence d'intérêts entre ces derniers et les fonds est supposée être importante (Jensen et Meckling, 1976 ; Desbrières, 2000).

L'amélioration des pratiques de financement et de gestion :

Le fonds d'investissement peut intervenir dès la phase amont du deal, lors des étapes de négociation, et exercer des pressions sur le prix de transfert (Cadieux et Deschamps, 2011). Mnejja, Sahut et Teulon (2012), indiquent à cet égard, que grâce à leur expérience, les acquéreurs financiers payent leurs acquisitions moins chères que des acquéreurs stratégiques.

Les fonds d'investissement ont souvent la confiance des banques (Chevalier et Langlois, 2016). Leur « capital-réputation » Guéry-Stévenot (2006, p 161) leur permet d'optimiser le coût de la dette du LBO (Bedu et Palard, 2014) et joue un « effet de signal », offrant aux créanciers des garanties de remboursement de la dette et facilitant l'obtention de crédits post-LBO (Guéry-Stévenot, 2006 ; Chevalier et Langlois, 2016 ; Bedu et Granier, 2018).

Exigeants, les fonds d'investissement mettent en place des systèmes d'information, de contrôle et de gouvernance efficaces (Guéry-Stévenot, 2006 ; Wright, Amess, Weir et Girma, 2009 ; Palard, Barrédy et Bedu, 2013 ; Capasso, Fraraci et Picone, 2014).

Des reportings réguliers assortis à des circuits de décision courts, permettent une grande réactivité (Gaspar, 2012 ; Chavalier et Langlois, 2016).

Ils sont également vigilants à **améliorer les pratiques de gestion** (Gaspar, 2012). Ils exercent notamment une pression sur les dépenses, et veillent à la réduction du fonds de roulement (Chevalier et Langlois, 2016).

Artus (2009) indique que le capital-investissement a une capacité à obtenir une gestion des entreprises, meilleure que celle obtenue par les actionnaires de sociétés cotées.
Le niveau d'intervention des fonds d'investissement varie selon le pourcentage de la participation détenue. Il ne sera pas de même intensité selon la position majoritaire ou minoritaire de l'investisseur (Mahieux, 2010).

La mise en œuvre d'une stratégie de croissance :

Les fonds de private equity excellent à réveiller les « belles endormies » (Chevalier et Langlois, 2016, p 82). La présence d'un fonds d'investissement favorise la mise en œuvre d'une stratégie de croissance, orientée vers le développement de l'entreprise et permet d'impulser de nouvelles trajectoires stratégiques (Capasso, Faraci et Picone, 2014 ; Chevalier et Langlois, 2016). Bruining et wright (2002, p 147) parlent d'orientation entrepreneuriale, « *Entrepreneurial Orientation* ». Cette stratégie favorise la mise en place d'une structure capable de gérer une croissance rapide (Palard, Barrédy et Bedu, 2013). A cet égard, la croissance externe des entreprises, dans le cadre d'une stratégie de « *build-up* » représente un axe privilégié de développement, encouragé par les fonds d'investissement (Desbrières et Schatt, 2002 ; Guéry-Stévenot, 2006 ; Chevalier et Langlois, 2016 ; Navatte, 2018). Les stratégies de build up auraient un effet positif sur le TRI (Taux de Rendement Interne) (Navatte, 2018).

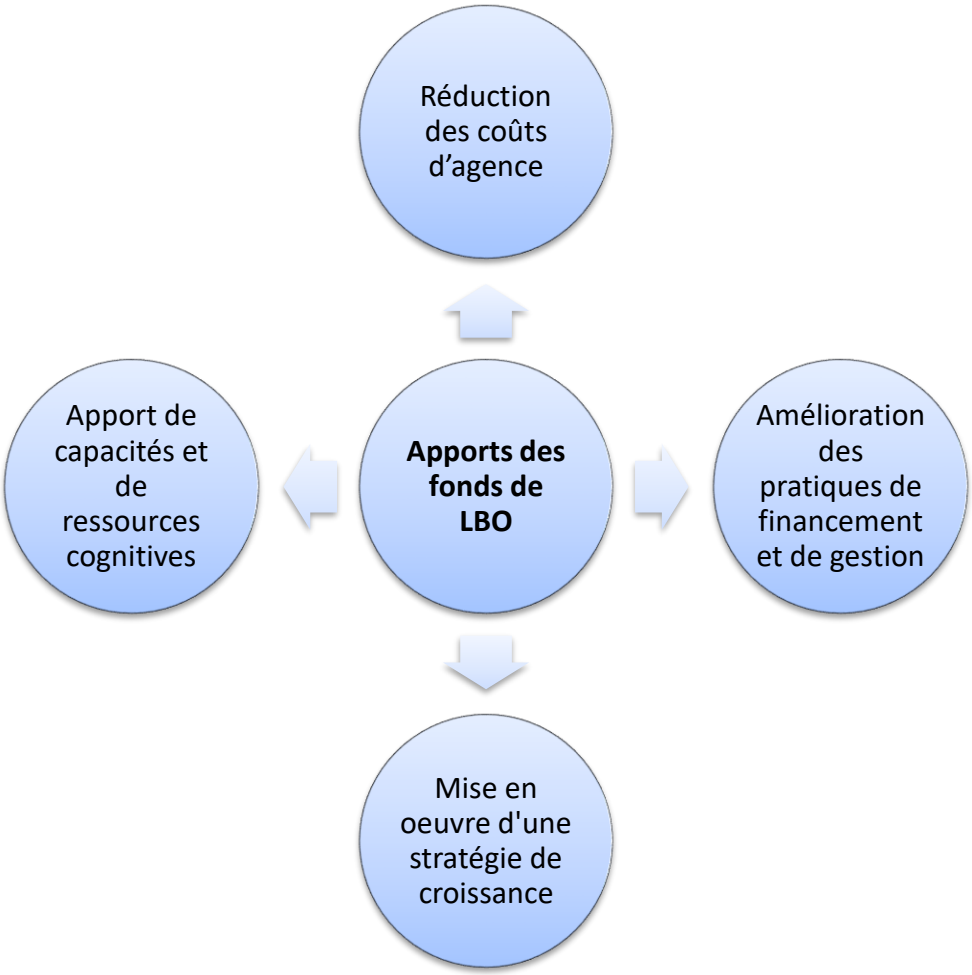
Un apport de capacités et de ressources cognitives :

Au-delà des ressources financières qu'ils apportent, les fonds de LBO dispensent des conseils, en termes d'ingénierie et d'optimisation financière, mais aussi une expertise et des conseils relatifs à la stratégie, aux marchés de l'entreprise, aux enjeux internationaux dans le cadre d'une vision holistique du développement de la société (Guéry-Stévenot, 2006 ; Chevalier et Langlois, 2016). Ils apportent également leur capital humain, c'est-à-dire leurs compétences managériales et leurs réseaux relationnels, un carnet d'adresses, des conseils extérieurs dotés d'expériences sectorielles et technologiques, permettant de mobiliser les bonnes ressources et d'accélérer les démarches (Bruining et Wright , 2002 ; Guéry-Stévenot, 2006 ; Bastié et Cieply, 2008 ; Palard, Barrédy et Bedu, 2013 ; Sattin et Pommet, 2013 ; Capasso, Fraraci et Picone, 2014 ; Parat, 2014 ; Chevalier et Langlois, 2016). Ils peuvent également participer au recrutement des principaux managers et aux décisions concernant leur rémunération (Guéry-Stévenot, 2006 ; Palard, Barrédy et Bedu, 2013).
Le dirigeant trouve à ses côtés des interlocuteurs qui l'aident à envisager de nouvelles perspectives, à penser « en dehors des sentiers battus », et le pousse à l'excellence (Chevalier

et Langlois, 2016, p 186). Cette démarche s'inscrit dans le cadre d'un apport de ressources cognitives de la part de l'investisseur (Guery-Stévenot, 2006 ; Meier et Schier, 2008 ; Parat, 2014).

Nous proposons une vision synthétique des apports des fonds de LBO.

Figure 33 – Synthèse des apports des fonds de LBO



Source : auteur

3.1.2 La maîtrise des risques

Bien qu'elle soit moindre qu'en capital-risque, la notion de risque est consubstantielle à celle du LBO, qui s'apparente à un « exercice à haut risque » (Chevalier et Langlois, 2016, p 66).

La notion de risque est notamment sous-tendue en amont du deal par l'opacité et l'asymétrie d'information (Desbrières, 2000 ; Wright, 2002 ; Bastié et Cieply, 2008 ; Capasso, Faraci et Picone, 2014).

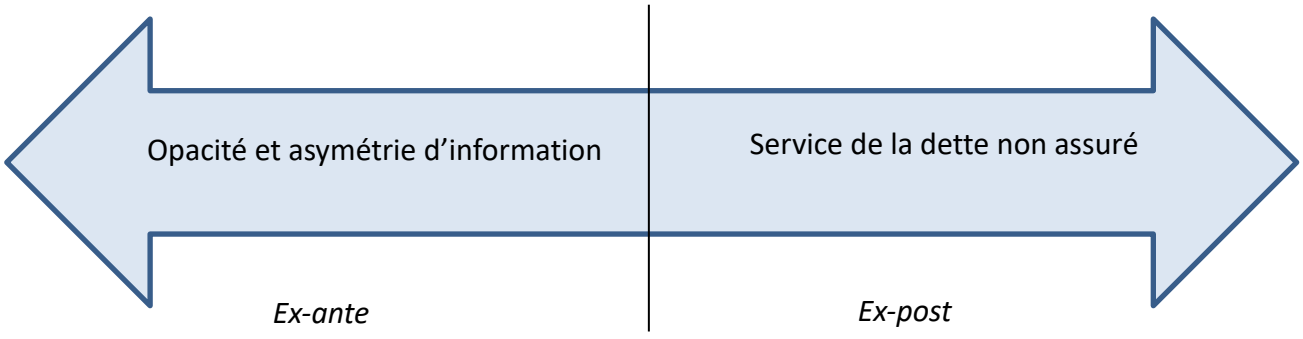
Thomas (2015, p 18) évoque à cet égard une logique de « *blind pool investment* ». Les sociétés n'étant pas cotées, les informations sont peu transparentes et les opérations se déroulent dans le secret des affaires.

Howorth, Westhead et wright (2002) considèrent que le degré d'asymétrie d'information est supérieur dans le cas d'un MBI, à celui d'un MBO. Selon les auteurs, il s'agit dans une configuration de MBI, d'un problème « extrême » (p 514). Le taux d'échec est d'ailleurs plus important pour les MBI que pour les MBO selon Shojai (2004), l'une des rares sources académiques concernant ce type d'opération.

En aval de l'opération, le risque majeur réside dans l'incapacité à assurer le service de la dette (Le Nadant et Perdreau, 2006 ; Bancel 2009). Le désendettement devient l'obsession des fonds d'investissement et son corollaire, l'endettement, représente une véritable « épée de Damoclès » (Chevalier et Langlois, 2016, p 59).

Nous proposons une mise en perspective des principaux risques rencontrés ex-ante et ex-post par les fonds d'investissement.

Figure 34 – Les principaux risques rencontrés par les fonds d'investissement ex-ante et ex-post



Source : auteur

Parce qu'ils présentent une forte aversion aux risques (Chevalier et Langlois, 2016), les fonds d'investissement se sont dotés d'outils destinés à les limiter. Outre un processus rigoureux de

sélection et de validation des cibles et des managers et d'un système de surveillance et de contrôle (voir infra), les fonds ont parfois recours à la syndication.

La syndication des investissements consiste, pour un fonds d'investissement, à co-investir avec d'autres sociétés de capital-investissement. Ce mécanisme permet de réduire l'asymétrie d'information. Il permet aussi le partage des risques. Il donne également lieu à un meilleur management ex-post (Desbrières, 2001 ; Wright, 2002 ; Shojai, 2004 ; Palard, Barrédy et Bedu, 2013 ; Sattin et Pommet, 2013 ; Dawson et Barrédy, 2018).

Grâce à une logique de portefeuille, les fonds d'investissement procèdent également à une mutualisation des risques. Ils raisonnent à l'échelle d'un fonds, dont la durée de vie est d'une dizaine d'années (Vernimmen, 2012). Chaque fonds, véhicule d'investissement, investit dans plusieurs sociétés. La mutualisation des risques et des profits s'opère ainsi au niveau du fonds et non au niveau de chaque société (Chevalier et Langlois, 2016). Par ce système de péréquation, les profits de certaines participations viennent compenser les moindres performances d'autres participations du même fonds.

Le deuxième enjeu majeur des fonds d'investissement, tenant lieu de finalité, consiste à réaliser la sortie de l'investissement.

3.2 Réaliser la sortie de l'investissement

La sortie est une obsession pour l'actionnaire (Chevalier et Langlois, 2016). Elle intervient après une période limitée, souvent comprise entre 4 et 5 ans (Desbrières, 2000,2001 ; Shojai, 2004 ; Wright, Amess, Weir et Grima, 2009 ; Mahieux, 2010 ; Sattin et Pommet, 2013 ; Navatte 2018).

Dans une perspective de débouclage de l'opération, plusieurs options s'offrent au fonds d'investissement (Wright, 2002 ; Wright, Amess, Weir et Grima, 2009 ; Vernimmen, 2012 ; Sattin et Pommet, 2013 ; Thomas, 2015). Nous les présentons dans le tableau ci-dessous.

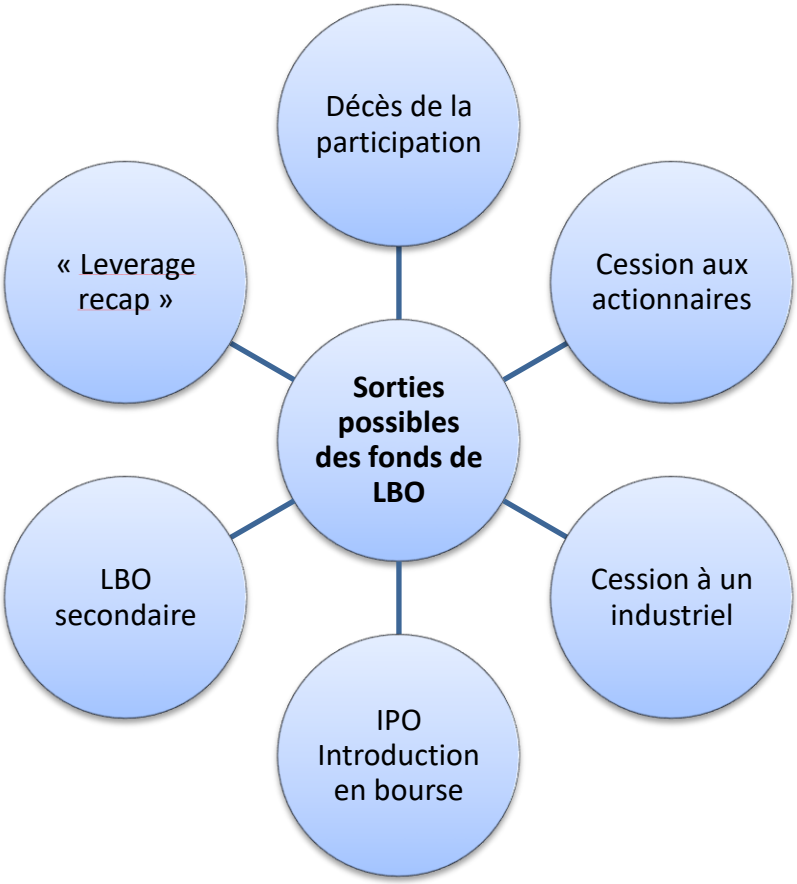
Tableau 18 – Les options de sortie de l'investissement

Options de sortie de l'investissement	Description
Le décès de la participation	L'entreprise dépose alors le bilan.
La cession aux actionnaires	Il s'agit de la cession aux actionnaires présents lors du tour de table.
La cession à un industriel	La société de capital investissement vend dans ce cas sa participation à un groupe industriel.
L'introduction en bourse (IPO - Initial Public Offering)	Parfois considérée comme une voie royale de sortie en termes de profitabilité (Sattin et Pommet, 2013), cette configuration ne s'applique pas à toutes les sociétés.
La cession à un autre fonds	Le nouveau fonds mettra en place un nouveau LBO. Il s'agit alors de LBO secondaire, voire tertiaire ou quaternaire.
Le leverage recap	Ce mécanisme consiste pour le fonds d'investissement à se ré-endetter. Le fonds d'investissement reste alors actionnaire. Cette opération permet une sortie partielle des capitaux investis.

Source : auteur

Nous proposons ci-dessous une synthèse des sorties possibles des fonds de LBO.

Figure 35 – Synthèse des sorties possibles des fonds de LBO



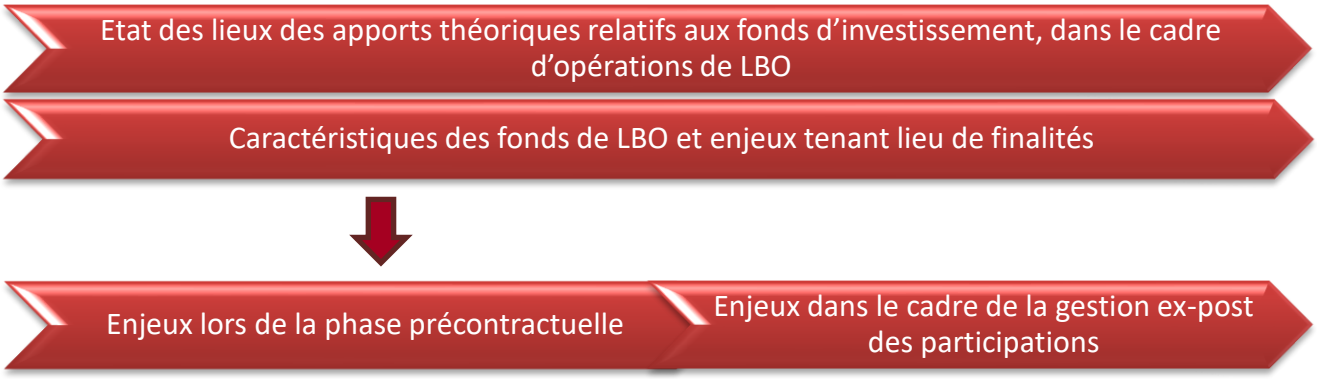
Source : auteur

La sortie de l'investissement est potentiellement marquée par la confrontation d'intérêts divergents (Jensen et Meckling, 1976).
Sattin et Pommet (2013), Chevalier et Langlois (2016) recommandent aux investisseurs en capital et aux managers d'aborder le sujet de la sortie, dès les premières réunions et d'intégrer cette logique de sortie dès l'amorce de la relation.

Attardons-nous maintenant sur les enjeux spécifiques des fonds d'investissement lors de la phase précontractuelle des opérations.

4. Les enjeux des fonds d'investissement lors de la phase précontractuelle

Les fonds d'investissement sont des actionnaires professionnels et expérimentés (Chevalier et Langlois, 2016). Ils sont toutefois confrontés à deux enjeux majeurs lors de la phase précontractuelle : sélectionner les investissements et sélectionner les managers.
Nous précisons ces deux enjeux.



4.1 Sélectionner les investissements

La sélection des investissements intervient dans un contexte de rareté des cibles, notamment lorsqu'il s'agit de LBO primaires, et dans un paysage marqué par une forte compétition entre les acheteurs (Gaspar, 2012 ; Chevalier et Langlois, 2016 ; Navatte, 2018).
Chevalier et Langlois (2016) estiment d'ailleurs, que depuis 2013, les entreprises de private equity ont plus de facilité à obtenir des fonds, qu'à trouver des investissements de qualité.
La majorité des entreprises cibles en France, objet d'un LBO primaire, sont soit des entreprises familiales, soit des filiales de groupes (Desbrières et Schatt, 2002 ; Gaspar, 2012).
Il est à noter que les entreprises familiales bénéficient, via les LBO, de gains d'efficacité, obtenus en rendant leur gestion plus professionnelle (Gaspar, 2012).
Sélectionnées pour leur potentiel de création de valeur, les cibles de LBO doivent présenter des caractéristiques spécifiques (Bruining et Wright, 2002 ; Bancel 2009 ; Thoumieux, 2008 ; Vernimmen, 2012 ; Chevalier et Langlois, 2016) :

- Elles doivent dégager des flux de trésorerie suffisants et stables dans le temps pour assurer le service de la dette.
- Elles ne doivent pas avoir besoin d'investissements trop importants.
- Les LBO impliquent des entreprises au stade de maturité, dans des secteurs eux même matures, peu cycliques et sans variation majeure de conjoncture, permettant une bonne visibilité sur les cash-flows futurs et présentant un risque industriel limité. Les sociétés doivent disposer d'un modèle éprouvé, à l'écart des ruptures technologiques ou de fluctuations rapides.
- Les fonds d'investissement privilégient les secteurs dans lesquels les barrières à l'entrée sont importantes et les risques de substitution faibles.
- La cible idéale se trouve souvent dans un secteur de niche, dans laquelle elle dispose d'une part de marché confortable.
- Il s'agit en général de « vaches à lait », de sociétés en forte croissance, ou pour lesquelles des opportunités de consolidation existent.

Ces critères drastiques de sélection, associés à une raréfaction des cibles, expliquent que très peu d'entreprises sont éligibles au LBO (Thoumieux, 2008). Les deals représentent moins de trois pour cent des dossiers étudiés par les fonds d'investissement selon Capasso, Faraci et Picone (2014), voire seulement un sur cent selon Sattin et Pommet (2013). Les cibles éligibles font office de « perles rares » (Thomas, 2015, p 45). Il s'agit principalement de sociétés familiales ou de spin-off de groupes (Chevallier et Langlois, 2016).

Le processus de sélection des cibles est destiné à maximiser l'espérance de gains et à réduire les risques, « entre deux investissements à risque identique, on retient celui qui a l'espérance de rendement la plus élevée, et à espérance de rendement identique, on retient celui qui présente le risque le plus faible » (Boschin, 2006, p 121).
Pour cela, les fonds d'investissement mettent en œuvre un processus formel et structuré de sélection des opportunités, d'évaluation et de due diligence (Desbrières, 2000, 2001 : Sattin et Pommet, 2013 ; Wright, 2002 ; Thomas, 2015), dans un contexte d'asymétrie informationnelle plus important que pour les actionnaires des sociétés cotées (Wright, 2002).
L'asymétrie informationnelle est encore plus intense dans les configurations de MBI que pour les MBO (Shojai, 2004).
Selon Desbrières (2000, 2001), Sattin et Pommet (2013), Capasso, Faraci et Picone (2014), le processus de sélection se décline selon les cinq étapes suivantes :

- **L'origination des dossiers**, **l'identification des projets,** via des bases de données, des réseaux d'experts ou les réseaux sociaux des managers des fonds.

- **Un filtrage initial**, en lien avec la politique d'investissement de chaque fonds d'investissement.

- **L'analyse détaillée des dossiers**. Le business plan élaboré par le dirigeant joue ici un rôle fondamental.

- **L'évaluation, la valorisation de la cible**. Les fonds d'investissement utilisent trois catégories de méthodes : l'actualisation des flux futurs (cash-flows, dividendes), les méthodes comptables (coûts historiques, valeur de remplacement ou de liquidation des actifs), et les méthodes fondées sur des usages sectoriels (multiples de chiffre d'affaires, de résultat d'exploitation ou de profit après impôt, prix de transactions récentes) (Desbrières, 2000). Les multiplicateurs d'EBIT et d'EBITDA représentent les indicateurs les plus utilisés (Chevalier et Langlois, 2016).

- **La « due diligence », audit complet de l'entreprise** sur les aspects : financier, technique, commercial, des systèmes d'information et de contrôle.

Les acteurs du private equity accordent, à ce titre, plus d'importance aux rapports fournis par les comptables ou par des auditeurs indépendants qu'aux informations communiquées par les dirigeants (Desbrières, 2001).

Nous proposons une vision processuelle de la sélection des opportunités.

Figure 36 – Le processus de sélection des opportunités

Source : auteur

La décision d'acquérir un actif relève d'une analyse orientée vers la recherche de performance. Elle est basée sur des critères objectifs.
Pour autant, les investisseurs sont également désireux de participer à une « aventure entrepreneuriale » (Equiteasy, 2019), et ils ne sont pas exempts de biais de groupe dans leur processus de prise de décision. Sibony (2014, p 238) évoque la « fièvre du deal », enthousiasme collectif que soulèvent les opérations d'acquisitions. Cet excès d'optimisme incite à sélectionner des cibles inappropriées, et à les surpayer (Shojai, 2004).

Pour y remédier et éviter les biais de confirmation ou de story telling, certains investisseurs en capitaux interdisent, lors de leurs revues d'investissement, de faire référence à des leaders du secteur et à utiliser des arguments tels que « c'est le futur Uber » ou « c'est le prochain Critéo » (Sibony, 2014, p 229). Cet auteur suggère également la prise en compte d'arguments qui iraient à l'encontre de la thèse de l'investissement. Il propose aussi de ne pas réagir à chaud, mais de débriefer et de décider à froid. Il favorise l'expression des positions nuancées et des incertitudes.

A l'inverse, l'aversion aux risques (Gollier, Hilton et Raufast, 2003 ; Kahneman, 2012) oriente la prise de décisions. Ce principe s'applique également aux sociétés de capital investissement. Siboni (2014, p 264) évoque le principe « d'anti-portefeuille », en référence aux deals qui auraient pu être réalisés, mais que les investisseurs ont jugé trop risqués ou trop chers. Apple, eBay, Paypal, Intel et Google figurent d'ailleurs dans cet « anti-portefeuille ».

4.2 Sélectionner les managers

Les repreneurs minoritaires dans l'opération, présentent de fortes similitudes avec la population des managers recrutés par les fonds d'investissement. Voici comment et dans quel contexte les fonds d'investissement sélectionnent les managers.

La sélection des managers intervient dans un contexte de sélection adverse.
Les fonds d'investissement embauchent chaque année plusieurs dirigeants et plusieurs dizaines tout au long de leur carrière (Cohn et Flaum, 2016).
La sélection des dirigeants est une fonction rarement sous-traitée et la pratique de l'évaluation est peu répandue dans l'univers des LBO (Chevalier et Langlois, 2016).

Les fonds d'investissement portent une attention toute particulière à l'équipe dirigeante et au choix du manager, dans un contexte d'asymétrie d'information (Desbrières, 2000 ; Satin et Pommet, 2013). L'asymétrie d'information est susceptible d'entrainer un problème de sélection adverse, nommé également antisélection ou sélection contraire. Cette théorie, selon laquelle le principal ignore certaines informations de l'agent a été mise en lumière par Akerlof (1978), qui prend pour exemple le marché des voitures d'occasion et qui, dans un article nommé the « market of lemons », met en évidence le principe, selon lequel, le vendeur d'une voiture d'occasion connait mieux que l'acheteur la qualité de sa voiture et les éventuels vice-cachés. Cette théorie s'applique pleinement aux opérations de LBO, dans lesquelles il est particulièrement difficile pour l'investisseur, d'évaluer les capacités et les performances d'un manager (Desbrières, 2000 ; 2001 ; Wright, 2002 ; Shojai, 2004 ; Parat, 2014). Le risque d'antisélection est encore plus important dans le cadre d'une opération de MBI, caractérisée par l'arrivée d'un manager extérieur à la cible, qu'il ne l'est dans une configuration de MBO, réalisée avec les équipes déjà en place (Shojai, 2004 ; Chevalier et Langlois, 2016).

Pour se prémunir de cet aléa, les fonds d'investissement privilégient des repreneurs répondant à certains critères, parmi lesquels la confiance et la réputation, les compétences et l'expérience, la personnalité du dirigeant et ses qualités.

Importance de la confiance et de la réputation dans le choix des managers :

Les fonds d'investissement préfèrent travailler avec un manager fiable, qu'ils connaissent bien et en qui ils ont confiance (Capasso, Faraci et Picone, 2014 ; Chevalier et Langlois, 2016). Certains fonds d'investissement ont d'ailleurs recours aux mêmes dirigeants, des « serial entrepreneurs », avec qui ils réalisent plusieurs opérations (Foureault, 2017, p 108).

Lorsqu'il n'est pas encore connu du fonds d'investissement, l'appartenance à des réseaux de confiance favorise la cooptation (Parat, 2014), à l'image des relations régissant les échanges au sein de la communauté des diamantaires juifs new-yorkais (Orléan, 1993).

Fruit de logiques économiques et sociologiques, le mécanisme réputationnel (Orléan, 1993) permet également au repreneur de valoriser son capital humain et d'accroitre sa valeur sur le marché. La réputation repose sur la compétence reconnue, fruit de ses expériences antérieures (Simon, 2007). Issue des travaux sur la théorie de la réputation managériale (Charreaux, 2015), la réputation permet de palier l'incomplétude des contrats et favorise l'établissement d'une relation de coopération (Kreps, 1990 ; Orlean, 1993 ; Parat, 2014). Elle joue un rôle déterminant

dans la sélection des managers par les fonds d'investissement (Guéry-Stévenot, 2006 ; Desbrières, 2001 ; Charreaux, 1996 ; 2015 ; Parat, 2014).

Le rôle des compétences et l'expérience du manager :

Parce que les LBO interviennent dans un contexte particulier, marqué par la pression de la dette et par un rythme soutenu, imposé par l'échéance de la sortie (voir infra), les fonds d'investissement privilégient des profils opérationnels, faisant preuve d'une grande capacité d'exécution et capables de s'adapter au rythme rapide d'une entreprise sous LBO (Vernimmen 2007 ; Chevalier et Langlois, 2016).

Développeur, entrepreneur, le repreneur doit également être capable de tenir les objectifs et de générer du cash à court terme. Il doit pour cela disposer d'une bonne culture financière (Chevalier et Langlois, 2016).

Certains auteurs font référence au degré d'expertise et d'expérience antérieur du repreneur (Desbrières, 2000), là où d'autres considèrent que les échecs ne sont pas rédhibitoires et que les antécédents professionnels ne sont pas nécessairement des critères de sélection (Cohn et Flaum, 2016 ; Equiteasy, 2019). Chevalier et Langlois (2016, p 70) citent, à titre d'exemple, Louis Godron, ancien Président de l'AFIC et Directeur Général d'Argos Soditic, au sujet de l'acquisition de la société Buffet Crampon, fabricant d'instruments à vent depuis près de deux-cents ans : « pour gérer Buffet Crampon, il n'est pas nécessaire d'avoir un manager qui ait passé toute sa vie dans les instruments de musique ».

Importance de la personnalité du dirigeant et de ses qualités :

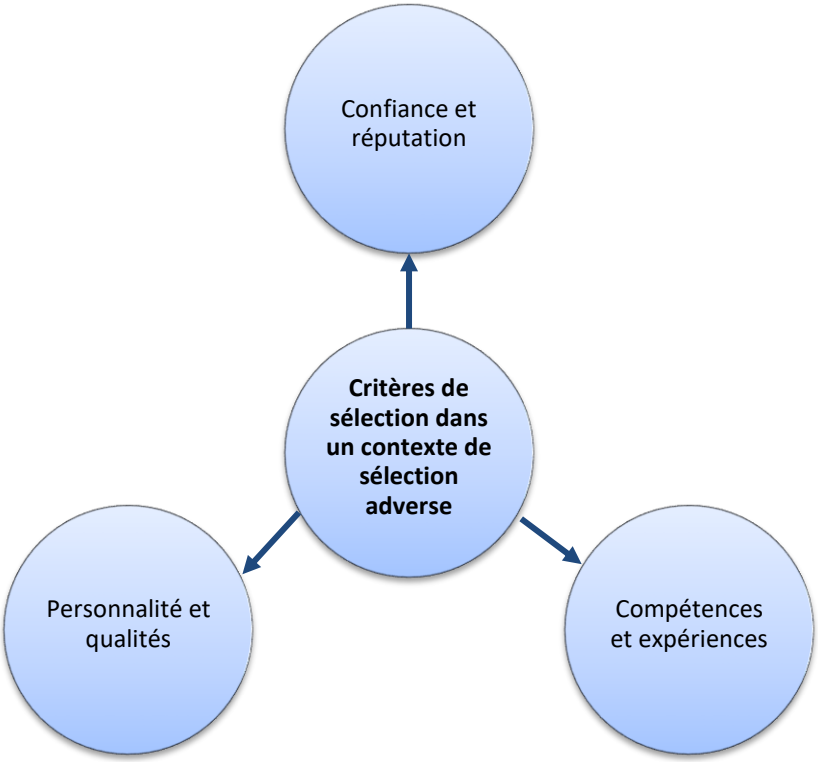
Ouverts aux profils atypiques (Chevalier et Langlois, 2016), les fonds d'investissement accordent une grande importance au capital humain et à la personnalité du dirigeant (Desbrière, 2001 ; Vernimmen, 2007 ; Chevalier et Langlois, 2016 ; Cohn et Flaum, 2016 ; Equiteasy, 2019 ; Balachandra, 2019).

Ils valorisent les qualités de contact, l'autonomie, la motivation, les aptitudes conatives ainsi que la capacité à travailler sereinement sous pression, « il faut savoir faire en six mois ce que les autres font en dix-huit mois » (Chevalier et Langlois, 2016, p 198).

Ils sont également sensibles à l'aptitude du dirigeant à communiquer sur ses projets et à se faire accepter par l'équipe en place. Les fonds d'investissement se méfient des autocrates et des égos envahissants. Ils exigent une totale transparence du repreneur. Cette qualité, érigée en valeur cardinale, est le gage de l'honnêteté et de la franchise du manager à leur égard. Elle est à leurs yeux, plus importante que les compétences du dirigeant.

Nous synthétisons ici les critères de sélection des managers par les fonds d'investissement, dans un contexte de sélection adverse.

Figure 37 – Les critères de sélection des managers dans un contexte de sélection adverse



Source : auteur

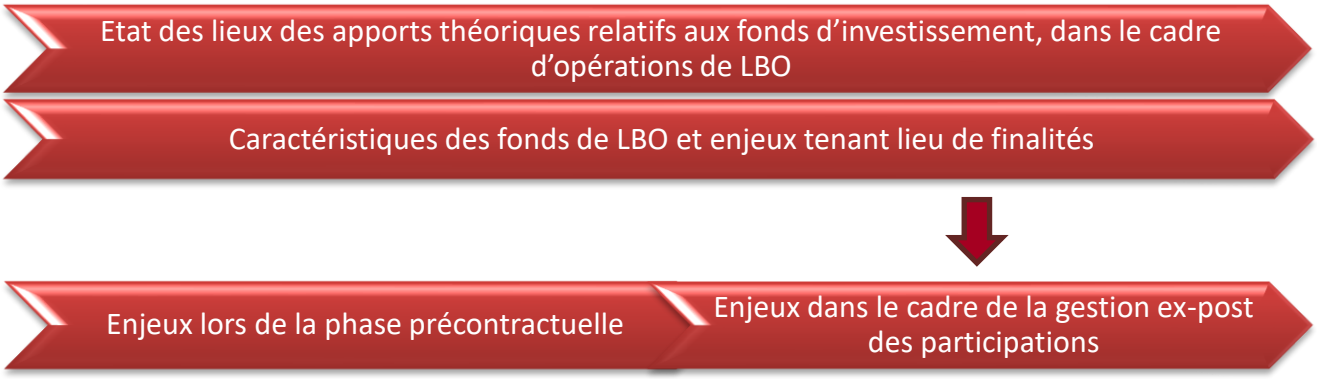
Nous pourrions ajouter ici un autre critère, le capital social ou capital relationnel (Charreaux, 1996) du repreneur, déjà abordé dans le chapitre 1.

La sélection des managers s'achève par la formalisation d'un management package qui définit le système d'intéressement, d'incitation financière et de partage de la plus-value du futur dirigeant. Il est destiné à aligner les intérêts du dirigeant sur celui de l'investisseur, à créer de la solidarité entre les actionnaires et le dirigeant (Bancel, 2009 ; Thomas, 2015 ; Bedu et Granier, 2018). L'alignement des intérêts connait toutefois des limites. Selon Chevalier et Langlois (2016), le manager, qui est susceptible de perdre la totalité de sa mise, cherche la meilleure rémunération au moindre risque. Les auteurs considèrent que le manager ne jouera

jamais totalement le jeu de l'actionnaire et qu'un rapport de force s'instaure dès la négociation du package.

Une fois l'opération réalisée avec succès, débute une nouvelle étape pour les fonds d'investissements, celle de la gestion ex-post de leur nouvelle participation.

5. Les enjeux des fonds d'investissement dans le cadre de la gestion ex-post des participations



Une fois l'opération réalisée, le fonds d'investissement est confronté à un enjeu majeur : mettre en place une structure de gouvernance qui lui permettra d'envisager une sortie créatrice de valeur actionnariale (Bancel, 2009 ; Bedu et Granier, 2018), dans un contexte particulier où le manager est à la fois actionnaire et entrepreneur (Chevalier et Langlois, 2016). Pour cela, deux modèles sont à l'œuvre, un modèle de gouvernance actionnarial, destiné à résoudre les problèmes d'agence, mais aussi un modèle alternatif, porté par un deuxième corps théorique, la théorie de l'intendance, reposant sur des relations plus coopératives entre le principal et l'agent, et favorisant la confiance.

5.1 Mettre en place une structure de gouvernance inspirée d'un modèle actionnarial

La finalité de la gouvernance d'entreprise est « d'aider à définir les mécanismes qui encadrent les droits et les obligations de tous ceux qui contribuent à créer de la valeur » (Parat, 2014, p 15).

La littérature sur la gouvernance accorde une large place à l'approche actionnariale. La théorie de l'agence, qui repose sur la séparation entre la propriété et le management (Jensen et Meckling, 1976 ; Thépot, 2007 ; Alexandre et Paquerot, 2000 ; Charreaux, 2015), s'inscrit dans ce cadre de pensée néoclassique de maximisation de la valeur au profit des actionnaires, et soutient le principe d'une gouvernance disciplinaire favorisant le contrôle exercé par les actionnaires sur le dirigeant. Cette approche est née des courants libéraux qui se sont imposés au 19ème siècle avec le développement des grandes entreprises américaines, marquée par l'avènement de la firme managériale (Trébuck, 2005 ; Weinstein, 2012 ; Denis, 2014). Le dirigeant, en charge de la gestion de l'entreprise n'étant pas l'actionnaire, il peut être tenté par des comportements opportunistes tels que l'enracinement, afin d'éviter son éviction ou le détournement d'une partie de la rente (Alexandre et Paquerot, 2000 ; Denis, 2014). Une relation d'agence existe dès lors qu'un mandant (l'actionnaires) mandate un agent (le dirigeant) pour gérer ses intérêts (Meier et Schier, 2019). La relation d'agence (Jensen et Meckling, 1976) génère trois types de coûts d'agence : les dépenses de surveillance et d'incitation, les coûts de dédouanement et les pertes résiduelles (Denis, 2014).

Selon la théorie de l'agence, le LBO réduit les coûts d'agence (Bancel, 2009 ; Wright, Amess, Weir, Girma, 2009 ; Bedu et Granier, 2018) et propose une gouvernance plus efficace que pour les sociétés cotées, puisqu'ici, les intérêts du manager sont alignés sur ceux des actionnaires, grâce à sa présence au capital et la mise en place d'un système d'incitation financière (Thomas, 2015). Les problèmes d'agence sont, à cet égard, inversement corrélés à la fraction du capital détenue par le dirigeant (Meier et Schier, 2019). Plus la part du capital détenue par le dirigeant est importante, plus il cherche à maximiser la valeur de l'entreprise (Bancel 1997). La pression de la dette réduit les comportements opportunistes du dirigeant et contribue également à réduire les coûts d'agence (Bancel, 2009 ; Thomas, 2015).

Le LBO n'est toutefois pas totalement exempt de coûts d'agence, liés notamment à la persistance d'une asymétrie informationnelle post-contractuelle (Wright, 2002). Elle résulte d'une imparfaite observabilité du comportement et de la performance de l'entrepreneur durant la phase d'exécution des contrats, alors même que c'est lui qui gère l'utilisation des ressources et détient l'information interne (Desbrières, 2001). Cette asymétrie d'information se traduit notamment par un risque d'aléa moral, par lequel le manager opte pour un comportement opportuniste, différent de celui auquel il s'était engagé (Desbrières, 2001 ; Meier et Schier, 2008 ; Parat ; 2014). Dans ce cas précis, l'agent n'agit pas dans l'intérêt du mandant.

C'est pour pallier ces risques que, dans le cadre d'une gouvernance actionnariale, les fonds d'investissement mettent en place des mécanismes de contrôle et de surveillance (Bedu et Granier, 2018). Il s'agit de systèmes qui encadrent et contraignent les décisions des dirigeants (Charreaux, 1999). Pour cela, ils siègent au conseil d'administration (Wright, 2002 ; Sattin et Pommet, 2013 ; Parat, 2014), instaurent des liens plus ou moins formels : visites, réunions, entretiens téléphoniques (Sattin et Pommet, 2013 ; Chevalier et Langlois, 2016) et exigent un reporting régulier, sous forme de tableaux de bord clairs et précis (Sattin et Pommet, 2013).

La relation verticale qui existe entre l'investisseur et l'entrepreneur (Wright, 2002) justifie l'intensification de leur activité de surveillance en cas de dysfonctionnement (Wright, 2002 ; Bonnet, 2005), qui peut aller jusqu'à une prise de contrôle par l'investisseur (Wright, 2002). Selon Desbrières (2001) l'intensité et l'efficacité du contrôle sont une fonction positive de l'asymétrie informationnelle.

Wright, Amess, Weir et Girma (2009) indiquent que la période liée à la sortie du fonds d'investissement est susceptible de provoquer une résurgence des problèmes d'agence. En effet, les intérêts des actionnaires et du manager ne sont alors plus nécessairement en ligne.

Les relations entre le manager et le fonds d'investissement ne sont pas exemptes de désaccords sur la stratégie, les objectifs, le calendrier de la croissance, les pratiques de management et la politique de financement, mais aussi sur l'autonomie et la latitude managériale du dirigeant (Guéry-Stévenot, 2006 ; Cadieux et Deschamps, 2011).

Un modèle de gouvernance relationnelle privilégiant des relations sociales plus harmonieuses permet de mieux gérer ces désaccords. Il est porté par la théorie de l'intendance.

5.2 Mettre en œuvre une gouvernance privilégiant des relations plus harmonieuses et favorisant le développement d'une relation de confiance

Fondée sur la motivation du dirigeant, la théorie de l'intendance « Stewardship theory » (Donaldson, 1990), représente un corps théorique basé sur des valeurs de loyauté et d'éthique. Elle envisage les relations entre le dirigeant et les actionnaires sous un angle plus altruiste que la théorie de l'agence (Trébuck, 2005). La théorie de l'intendance considère le dirigeant comme un « intendant » dont les objectifs convergent vers ceux de ses principaux. Basly (2006) considère que le comportement d'intendance est lié à des facteurs psychologiques, représentant les besoins supérieurs de la pyramide de Maslow : la motivation, l'indentification, le pouvoir, l'accomplissement.

L'agent est, selon la théorie de l'intendance, une personne, agissant dans l'intérêt de l'organisation et des actionnaires, guidé par son sens du devoir et la recherche d'une satisfaction personnelle, qui passe par la réussite de l'entreprise qu'il dirige (Trébucq, 2005 ; Basly, 2006 ; Le tian et Vénard, 2012).

Trébucq (2005) propose une mise en perspective des approches d'agence et d'intendance.

Tableau 19 – Synthèse des approches théoriques d'agence et d'intendance

Approches théoriques / Dimensions	Agence	Intendance
Discipline(s) mère(s)	Economie-finance	Psychologie-sociologie
Objectif de l'entreprise	Création de valeur pour les actionnaires	Création de valeur pour les actionnaires
Valeurs individuelles	Egoïsme (opportunisme)	Sens du devoir (honnêteté)
Motivation	Extrinsèque (théorie X) intérêt personnel financier	Intrinsèque (théorie Y) accomplissement de soi
Modes de gouvernance	Contrôle	Autonomie et confiance
Niveau d'analyse	Individuel	Individuel
Acteurs analysés	Dirigeants, actionnaires	Dirigeants
Acteurs prioritaires	Actionnaires	Dirigeants
Unité d'analyse	Contrat	Contrat / engagement moral
Sens d'interaction	Unique	Double
Base de relations	Economique	Economique / morale
Propriété de l'entreprise	Actionnaires	Actionnaires
Critère de gestion	Efficacité / rendement	Efficacité / rendement
Nature de marché	Parfaite	Parfaite
Ethique	Instrumentée	Spontanée
Hypothèse de pouvoir	Egalité	Egalité
Niveau de complexité	Faible	Faible
Préconisations concrètes	Importantes	Réduites
Aide à la compréhension	Réduite	Limitée

Source : d'après Trébucq, 2005, p 57

Considérant l'agent comme une personne de confiance (Trébucq, 2005), la théorie de l'intendance ouvre la voie d'une relation de confiance entre le fonds d'investissement et le manager.

Le thème de la confiance est issu du champ de la psychologie (Simon, 2007).

Alors que selon Williamson (1993), la vraie confiance implique une dimension personnelle non rationnelle, qui ne peut exister que dans la sphère privée, et que les relations d'affaires résultent d'une démarche purement calculatoire, d'autres auteurs, s'inscrivant dans une approche relationnelle des échanges, considèrent la confiance comme une clé de la relation (Kumar, 1996 ; Dasgupta, 2000 ; Donana et Nogatchewsky, 2007). Bonnet (2005) estime, quant à lui, que d'ordre calculatoire au début de la relation, la confiance est susceptible d'évoluer par la suite, vers une relation basée sur la connaissance.

Charreaux (1998) considère la confiance comme endogène au système de gouvernance. Selon lui, la confiance relève d'un mécanisme tout à la fois spécifique et spontané. Spécifique par son caractère bilatéral et spontané, car la confiance ne se décrète pas.

La confiance entre un repreneur et un fonds d'investissement relève de la confiance interpersonnelle (Donada et Nogatechwsky, 2007), celle qui concerne les individus, en l'occurrence le repreneur et sa relation intuitu personae avec son ou ses interlocuteurs au sein du fonds d'investissement (Bonnet, 2005 ; Bornarel, 2007 ; Donana et Nogatchewsky 2007). Selon ces auteurs, un important niveau de dépendance favorise la confiance. Or, dirigeants et fonds d'investissement sont fortement dépendants l'un de l'autre, ils sont engagés ensemble, leurs destins sont liés (Bonnet, 2005 ; Bancel, 2009).

La confiance a un impact positif sur la performance financière de l'investissement car elle favorise la coopération, la loyauté, la bienveillance, l'engagement, l'implication des partenaires et la continuité de la relation (Bonnet, 2005). Elle réduit par ailleurs les risques de comportements opportunistes, en encourageant les échanges d'informations et le travail en commun (Charreaux, 1998 ; Bonnet, 2005).

Le niveau de confiance est influencé par un comportement cohérent et prévisible, le sentiment donné au partenaire que l'on se soucie de ses intérêts, par la qualité du reporting réalisé par le dirigeant et le respect des objectifs (Charreaux, 1998 ; Bonnet, 2005). Plus globalement, le niveau de confiance accordé au dirigeant est fonction de la relation de confiance existante (Charreaux, 1998). Plus les entrepreneurs partagent l'information, plus les investisseurs sont susceptibles de limiter leur contrôle (Wright, 2002). A l'inverse, l'absence d'information, des délais de communication jugés trop longs, peuvent-être perçus comme déloyaux et détruire la confiance (Wright, 2002).

La confiance joue un rôle dans la détermination de la latitude managériale (Charreaux, 1998). Elle peut jouer un rôle négatif sur le contrôle, pour des investisseurs tentés de réduire les coûts de contrôle (Charreaux, 1998 ; Bonnet, 2005).

Selon Bonnet (2005), les fonds d'investissement utilisent toutefois d'avantage la confiance pour favoriser la coopération que pour réduire les coûts de contrôle.

Nous présentons ici une synthèse des différents enjeux des fonds d'investissement.

Tableau 20 – Synthèse des enjeux du fonds d'investissement

Les enjeux tenant lieu de finalité	Les enjeux lors de la phase précontractuelle	Les enjeux lors de la gestion ex-post des participations
Créer de la valeur dans un horizon de temps resserré **Réaliser** la sortie de l'investissement	**Sélectionner** les investissements **Sélectionner** les managers	**Mettre en place** une structure de gouvernance inspirée d'un modèle actionnarial **Mettre en œuvre** une gouvernance privilégiant des relations plus harmonieuses et favorisant le développement d'une relation de confiance

Source : auteur

6. Conclusion de la revue de littérature relative aux fonds d'investissement, leur processus de sélection et leur mode de gouvernance des LBO

Nous avons recensé une importante littérature académique relative aux fonds d'investissement, aux LBO et à la gouvernance des entreprises sous LBO. Bien que chaque opération de LBO soit contingente, par la nature de la cible, par le profil du repreneur ainsi que par les particularités propres à chaque fonds d'investissement, les acteurs répondent à des enjeux communs, tout au long du processus d'acquisition puis lors de la gestion de leurs participations. Les opérations de MBI demeurent peu présentes dans la littérature.

7. Conclusion générale de la revue de littérature

Notre recension de la littérature, réalisée sous l'angle des enjeux propres à chacun des acteurs en présence lors d'une opération de MBI, à savoir le repreneur d'un côté et le fonds d'investissement de l'autre, mobilise un certain nombre de corps théoriques, sans toutefois mettre en exergue une théorie prévalente.

L'ensemble de ces apports théoriques fait également émerger la potentialité d'un certain nombre de tensions entre les parties prenantes, dans un contexte particulier, celui d'une entreprise elle-même « mise sous tension », par le mécanisme du LBO, mécanisme destiné à permettre aux actionnaires de réaliser le retour sur fonds propre attendu (Bancel, 2009 ; Vernimmen, 2012 ; Foureault, 2017 ; Navatte, 2018).

Prenant son origine du latin, *tensio* qui signifie manière de tendre, l'usage du mot tension dans le monde abstrait remonte à la fin du XVI^{ème} siècle et est attribué à d'Aubigné (Rey, 2016, p 2416). Il fait référence à une situation tendue entre deux groupes, deux personnes, deux États. Synonyme de dissentiment, la tension correspond à « une gêne, un malaise, une insatisfaction » (Le Rhun, Gagnayre, Moret et Mombrail, 2013, p 43). Les tensions naissent d'une opposition entre forces, valeurs, objectifs et principes, ainsi que de confrontations entre acteurs (Maignan, Arnaud et Château Terrisse, 2018). Le principe de tension repose sur « la dualité et l'interdépendance entre deux éléments » (Smith et Lewis, 2011, p 382).

Les tensions sont consubstantielles aux organisations (Smith et Lewis, 2011 ; Michaud, 2011 ; Guedri, Hussler et Loubarresse, 2014 ; Thélisson, Meier, Missonnier et Guieu, 2018 ; Maignan, Arnaud et Château Terrisse, 2018).

L'entreprise est d'ailleurs considérée comme un « réseau dynamique de tensions » (Guilmot et Vas, 2013, p 55). Les tensions sont l'expression de la recherche d'équilibre entre des forces individuelles et collectives qui, lorsqu'elles s'exacerbent, peuvent se transformer en conflits (Guedri, Hussler et Loubarresse, 2014).

Présentes à des moments clés de la vie de l'entreprise (Guedri, Hussler et Loubarresse, 2014), les tensions portent une connotation négative. Elles peuvent toutefois être envisagées comme positives, porteuses d'opportunités, permettant à l'organisation d'initier une dynamique de transformation (Guedri, Hussler et Loubarresse, 2014 ; Maignan, Arnaud et Château Terrisse, 2018).

Le modèle de tensions paradoxales, élaboré par Smith et Lewis (2011) mobilise quatre types de tensions (Vas et Guilmot, 2017 ; Maignan, Arnaud et Château Terrisse, 2018) que nous présentons dans le tableau ci-dessous.

Tableau 21 – Les quatre types de tensions inhérentes au modèle des tensions paradoxales

Type de tension	Description
Tensions organisationnelles (*organizing tensions*)	Les tensions organisationnelles sont inhérentes à la coexistence de structures, cultures, pratiques et processus contradictoires relatifs à l'organisation. Ces tensions résultent de la mise en œuvre simultanée, au sein des organisations, de la collaboration et de la compétition, de l'autonomie et du contrôle.
Tensions de performance (*performing tensions*)	Les tensions de performance apparaissent lorsque les organisations cherchent à atteindre des buts variés et conflictuels ou lorsqu'elles tentent de répondre à des attentes incohérentes, formulées par des parties prenantes multiples.
Tensions d'appartenance (*belonging tensions*)	Les tensions d'appartenance résultent de conflits d'identité. La diversité des identités fait émerger des tensions entre les individus, entre les valeurs et des rôles qui sont en compétition dans l'organisation. Ces tensions sont notamment observables dans les organes de gouvernance et lors de la prise de décisions stratégiques.
Tensions d'apprentissage (*learning tensions*)	Les tensions d'apprentissage proviennent, quant à elles, des efforts mis en œuvre pour s'ajuster, se renouveler, changer ou innover.

Source : auteur

Latentes, passant parfois inaperçues, les tensions peuvent devenir saillantes sous l'influence des facteurs environnementaux ou lorsque des efforts cognitifs accentuent la nature oppositionnelle et relationnelle des dualités (Smith et Lewis, 2011 ; Sommer, Gauche et Temri, 2018). Elles nécessitent alors un traitement.

Dans le cadre de la relation entre le repreneur et le fonds d'investissement, des tensions potentielles peuvent survenir entre un individu, le repreneur, et une coalition de groupe d'intérêt constituée par les personnes en charge de l'investissement au sein du fonds d'investissement. Elles peuvent apparaitre selon des temporalités différentes, en amont ou en aval du projet, et selon des intensités variables.

Notre revue de littérature fait émerger huit sujets de tensions potentielles entre les acteurs. Les voici présentées sous forme de tableau.

Tableau 22 – Les huit tensions potentielles entre les acteurs, dans le cadre d'une opération de MBI

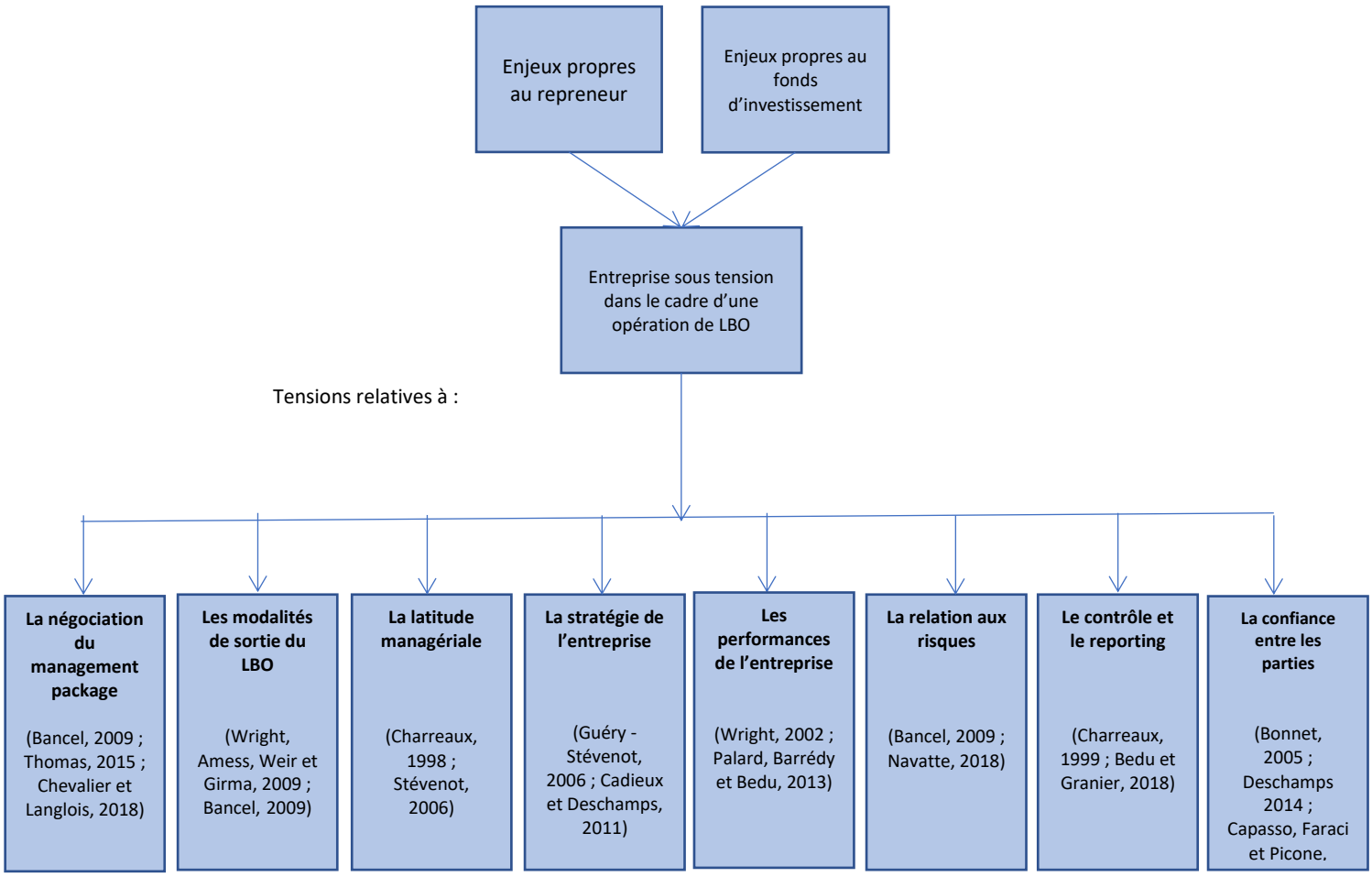
Tensions potentielles entre les acteurs	Références académiques
Les tensions inhérentes à la négociation du management package lors de la phase précontractuelle	Bancel, 2009 ; Thomas, 2015 ; Chevalier et Langlois, 2016
Les tensions relatives aux modalités de sortie du LBO	Wright, Amess, Weir et Girma, 2009 ; Bancel, 2009
Les tensions concernant la latitude managériale du repreneur et son degré d'autonomie	Charreaux, 1998 ; Stévenot, 2006
Les tensions constitutives de la stratégie de l'entreprise	Guéry-Stévenot, 2006 ; Cadieux et Deschamps, 2011
Les tensions relatives aux performances de la société reprise	Wright, 2002 ; Palard, Barrédy et Bedu, 2013
Les tensions liées à la perception des risques par les acteurs en présence	Bancel, 2009 ; Navatte, 2018
Les tensions nées du contrôle et du reporting exigés par le fonds d'investissement	Charreaux, 1999 ; Bedu et Granier, 2018
Les tensions afférentes à la relation de confiance entre les acteurs	Bonnet, 2005 ; Deschamps 2014 ; Capasso, Faraci et Massimo Picone, 2014

Source : auteur

Nous faisons la proposition que ces tensions potentielles jouent un rôle important lors de la constitution puis lors du fonctionnement de la dyade repreneur-fonds d'investissement. Ce sont ces tensions potentielles entre les parties prenantes d'une opération de MBI que nous nous proposons d'étudier en détail lors de notre étude empirique.

Nous présentons ici la synthèse de ces huit tensions potentielles.

Figure 38 – Synthèse des tensions potentielles entre repreneur et fonds d'investissement lors d'une opération de MBI



Source : auteur

PARTIE 2.

LA METHODOLOGIE ET LE TERRAIN SELON UNE DEMARCHE ABDUCTIVE ET UN DESIGN QUALITATIF

A ce stade, nous tenons à rappeler le projet porté par notre travail de recherche. Il consiste à comprendre les enjeux du repreneur et du fonds d'investissement, ainsi que la nature des tensions potentielles entre les acteurs, lors de la constitution puis lors du fonctionnement de la dyade entrepreneur-investisseur, dans le cadre d'une opération de MBI.

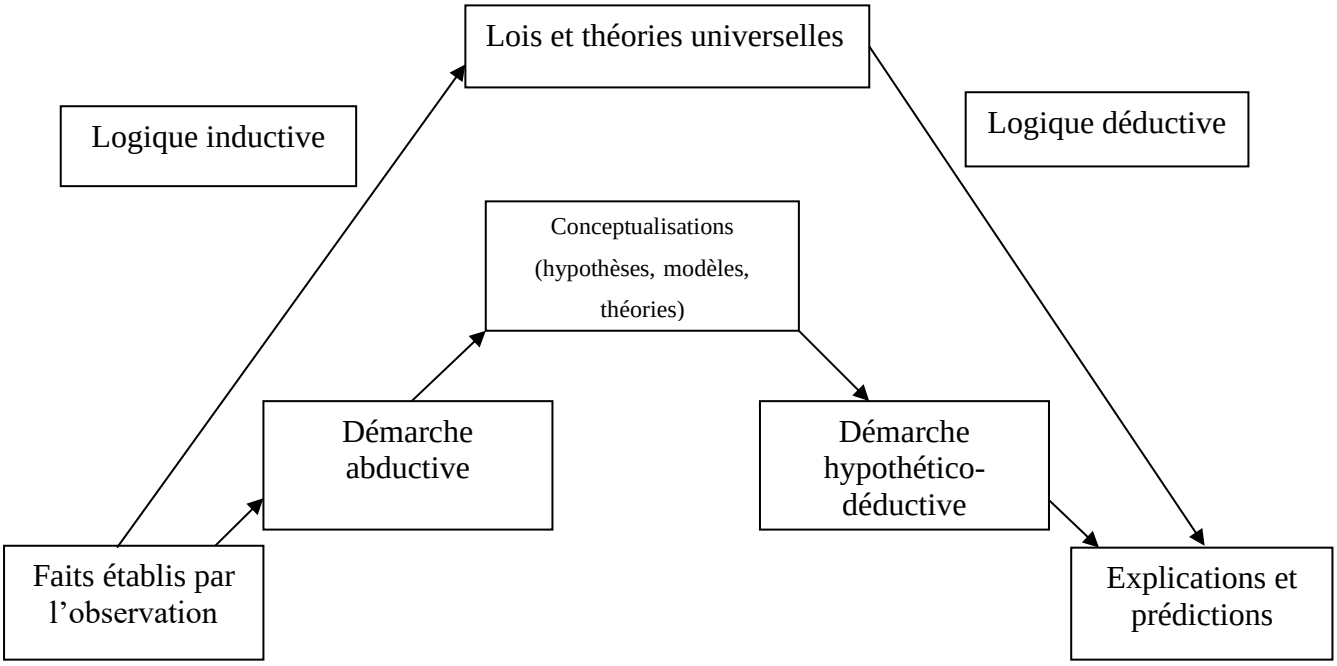
Chapitre 1. La méthodologie

Le choix de la démarche méthodologique et des méthodes de recherche conditionne la qualité du chemin emprunté vers la connaissance (Barrédy, 2005).
Notre projet de connaissance consiste à comprendre, dans le sens de « saisir pourquoi les acteurs pensent et se comportent de telle ou telle manière » (Livian, 2018, p 73).
En l'occurrence, nous cherchons à comprendre la nature des tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement, lors de la constitution puis lors du fonctionnement de la dyade entrepreneur-investisseur, à l'occasion d'une opération de MBI, puis à proposer des axes de réflexion permettant d'éviter l'émergence de ces tensions potentielles.

1. Une démarche abductive

Nous inscrivons notre recherche dans une démarche abductive. Théorisée par Peirce et parfois nommée par lui inférence hypothétique ou rétroduction, l'abduction démarre d'un fait surprenant qu'il nomme en 1901 « first stage of inquiry » (Dumez, 2016, p 189).
Plus tard, Koenig (1993, p 7) définit l'abduction comme « l'opération qui, n'appartenant pas à la logique, permet d'échapper à la perception chaotique que l'on a du monde réel par un essai de conjecture sur les relations qu'entretiennent effectivement les choses [...], l'abduction consiste à tirer de l'observation des conjectures qu'il convient ensuite de tester et de discuter ».
Le raisonnement abductif consiste en un dialogue continu entre la théorie et le terrain (Chevalier et Meyer, 2018, p 118). Il confère un statut explicatif qui nécessite d'être testé pour tendre vers la règle ou la loi (Charreire Petit et Durieux, 2014, p 80).

Figure 39 – Mode de raisonnement et connaissance scientifique



Source : Charreire Petit et Durieux, in Thiétart, 2014, p 82

Cette démarche « itérative », nous permet de confronter le point de vue des acteurs en présence, le repreneur et le fonds d'investissement, aux apports théoriques, pour proposer de « nouvelles interprétations de la réalité » (Gaudet et Robert, 2018, p 31).

2. Un design qualitatif

Sous forme de mots plutôt que de chiffres, la recherche qualitative, également nommée « recherche compréhensive » (Dumez, 2016, p 6) est souvent liée à l'exploration, la découverte d'un sujet et sa compréhension (Baumard et Ibert, 2014 ; Ganassali, 2014).
Selon Hlady-Rispal (2002, p 28-29) une approche qualitative se focalise sur les acteurs, leurs perceptions et / ou leurs actions et présente les caractéristiques suivantes :

- **Compréhension** : compréhension du phénomène en interaction avec le sujet.
- **Génération de théories** : logique de découverte.
- **Idiosyncrasie** : comprendre l'objet étudié dans son contexte.
- **Interprétation :** interprétation de la structure d'un phénomène, de sa configuration.
- **Subjectivité :** l'observateur est partie prenante de l'objet observé.
- **Analyse interprétative :** il faut analyser en profondeur un petit nombre d'observations.

Un design qualitatif, qui repose sur un nombre restreint de répondants (Ganassali, 2014) semble particulièrement bien adapté à notre sujet de recherche. En effet, le nombre d'opérations de MBI faisant intervenir un fonds d'investissement est circonscrit à quelques dizaines de cas par an. De plus, notre travail s'inscrit dans une démarche exploratoire, polarisée sur les acteurs, leurs perceptions et leurs représentations. En tant qu'observateur, nous sommes partie prenante de l'objet étudié. Un design qualitatif répond également à une volonté d'obtenir des informations profondes, fines et chargées de sens (Ganassali, 2014). Enfin, les données qualitatives se caractérisent par « un ancrage de proximité » et par « leur richesse et leur caractère englobant, avec un fort potentiel de décryptage de la complexité » (Miles et Huberman, 2003, p 27).

3. Une méthodologie basée sur des études de cas

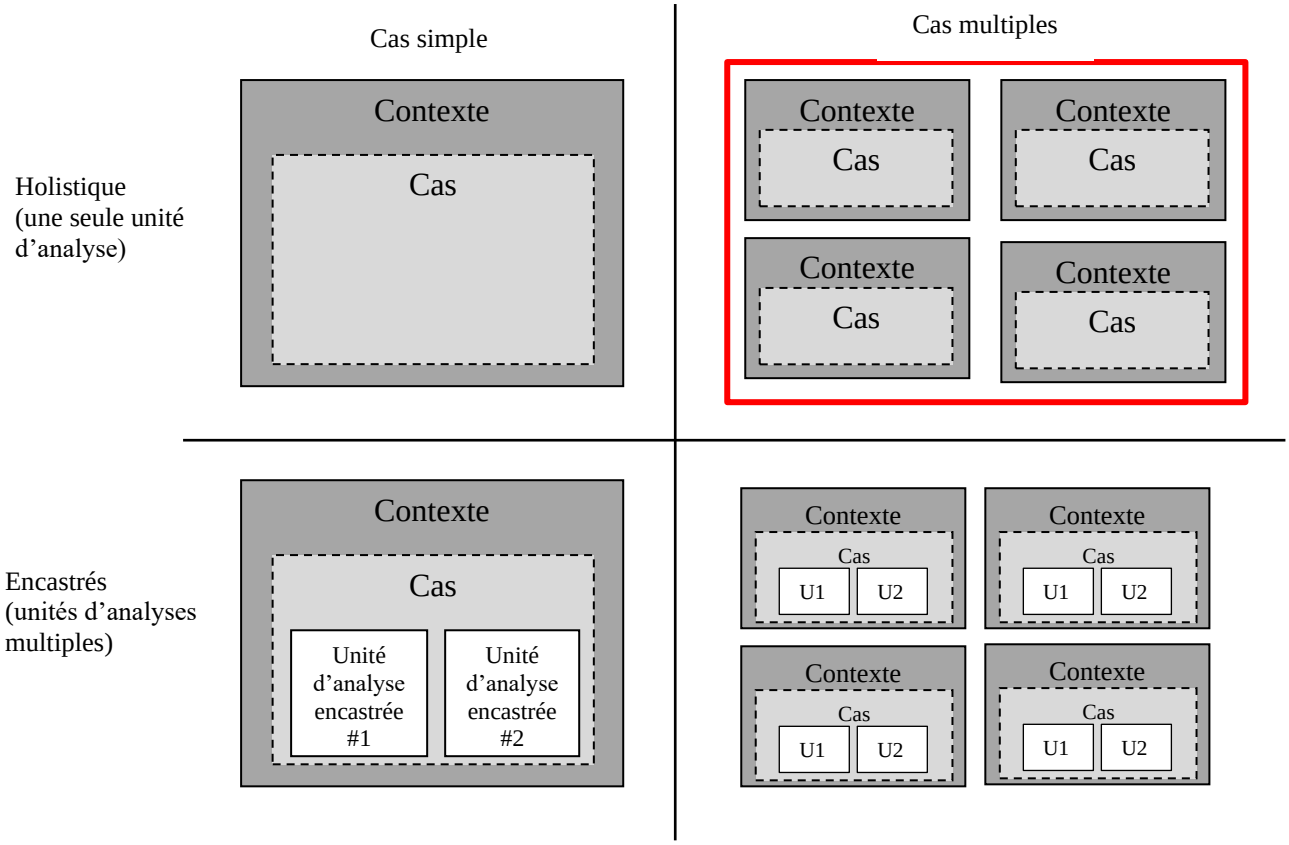
Afin d'assurer la validité du construit de notre étude empirique, nous déployons, parmi le portefeuille de méthodes de recherche terrains proposé par Livian (2018), la méthode des études de cas, corrélée avec notre objectif de compréhension.

L'étude de cas a pour finalité la génération de concepts et de propositions théoriques (Hlady Rispal, 2002, p 55). Cette méthode permet de « replacer les phénomènes étudiés dans leur histoire, leur contexte, de comprendre les processus à l'œuvre et de recueillir les points de vue de plusieurs types d'acteurs » (Livian, 2018, p 81). Elle permet l'étude de situations complexes et contextualisées. Selon Yin (1990, p 17), l'étude de cas se déroule « dans le contexte de la vie réelle, où les limites entre le phénomène et le contexte ne sont pas nettement évidentes ». Cette méthode s'avère particulièrement utile lorsque l'étude doit répondre à des questions de recherche de type pourquoi ? Comment ? (Barlatier, 2018).

Selon Hlady-Rispal (2002) un cas peut prendre diverses formes. Il peut être une personne, un groupe de personnes, un projet déterminé, une organisation ou un groupe d'organisations, voire un secteur d'activité.

Parmi les différents designs de recherche d'étude de cas (Yin, 2009 ; Barlatier, 2018), nous privilégions l'étude de cas multiples, qui comprend l'analyse de plusieurs cas individuels. En l'occurrence nous prenons pour unité d'analyse la dyade repreneur-fonds d'investissement.

Figure 40 – Les différents designs de recherche d'étude de cas selon Yin (2009)



Source : Barlatier, 2018, p 141

Dans le cadre de notre étude de cas multiples, nous veillons à obtenir une représentativité théorique de chaque cas, ainsi que la variété, l'équilibre, le potentiel de découverte et la prise en compte de l'objectif de recherche (Hlady Rispal, 2002).

Tableau 23 – Les critères de choix des cas

Critères d'échantillonnage théorique	Implications	Degré d'exigence
Représentativité théorique	Homogénéité des cas du point de vue de la question à étudier ou des entités examinées.	Indispensable.
Variété	Recherche de cas différents les uns des autres (secteur, stade de développement…).	Indispensable dans le cas d'une étude multi sites.
Equilibre	Recherche d'un échantillon de cas offrant une variété équilibrée de situations différentes.	Souhaitable.
Potentiel de découverte	Sélection des cas riches en données sur le phénomène à l'étude où les acteurs sont ouverts à une démarche d'investigation en profondeur.	Indispensable.
Prise en compte de l'objectif de recherche	Sélection différente selon les objectifs recherchés : tests, générations de théories, validation de théories…	Logique.

Source : Hlady-Rispal, 2002, p 82

Chapitre 2. Notre terrain

1. La sélection des cas

Notre terrain comprend neuf études de cas de dyades repreneurs-fonds d'investissement avec pour unité d'analyse, la dyade repreneur-fonds d'investissement.
Nous rappelons ici la difficulté d'accès au terrain en raison de la très grande confidentialité des opérations, couplée au manque de disponibilité à la fois des dirigeants des fonds d'investissement mais aussi des repreneurs, devenus patrons de PME, dans un contexte de MBI.

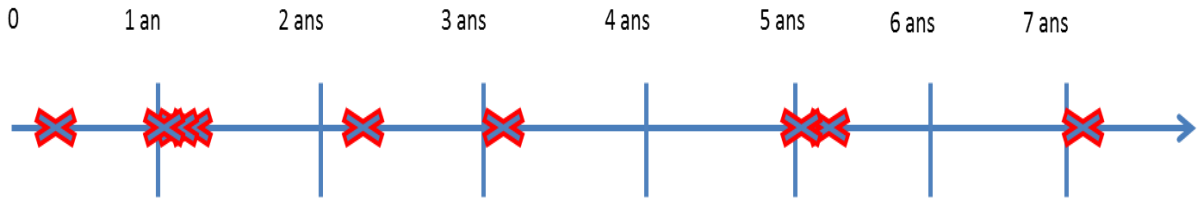
Pour répondre aux critères de sélection des cas énoncés par Hlady-Rispal (2002), nous avons veillé à une représentativité théorique des cas étudiés.
Toutes les dyades concernent des opérations de MBI. Il s'agit bien de reprises de PME réalisées par des repreneurs, personnes physiques, extérieurs à la cible et accompagnés par un fonds d'investissement, à l'occasion d'un LBO primaire.

Nous avons également veillé à la variété ainsi qu'à l'équilibre des répondants lors de la sélection des cas, notamment en termes de durée de l'opération, de position capitalistique des repreneurs et des fonds d'investissement, de nature des fonds d'investissement et de situation géographique des entreprises reprises.
Voici les éléments constitutifs de notre sélection de cas.

Repreneurs :
Nous avons interrogé sept repreneurs âgés de 45 à 59 ans. L'âge moyen est de 51 ans.
100 % des repreneurs interrogés sont des hommes. Ils disposent d'une formation supérieure (écoles de commerce, d'ingénieur, master, …).

Durée de l'opération :
Les dyades étudiées présentent un large éventail concernant l'ancienneté des opérations. Elles concernent des closings parfois très récents (trois mois), ainsi que des opérations plus anciennes (jusqu'à sept ans).

Figure 41 – Durée entre le closing et la date de l'entretien



Source : auteur

Chiffres d'affaires des entreprises :

Le chiffre d'affaires des entreprises étudiées varie de 4,5 M€ à 32 M€.

Effectif :

L'effectif des différentes sociétés est compris entre 17 et 200 salariés.

Position capitalistique :

Nous avons veillé à rencontrer des repreneurs et des fonds d'investissement qui occupent des positions capitalistiques variées.

- Trois fonds interrogés occupent une position majoritaire dans le deal, cinq une position minoritaire.
- Quatre repreneurs détiennent la majorité du capital et trois sont minoritaires dans l'opération.

Nature des fonds d'investissement :

Nous avons également veillé à obtenir une représentativité des fonds d'investissement rencontrés en fonction de leur nature avec cinq fonds indépendants, deux fonds captifs (filiales de banques), et un fonds public.

Situation géographique des entreprises reprises :

Nous avons été vigilants à interviewer des répondants dont l'entreprise reprise se situe sur des zones géographiques différentes. Cinq sociétés sont basées en Ile de France, quatre en province.

Enfin, Hlady-Rispal (2002) recommande un potentiel de découverte.
La richesse du matériau empirique recueilli, plus de quatre cent quarante pages de retranscription d'entretiens, répond à cette recommandation.

En amont de nos études de cas, nous avons réalisé cinquante entretiens exploratoires. Nous avons également mené sept entretiens experts.

2. Le choix du terrain pour les entretiens exploratoires

Dans le cadre de notre pratique professionnelle, nous rencontrons au sein de la société ALTHEO, plusieurs centaines de porteurs de projets de reprises d'entreprises par an. Environ 150 d'entre eux sont des repreneurs individuels au début de leur parcours repreneurial.
Nous les rencontrons dans le cadre d'une démarche commerciale, à l'occasion d'un rendez-vous, dont la durée est de l'ordre d'une heure.
Faisant nôtre le principe exposé par Deschamps (2000, p 168) « le chercheur se doit d'être à l'affut de toute opportunité lui permettant d'investir le terrain correspondant à son sujet de recherche », nous avons interviewé 50 repreneurs individuels, à l'issue de nos rendez-vous professionnels. Après une heure d'entretien, une forme de confiance s'est établie avec les répondants, rendant plus facile la collecte d'informations.
Notre échantillon compte 46 hommes et 4 femmes. L'âge moyen des repreneurs interrogés est de 46 ans.
Les répondants ont tous réalisé des études supérieures, parfois au sein d'écoles de grande renommée (HEC, ESSEC, NEOMA, INSEAD, SKEMA, SUPELEC, PARISTECH, …). Une grande partie d'entre eux dispose d'une formation d'ingénieur.

3. Le choix du terrain pour les entretiens experts

Nous avons également mené des entretiens experts. Cinq ont été réalisés auprès de fonds d'investissement ayant réalisé des opérations qui n'ont pas créé de valeur ou qui se sont soldées par un échec. Nous avons également rencontré deux d'experts, parties prenantes d'opérations de MBI, en l'occurrence un expert du recrutement et de l'évaluation (assessment), régulièrement mandaté par des fonds d'investissement ainsi qu'un avocat d'affaires, spécialiste des reprises de PME pour le compte de repreneurs individuels.

Le choix du terrain a été ici guidé par les opportunités de rencontre issues de notre réseau relationnel.

4. Le détail de notre échantillon

Nous livrons ici une synthèse du profil de nos répondants ainsi que des différentes dyades étudiées.

Tableau 24 – Le profil des repreneurs

Entretiens repreneurs	Date	Durée de l'entretien	Nature entretien	Nom	Région	Age du repreneur	Age du repreneur au moment du closing	Formation	Experience de la PME	Expérience de direction générale	Expérience reprise d'entreprise	Expérience du secteur d'activité	Expérience LBO	CA	Effectif	Date de l'opération	Duré de l'opération	Position capitalistique
Dyade - Repreneur 1	31/01/2020	1H04mn	En face à face	Quentin Z.	Ile de France	59 ans	57 ans	Formation continue CNAM	Oui	Oui	Non	Oui	Oui	4,5 M€	17 p	Décembre 2017	2 ans et 2 mois	Majoritaire
Dyade - Repreneur 2	14/02/2020	58mn	En face à face	Denis F.	Province	47 ans	42 ans	Ecole de commerce	Non	Oui	Non	Non	Non	8,8 M€	33 p	Décembre 2015	5 ans et 2 mois	Majoritaire
Dyade - Repreneur 3	06/03/2020	1h05mn	En face à face	Eric A.	Province	49 ans	46 ans	Ecole de commerce	Non	Oui	Non	Non	Non	5,4 M€	105 p	Octobre 2016	3 ans et 4 mois	Minoritaire
Dyade - Repreneur 4	18/03/2020	1h20mn	Par téléphone	Martin O.	Ile de France	51 ans	50 ans	Maîtrise de droit - MBA	Non	Oui	Non	Oui	Non	10 M€	37 p	Février 2019	1 an et 1 mois	Minoritaire
Dyade - Repreneur 5	12/03/2020	1H	En face à face	Laurent B.	Ile de France	56 ans	56 ans	Ingénieur	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	27 M€	200 p	Décembre 2019	3 mois	Majoritaire
Dyade - Repreneur 6	20/03/2020	1H09mn	Par téléphone	Gérard R.	Province	52 ans	47 ans	Ingénieur agro	Non	Oui	Non	Oui	Non	6,7 M€	35 p	Avril 2015	5 ans	Majoritaire
Repreneur 7 seul	06/03/2020	1H09mn	En face à face	Guillaume E.	Ile de France	45 ans	44 ans	Ecole de commerce	Oui	Oui	Non	Oui	Oui	32 M€	50 p	Février 2019	1 an et 1 mois	Minoritaire

Source : auteur

Tableau 25 – Le profil des fonds d'investissement

Entretiens fonds	Date	Durée de l'entretien	Nom	Fonction	Entretien	Nature du fonds	Spécialité sectorielle	Spécialité géographique	Position capitalistique dans le deal	Nombre de participations	Nombre de MBI	Date du deal	Durée
Fonds Dyade 1	07/02/2020	1h04mn	Kevin R.	Directeur d'investissements	En face à face	Captif	Généraliste	France entière	Minoritaire	14	2	Décembre 2017	2 ans et 2mois
Fonds Dyade 2	14/02/2020	1h16mn	Benjamin E.	Directeur associé, Président du directoire	En face à face	Indépendant	Généraliste	Fonds régional	Minoritaire	40	15-20 %	Décembre 2015	5 ans et 2 mois
Fonds Dyade 3	28/02/2020	1H27mn	Laurent Q.	Directeur de participations	En face à face	Public	Généraliste	France entière	Minoritaire	450	10%	Octobre 2016	3 ans et 4 mois
Fonds Dyade 4	28/02/2020	1H04mn	Jean-Pierre C.	Président	En face à face	Indépendant	Généraliste	France entière	Majoritaire	20	1	Février 2019	1 an et 1 mois
Fonds Dyade 5	12/03/2020	1H18mn	Béatrice F	Directeur d'investissements	En face à face	Indépendant	Généraliste	Fonds régional	Minoritaire	40	30%	Décembre 2019	3 mois
Fonds Dyade 6	14/02/2020	1h17mn	François E.	Associé, Directeur d'investissements	En face à face	Indépendant	Généraliste	France enitère	Minoritaire	12	1	Avril 2015	5 ans
Fonds 7 seul	27/02/2020	1H34mn	Sébastien A.	Associé	En face à face	Indépendant	Généraliste	France entière	Majoritaire	6	2	déc-12	7 ans et 2 mois
Fonds 8 seul	04/03/2010	56 mn	Serge C.	Associé fondateur	En face à face	Captif	Généraliste	France entière	Majoritaire	2	1	mars-19	1 an

Source : auteur

Tableau 26 – Le profil des experts

Entretiens experts	Date	Type	Entretien	Nom	Durée de l'entretien	Fonction	Nature du fonds	Spécialité sectorielle	Positionnement géographique	Position	Nombre de participations	Nombre de MBI
Entretien Expert - Fonds 1	31/01/2020	Fonds	En face à face	Rosa O.	1H08mn	Associée gérante	Indépendant	Food, alimentaire, IT, informatique, services, industrie	France entière	Majoritaire	8	2
Entretien Expert - Fonds 2	04/02/2020	Fonds	En face à face	Gérard O.	48 mn	Associé gérant	Indépendant	Développement à l'international	France entière	Majoritaire	15	5
Entretien Expert - Fonds 3	27/02/2020	Fonds	Par téléphone	Eric S.	30 mn	Directeur de participations	Captif	Généraliste	France entière	Minoritaire	50	6 à 8
Entretien Expert - Fonds 4	11/03/2020	Fonds	En face à face	Charles E.	1H02	Président du Directoire	Indépendant	Généraliste	France entière	Minoritaire	150	15-20%
Entretien Expert - Fonds 5	12/03/2020	Fonds	En face à face	Sébastien F.	45 mn	Président du Directoire	Indépendant	Industrie, prestations de services	France entière	Majoritaire / minoritaire	12	3
Entretien Expert - Autre expert 1	28/02/2020	Assesment	En face à face	Richard A.	41 mn	Consultant RH spécialisé dans l'assessment						
Entretien Expert - Autre expert 2	05/03/2020	Avocat	En face à face	Zoé D.	50 mn	Avocate						

Source : auteur

Tableau 27 – Le profil des dyades primaires

Entretiens Dyades primaires	Nom du repreneur	Nom du contact au sein du fonds	Localisaiton de l'entreprise	Age du repreneur	Age du repreneur au moment du closing	Formation du repreneur	Experience de la PME	Expérience de direction générale	Expérience reprise d'entreprise	Expérience du secteur	Expérience LBO	CA de l'entreprise	Effectif	Date de l'opération	Durée de l'opération	Position capitalistique du repreneur	Position capitalistique du fonds	Nombre de fonds dans l'opération	Nature du fonds
Dyade primaire 1	Quentin Z.	Kevin R.	Ile de France	59 ans	57 ans	Formation continue CNAM	Oui	Oui	Non	Oui	Oui	4,5 M€	17 p	Décembre 2017	2 ans et 2 mois	Majoritaire	Minoritaire	1	Captif
Dyade primaire 2	Denis F.	Benjamin E.	Province	47 ans	42 ans	Ecole de commerce	Non	Oui	Non	Non	Non	8,8 M€	33 p	Décembre 2015	5 ans et 2 mois	Majoritaire	Minoritaire	1	Indépendant
Dyade primaire 3	Eric A.	Laurent Q.	Province	49 ans	46 ans	Ecole de commerce	Non	Oui	Non	Non	Non	5,4 M€	105 p	Octobre 2016	3 ans et 4 mois	Minoritaire	Minoritaire	2	Public
Dyade primaire 4	Martin O.	Jean-Pierre C.	Ile de France	51 ans	50 ans	Maîtrise de droit - MBA	Non	Oui	Non	Oui	NOn	10 M€	37 p	Février 2019	1 an et 1 mois	Minoritaire	Majoritaire	1	Indépendant
Dyade primaire 5	Laurent B.	Béatrice F	Ile de France	56 ans	56 ans	Ingénieur	Oui	Oui	Oui	Oui	OUi	27 M€	200 p	Décembre 2019	3 mois	Majoritaire	Minoritaire	3	Indépendant
Dyade primaire 6	Gérard R.	François E. - Arthur	Province	52 ans	47 ans	Ingénieur agro	Non	Oui	Non	Oui	Non	6,7 M€	35 p	Avril 2015	5 ans	Majoritaire	Minoritaire	1	Indépendant

Source : auteur

Tableau 28 – Le profil des dyades secondaires

Entretiens Dyades secondaires	Nom du repreneur	Nom du contact au sein du fonds	Région	CA de l'entreprise	Effectif	Date de l'opération	Durée de l'opération	Position capitalistique du repreneur	Position capitalistique du fonds	Nombre de fonds dans l'opération	Nature du fonds
Dyade secondaire - Repreneur 7	Guillaume E.	Guillaume E.	Ile de France	32 M€	50 p	Février 2019	1 an et 1 mois	Minoritaire	Majoritaire	1	Indépendant
Dyade secondaire - Fonds 7	Sébastien A.	Sébastien A.	Province	22 M€	50 p	déc-12	7 ans et 2 mois	Minoritaire	Majoritaire	1	Indépendant
Dyade secondaire - Fonds 8	Serge Q.	Serge Q.	Province	17 M€	150 p	Mars 2019	1 an	Minoritaire	Majoritaire	1	Captif

Source : auteur

5. Conclusion concernant notre terrain

L'accès au terrain est particulièrement difficile, qu'il s'agisse des fonds d'investissement ou des repreneurs sous LBO. Cela procède du caractère confidentiel, voire secret des opérations**,** associé au manque de disponibilité des répondants. Le tissu relationnel que nous avons développé dans cet écosystème depuis plus de dix-sept ans nous a toutefois permis de mener cinquante entretiens exploratoires et vingt-deux entretiens approfondis.

La fin de notre terrain a été perturbée par la crise sanitaire, liée à la pandémie de la COVID-19. Nos deux derniers entretiens, postérieurs à la date du confinement, ont en effet dû être réalisés par téléphone.

Notre terrain est constitué de données diverses et répond à des objectifs précis :

- **50 entretiens exploratoires réalisés auprès de repreneurs individuels,** au début de leur parcours entrepreneurial.

  Objectif : recueillir, en amont de leur processus d'acquisition, la perception des repreneurs sur le rôle d'un fonds d'investissement, sur les avantages et les inconvénients liés à la présence d'un tel partenaire financier.

- **9 études de cas de dyades repreneurs-fonds d'investissement**

  Ces études de cas comprennent :

  - **6 études de cas primaires** conduites auprès de **repreneurs et de fonds d'investissement** actuellement sous LBO, dans le cadre d'une opération de MBI.
  - **L'unité d'analyse** est ici constituée de la dyade repreneur-fonds d'investissement.
  - **3 études de cas secondaires** (Barrédy, 2005), menées auprès de l'un des membres de la dyade, un **repreneur ou un fonds d'investissement** sous LBO, dans le cadre d'une opération de MBI.

  Objectif : appréhender les tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement lors de la constitution, puis lors du fonctionnement de la dyade repreneur-investisseur.

- **5 entretiens experts menés auprès de fonds d'investissement** ayant réalisé une opération de MBI, qui s'est révélée contreproductive en termes de création de valeur ou qui s'est soldée par un échec.
  Objectif : identifier les raisons de l'échec ou de la contre-performance d'une opération de MBI, du point de vue du fonds d'investissement.

- **2 entretiens experts réalisés auprès de professionnels en lien avec le processus de MBI : avocat et conseil en recrutement et évaluation.**
  Objectif : trianguler les données par des entretiens conduits auprès d'experts, également parties prenantes du processus de MBI.

Gavard-Perret et al. (2012, p 303) recommandent d'améliorer la crédibilité d'une recherche qualitative et sa validité externe par la « triangulation des sources d'information ».
La « multi-angulation » augmente également la validité interne de la recherche et permet d'éviter des erreurs d'analyse (Barrédy, 2005, p 180). Selon Hlady-Rispal (2002, p 117) « une observation permet une première compréhension d'un phénomène, plusieurs observations autorisent une validation ou au contraire une modification de l'interprétation initiale ».
Afin d'obtenir une multi-angulation des données, et d'améliorer ainsi la validité externe de notre recherche (Gavard-Perret et al, 2012), nous avons triangulé les données en interrogeant :

- Des repreneurs à différents stades de leur projet :
  - En amont du projet (entretiens exploratoires).
  - Lors d'opérations de MBI en cours (études de cas de dyades).

- Des fonds d'investissement selon différentes configurations :
  - Des fonds d'investissement ayant réalisé des opérations peu ou pas créatrices de valeur ou qui se sont soldées par un échec (entretiens experts).
  - Des fonds d'investissement en cours de MBI (études de cas de dyades).

- Des experts impliqués dans le processus de MBI, apportant un éclairage extérieur (entretiens experts).

Chapitre 3. Méthode de collecte des données

Parmi les trois grandes catégories de méthodes de collecte de données : entretiens, dispositifs d'observation et techniques projectives (Ganassali, 2014), nous retenons celle des entretiens.

La conduite d'entretien est l'une des pratiques de collecte de données les plus répandues en sciences de gestion (Yin, 1990, Chevalier et Meyer, 2018). Il s'agit d'un dispositif en face à face, lors duquel les données collectées par un enquêteur auprès d'un répondant sont coproduites (Gavard-Perret et al, 2012).

Le « bon entretien », selon Chevalier et Meyer, (2018, p 116) a pour objectif la compréhension de ce qui se passe pour l'autre, il vise à comprendre les représentations mentales et les pratiques des individus.

On dénombre trois types d'entretiens : l'entretien directif, non directif ou semi-directif. Nous choisissons les entretiens semi-directifs permettant de comprendre les pratiques, les comportements et les perceptions des individus, en lien avec la question de recherche (Thiétart, 2014 ; Chevalier et Meyer, 2018). Outil le plus utilisé en sciences de gestion, l'entretien semi-directif est réalisé grâce à un guide d'entretien offrant une certaine liberté au répondant (Gavard-Perret et al, 2012). Il s'intéresse aux représentations, motivations, freins, attitudes et comportements des acteurs. Il aide également le répondant à exprimer sa pensée (Hladi-Rispal, 2002).

Tableau 29 – Caractéristiques des trois grands types d'entretiens

	Directif	**Non directif**	**Semi-directif**
Principales caractéristiques	Collecte rapide de réponses à des questions spécifiques, visant à assurer la fiabilité ou la mesure d'informations et de concepts clés	Conversation libre nécessitant une grande empathie et visant la collecte de propos et de récits bruts	Collecte de réponses riches visant à comprendre des pratiques et/ou les perceptions des individus en lien avec la question de recherche
Questions	Préparées à l'avance et posées dans un ordre précis	Non préparées à l'avance	Trame *flexible* préparée à l'avance
Paradigme épistémologique	Hypothético-déductif	Inductif	Abductif

Source : Chevalier et Meyer, 2018, p 119

Nous avons utilisé le principe de saturation sémantique (Ganassali, 2014) et de saturation théorique (Hlady Rispal, 2002), pour juger du nombre d'entretiens à réaliser. Nous avons ainsi constaté, après vingt entretiens, que les théories mobilisées étaient de même nature, parfois évoquées avec les mêmes termes.

La collecte des données a été réalisée en deux étapes :

- Cinquante entretiens exploratoires réalisés entre le 29 avril 2019 et le 10 janvier 2020.
- Vingt-deux entretiens approfondis réalisés entre le 31 janvier et le 20 mars 2020.

1. Les entretiens exploratoires

1.1 Le guide d'entretien des entretiens exploratoires

Les entretiens exploratoires ont été réalisés sous forme d'entretien semi-directif. Nous avons pour cela rédigé une trame de guide d'entretien. Après vingt-sept entretiens, il nous est apparu nécessaire de faire évoluer la trame du guide d'entretien, par la réalisation d'une deuxième version, plus complète, destinée à faire préciser aux répondants leurs perceptions concernant les fonds d'investissement ainsi que les avantages et inconvénients liés à la présence d'un tel partenaire financier lors d'une opération de reprise d'entreprise.

1.2 Le déroulement des entretiens exploratoires

Pour débuter l'entretien, nous avons demandé aux répondants l'autorisation de recueillir leur témoignage, afin de contribuer à la réalisation d'un travail de recherche dans le cadre de la réalisation d'une thèse de DBA. Nous avons rassuré les repreneurs quant à l'anonymat et la confidentialité des informations échangées. Toutefois, il ne nous a pas été possible d'enregistrer ces entretiens exploratoires. Les entretiens se sont déroulés dans les locaux d'ALTHEO. Les entretiens se sont tenus à la fin de l'échange commercial avec le repreneur. La durée moyenne des entretiens est de vingt minutes.

2. Les entretiens approfondis

2.1 Le guide d'entretien des entretiens approfondis

Le guide d'entretien constitue un « inventaire des thématiques à aborder au cours de l'entretien et des données de fait qui, à un moment ou un autre de l'échange, feront l'objet d'une intervention de l'enquêteur si l'enquêté ne les aborde pas spontanément » (Gavard-Perret et al, 2012, p 116).

Nous avons établi un guide d'entretien spécifique par typologie de répondants. Chaque guide d'entretien a été élaboré à partir de la revue de littérature et de nos questions de recherche. Chacun des guides comporte également des éléments de contexte.

Voici présenté la synthèse des guides d'entretien, par typologie de répondants.

Tableau 30 – Synthèse des guides d'entretien par typologie de répondants

Guide repreneurs	Guide fonds d'investissement	Guide expert Fonds d'investissement	Guide expert Autres experts
- L'entreprise reprise (CA, effectif, date du closing, motif de cession du dirigeant, sourcing du dossier). - Le repreneur (âge, formation, parcours professionnel). - Le projet de reprise d'entreprise (motivations, élément déclencheur, éléments de cadrage du projet de reprise, représentation amont concernant les fonds d'investissement, nombre de dossiers étudiés, nombre de LOI réalisées). - Le montage financier de l'opération (nombre de fonds, nombre de banques, position capitalistique du repreneur). - Les fonds d'investissements rencontrés (nombre, critères de sélection, interlocuteurs, organisation du processus décisionnel). - Les huit tensions identifiées lors de la revue de littérature : o La négociation du management package. o La stratégie de sortie. o La latitude managériale. o La stratégie de l'entreprise. o La relation aux risques. o Le reporting / le contrôle. o Les performances de l'entreprise. o La confiance. - Les sources de tension amont / aval. - Le bilan du repreneur concernant la présence du (des) fonds d'investissement. - Les conseils du repreneur (à d'autres repreneurs, à des fonds d'investissement).	- L'entreprise reprise (CA, effectif, date du closing, motif de cession du dirigeant). - Le fonds d'investissement (nature, ticket d'intervention, position capitaliste, spécialités sectorielles et géographiques, nombre de participations, nombre de MBI, durée de détention des participations). - Le repreneur (rencontre, profil, processus décisionnel, expérience, qualités, motivations). - Le montage financier de l'opération (nombre de fonds, nombre de banques, position capitalistique du fonds d'investissement). - Les huit tensions identifiées lors de la revue de littérature : o La négociation du management package. o La stratégie de sortie. o La latitude managériale. o La stratégie de l'entreprise. o La relation aux risques. o Le reporting / le contrôle. o Les performances de l'entreprise. o La confiance. - Les sources de tension amont / aval. - Le bilan du fonds concernant l'opération en cours et la relation avec le repreneur. - Les conseils du fonds (à d'autres repreneurs, à des fonds d'investissement).	- Le fonds d'investissement (nature, ticket d'intervention, position capitaliste, spécialités sectorielles et géographiques, nombre de participations, nombre de MBI, durée de détention des participations). - Narration autour d'une opération de MBI qui s'est révélée contreproductive en termes de création de valeur ou qui s'est soldée par un échec. - Les raisons de l'échec. - Le profil du repreneur. - Les huit tensions identifiées lors de la revue de littérature : o La négociation du management package. o La stratégie de sortie. o La latitude managériale. o La stratégie de l'entreprise. o La relation aux risques. o Le reporting / le contrôle. o Les performances de l'entreprise. o La confiance. - Les sources de tension amont / aval. - Les conseils de l'expert (à des repreneurs, à des fonds d'investissement).	- Présentation de l'expert. - Le profil des repreneurs et les attentes des fonds. - Les huit tensions identifiées lors de la revue de littérature : o La négociation du management package. o La stratégie de sortie. o La latitude managériale. o La stratégie de l'entreprise. o La relation aux risques. o Le reporting / le contrôle. o Les performances de l'entreprise. o La confiance. - Les sources de tensions amont / aval. - Les conseils de l'expert (à des repreneurs, à des fonds d'investissement).

Source : auteur

2.2 Le déroulement des entretiens approfondis

Les entretiens se sont déroulés dans les bureaux de chacun des répondants, à trois exceptions près. Dans un cas, le dirigeant d'un fonds d'investissement a annulé le rendez-vous programmé, par manque de disponibilité, et a souhaité que l'entretien se déroule par téléphone. Les deux derniers entretiens, réalisés auprès de repreneurs les 18 et 20 mars 2020, initialement prévus sur site, ont dû être menés par téléphone car nous étions alors entrés en période de confinement.

Nous avons été vigilants à respecter le même protocole lors de chaque entretien.
Au début de chaque rendez-vous, nous nous sommes présentés et avons expliqué la raison de notre présence. Gavard-Perret et al. (2012) déconseille l'usage de la dissimulation qui peut induire des réponses émotionnelles et cognitives négatives et recommande d'expliciter l'objectif du questionnement. Notre objectif consistant à impliquer le répondant dans une démarche de « coproduction » (Gavard-Perret et al, p 143), nous avons présenté nos travaux de recherche sous l'angle de l'étude des relations entre repreneurs et fonds d'investissement dans une configuration de MBI. Nous avons précisé que nos travaux de recherche ne concernaient pas les informations financières de l'entreprise et que les données collectées feraient l'objet d'un codage et d'un traitement statistique, préservant l'anonymat du répondant.
Nous avons remis à chaque participant un engagement de confidentialité (annexe 6), lui garantissant l'incommunicabilité des informations échangées. Nous avons précisé que la liberté de parole ainsi que la diversité des opinions exprimées étaient essentielles à la qualité de notre travail de recherche. Nous avons également informé les répondants que nos travaux seraient à leur disposition à l'issue de notre travail de recherche.
En dernier lieu, nous avons demandé l'autorisation à chaque personne interrogée d'enregistrer les entretiens. Nous avons ainsi pu procéder à l'enregistrement de l'intégralité des vingt-deux entretiens approfondis. La présence de l'enregistrement favorise une écoute plus active des échanges avec chacun des répondants. Elle assure également une retranscription fidèle des propos.
La durée moyenne des enregistrements est d'1H04mn.

3. La relation chercheur-interviewé

Les interactions entre le chercheur qualitatif et l'acteur peuvent être source d'influence lors de la collecte des données et donner naissance à des biais (Barrédy, 2009).
Nous avons ainsi été vigilants à éviter la survenance de certains biais de la part de nos répondants, qu'ils s'agissent de biais cognitifs, affectifs ou comportementaux.
Voici les principaux biais identifiés, susceptibles d'être à l'œuvre lors d'un entretien semi-directif et les actions préventives que nous avons déployées.

Biais cognitifs :

- **Biais de reconstitution**

  Il s'agit d'une distorsion des informations fournies par les répondants, liées à un souvenir imprécis, lacunaire. Le biais de reconstitution consiste à établir a posteriori des liens de causalité évidents entre des faits qui en étaient dépourvus aux yeux des acteurs concernés au moment où l'action se déroulait (Gavard-Perret et al, 2012).

- **Biais de confirmation**

  Il vise à porter une attention particulière, voire exclusive, aux informations qui confirment les hypothèses antérieures (Gavard-Perret et al, 2012).

- **Actions préventives**

  Pour pallier l'apparition de ces deux biais, nous avons interrogé des repreneurs et des fonds d'investissement à des stades différents de leur opération de MBI, la plus récente datant de trois mois, la plus ancienne de sept ans. Nous avons également été amenés à poser plusieurs fois certaines questions, à divers moments de l'entretien et sous des formulations différentes.

  Enfin, la triangulation des données, consistant à interroger à la fois le repreneur et le fonds d'investissement d'une même dyade, permet d'atténuer les biais de reconstitution et de confirmation et d'améliorer ainsi la validité interne du construit.

Biais affectifs :

- **Biais d'anxiété**

  Le sujet est soumis à l'anxiété d'être évalué (Gavard-Perret et al, 2012).

- **Actions préventives**

  Nous n'avons pas ressenti d'anxiété de la part de nos répondants. Certains nous connaissaient déjà. Toutefois, afin de réduire la présence d'un éventuel biais d'anxiété, nous nous sommes employés à créer, dès le début de l'entretien, une relation propice aux échanges. Nous avons expliqué en introduction l'objet de nos travaux de recherche, insistant sur la confidentialité et l'anonymat des informations échangées. Nous avons également remis à chaque interlocuteur un engagement de confidentialité (annexe 6). Enfin, nous nous sommes assurés du temps que chacun de nos allocutaires était prêts à nous consacrer.

Biais comportementaux :

- **Biais d'ajustement**

  Les personnes qui se savent observées, modifient leur comportement pour répondre aux attentes supposées de l'observateur (Gavard-Perret et al, 2012).

- **Actions préventives**

  Pour éviter toute survenance d'un biais d'ajustement, nos questions ont été essentiellement formulées sous forme de questions ouvertes. Par ailleurs, notre posture de coach certifiée (HEC 2011), nous a permis de limiter ce biais par une approche bienveillante et une absence de jugement.

4. L'analyse qualitative des entretiens

4.1 L'analyse qualitative des entretiens exploratoires

L'analyse qualitative des entretiens exploratoires a été réalisée par SPHINX IQ2, logiciel de d'analyse quantitative et qualitative du laboratoire Le SPHINX.

Elle a donné lieu à un aperçu lexical et sémantique, à une analyse des opinions ainsi qu'à une analyse de contenu (annexe 12).

4.2 L'analyse qualitative des entretiens approfondis

L'analyse de contenu a débuté par la mise au point de grilles de codification, parfois nommées code-books (Ganassali, 2014). Une grille de codification a été réalisée pour chacune des trois populations interrogées, les repreneurs, les fonds d'investissement et les experts. Ces grilles (exemple en annexe 11), comportent deux niveaux de codification, un premier niveau indique les thèmes évoqués par les répondants. Nous avons ainsi identifié les thématiques suivantes : le repreneur, le projet de reprise / le MBI, la représentation concernant les fonds d'investissement, le montage financier de l'opération, les huit tensions potentielles identifiées, les autres tensions potentielles.

Pour chaque thématique, nous avons établi un deuxième niveau de codification comportant des sous-thèmes (Ganassali, 2014).

A titre d'exemple, sur le thème « représentation du repreneur concernant les fonds d'investissement », nous avons établi cinq sous-thèmes :

- Présence d'un fonds d'investissement envisagée en amont du processus.
- Position capitalistique souhaitée par le repreneur au début du processus repreneurial.
- Représentation relative aux fonds d'investissement au début du parcours.
- Evolution de cette représentation.
- Rôle joué au quotidien par le fonds d'investissement aux côtés du repreneur.

Ces sous-thèmes ont donnée lieu à une codification de type case à cocher (simple ou multiple) ou variable à renseigner. Ils ont surtout été systématiquement accompagnés de verbatims.

Par souci de neutralité, l'analyse qualitative des entretiens a été confiée aux équipes du laboratoire Le SPHINX et réalisée par le logiciel SPHINX IQ2. Elle a donné lieu à un aperçu lexical et sémantique, ainsi qu'à une analyse de contenu manuelle.

5. Conclusion relative à notre démarche exploratoire

Notre travail de recherche s'inscrit dans le cadre d'une démarche abductive, d'un design qualitatif. La méthodologie retenue est basée sur des études de cas, dont l'unité d'analyse est la dyade repreneur-fonds d'investissement. Le choix des cas a été réalisé pour répondre aux critères de représentativité théorique, de variété, d'équilibre et de potentiel de découverte. La réalisation de cinquante entretiens exploratoires puis de vingt-deux entretiens approfondis, sous

forme d’entretiens semi-directifs, nous a permis d’assurer la saturation théorique et sémantique du construit et de trianguler les données. Nous avons également été vigilants à identifier les biais cognitifs, affectifs et comportementaux susceptibles de se produire et à mener des actions préventives destinées à éviter leur survenance.

PARTIE 3.

ANALYSE ET DISCUSSION.

L'EMERGENCE DES TENSIONS ENTRE LE REPENEUR ET LE FONDS D'INVESTISSEMENT DANS LE CADRE D'UNE OPERATION DE MBI

Chapitre 1. Analyse des données

Nous démarrons notre analyse par une lecture flottante de notre corpus de données (Moscarola, 2018), puis organisons le traitement des matériaux selon une analyse thématique en lien avec nos différents guides d'entretien, eux-mêmes élaborés sur la base de la revue de littérature ayant fait émerger huit tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement.
La structure de notre analyse est bien sûr sous-tendue par nos questions de recherche.
Pour étayer notre analyse, nous faisons le choix d'enrichir nos observations par l'ajout d'extraits de verbatim, issus de nos différents entretiens.
Sur la base de ces résultats nous établissons une série de constats.
Les graphes, issus du rapport Sphinx sont arrondis à l'unité. Certains graphiques présentent une somme des pourcentages différente de 100 %.

Compte tenu de sa taille, notre échantillon ne prétend pas être représentatif de la population des repreneurs et des fonds d'investissement dans un contexte de MBI. Cette population présente en effet une importante variété de profils et de motivations.
Les résultats de notre étude empirique se réfèrent exclusivement à notre terrain.

1. Eléments de contexte et résultats préalables

Un certain nombre d'éléments de contexte sont importants à prendre en compte dans le cadre de notre analyse, pour la bonne compréhension des données.

Motivations du repreneur concernant son projet de reprise d'entreprise
La principale motivation des repreneurs à initier un projet de reprise d'entreprise réside dans leur souhait de réaliser un projet entrepreneurial (86 % des répondants), devant un désir d'indépendance (43 %) et un besoin d'accomplissement (29 %).

Elément déclencheur du projet repreneurial
L'élément déclencheur le plus important du projet repreneurial est la sortie du salariat (43 % des réponses), puis la revente d'une société précédente (29 %) au même titre que l'âge du repreneur (29 %). Certains repreneurs font également référence à l'antériorité de leur projet de reprise (29 %).

Eléments de cadrage du projet de reprise d'entreprise

Le principal élément de cadrage du projet de reprise d'entreprise par les repreneurs concerne le secteur d'activité de la société recherchée (100 % des réponses), devant la localisation de l'entreprise (57 %), et bien avant la taille de la société (14 %).

Nombre de dossiers étudiés, nombre de lettres d'intention signées

Les repreneurs interrogés ont étudié en moyenne 13,7 dossiers, et signé 2,2 lettres d'intention.

Durée du processus de reprise

La durée moyenne du processus de reprise d'entreprise s'établit à 14 mois.

Nombre de fonds d'investissement rencontrés et motifs des refus

Les repreneurs ont rencontré en moyenne sept fonds d'investissement pour mener à bien leur projet. Les écarts-types sont ici très importants, l'un des répondants ayant en effet rencontré une vingtaine de fonds d'investissement.

Les repreneurs occupant une position capitalistique majoritaire ont dû déployer plus d'énergie et rencontrer plus d'investisseurs que les repreneurs minoritaires au capital. Ils ont ainsi rencontré 9,7 fonds d'investissement alors que les repreneurs minoritaires n'en ont rencontré que 3, en moyenne.

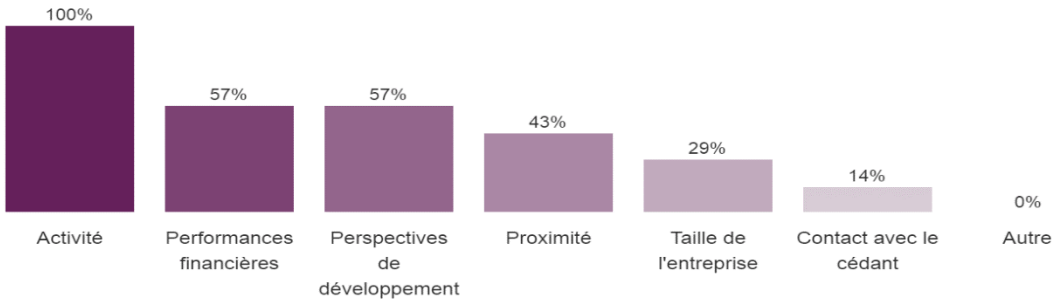
Lorsque les fonds d'investissement rencontrés récusent le projet porté par le repreneur, leur principal critère de refus porte sur l'adéquation aux critères d'investissement (100 % des cas), puis sur la validation du business plan (50 %), et la disponibilité du fonds d'investissement (50 %).

- **Constat : l'adéquation du projet aux critères d'investissement représente le premier filtre de sélection des opérations par les fonds d'investissement.**

- **Constat : Absente de la littérature, la disponibilité du fonds d'investissement est un critère de refus des projets.**

Critères de validation de l'opération

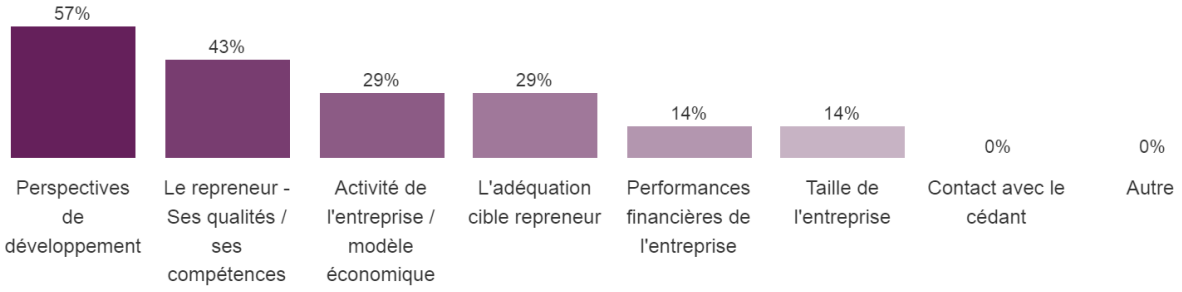
Figure 42 – Critères de validation du projet par le repreneur



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 50

Pour les repreneurs, le premier critère de validation du projet de reprise concerne l'activité de l'entreprise (100 % des réponses), devant le critère de performances financières (57 %) ou celui des perspectives de développement (57 %).

Figure 43 – Critères de validation du projet par le fonds d'investissement



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 52

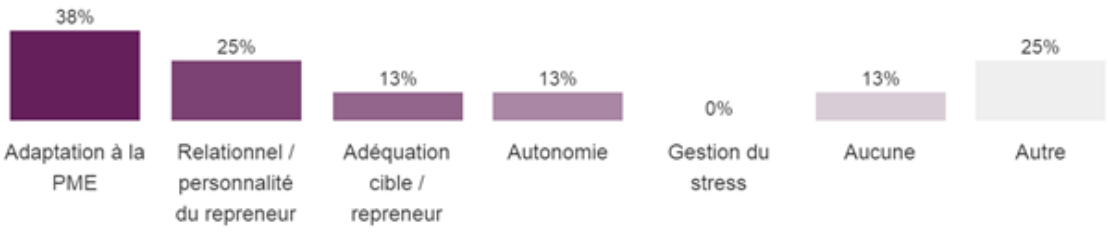
Il n'en est pas de même pour les fonds d'investissement pour qui, le critère le plus important de validation d'une opération concerne les perspectives de développement de la société (57 % des répondants), puis le repreneur, ses qualités et ses compétences (43 %). L'activité de

l'entreprise, son modèle ainsi que l'adéquation cible / repreneur ne représentent que 29 % des réponses.
Nous notons ici une première dissension potentielle entre les protagonistes.

- **Constat : repreneurs et fonds d'investissement ne partagent pas les mêmes critères de validation d'une opération.**

Sujets d'inquiétude de la part du fonds d'investissement vis-à-vis du repreneur, en amont de l'opération

Figure 44 – Les sujets d'inquiétude de la part du fonds d'investissement concernant les repreneurs, en amont du deal



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 36

Le principal sujet d'inquiétude des fonds d'investissement concernant les repreneurs, en amont de l'opération, réside dans leurs capacités d'adaptation à la PME (38 % des réponses).

- *« Ce qui aurait pu nous faire douter, c'est qu'il* [le repreneur] *travaillait dans des grands groupes avant. Il travaillait dans des grands groupes, donc des inquiétudes sur sa capacité à gérer de petites équipes. C'est toujours un sujet. Je vous disais tout à l'heure qu'on aimait bien prendre des gens avec une expérience de la PME. » (Dyade, fonds 3).*
- *« Quand on reprend une société de 6 millions d'euros de chiffre d'affaires, ou de 10 ou de 20* [millions d'euros de chiffre d'affaires]*, et qu'on a un profil grande entreprise, ça peut ne pas le faire du tout. » (Dyade, fonds 3).*
- *« Dans les PME, on a des problématiques tous les jours. Les process ne sont pas bien ficelés. Il faut être capable de gérer tout et n'importe quoi. » (Dyade, fonds 3).*

La dimension humaine, les qualités relationnelles et la personnalité du repreneur représentent également un point de vigilance important (25 % des réponses).

- *« Il faut qu'il y ait un fit avec le repreneur. » (Dyade, fonds 1).*
- *« Pour nous, le MBI, le point-clé ce n'est pas tellement la boite, c'est plutôt le repreneur […]. Parce que dans les PME, le caractère compte plus que les compétences. » (Dyade, fonds 2).*
- *« La première de toutes les considérations, c'est vraiment l'homme, ou les hommes, qui vont diriger. » (Expert, fonds 2).*

Pour appréhender les qualités et la personnalité du repreneur, les fonds d'investissement ont régulièrement recours à des process d'assessment par des cabinets spécialisés (50 % des répondants), notamment les fonds majoritaires (67 % des réponses).

- *« Importance de l'assessment. On l'a mis en place il y a 5 ans. » (Fonds seul 7).*
- *« Le MBI, et plus que le MBO, doit passer par un management assessment. » (Expert, fonds 2).*
- *« Après cette expérience-là, j'ai décidé de faire l'assessment de manière systématique. » (Expert, fonds 2).*
- *« Une très forte sélectivité sur ces opérations de MBI, avec une phase de diagnostic, d'assessment du repreneur, systématique. » (Expert, fonds 4).*

❖ **Constat : le premier sujet d'inquiétude des fonds d'investissement concerne la capacité du repreneur à s'adapter à la PME.**

❖ **Constat : le deuxième sujet d'inquiétude des fonds d'investissement concerne la personnalité du repreneur ainsi que sa dimension relationnelle.**

❖ **Constat : la pratique de l'assessment des repreneurs par des cabinets spécialisés se développe. Cette pratique est parfois mise en place par les fonds d'investissement consécutivement à de mauvaises expériences de MBI.**

Représentations sociales portées par les repreneurs sur les fonds d'investissement

Le regard que portent les repreneurs sur les fonds d'investissement évolue dans le temps.

Peu polarisée entre vision positive et négative au tout début de leur projet repreneurial, la représentation des fonds d'investissement lors des entretiens exploratoires est caractérisée, pour les repreneurs, par une méconnaissance du fonctionnement des fonds d'investissement.

- *« Je ne connais pas suffisamment les rapports avec les fonds. Je maîtrise mal la présence du fonds. » (V1, N°10).*
- *« C'est encore nébuleux. » (V2, N°6).*

Parmi les repreneurs actuellement sous LBO, seuls 50% des répondants avaient une vision positive des fonds d'investissement en amont de leur projet.

- *« Pour moi, les fonds d'investissement, c'était Black Rock et compagnie, les fonds d'investissement américains, qui sont horribles humainement avec leurs dirigeants. » (Dyade, repreneur 4).*
- *« J'avais peur que le fonds ne me prenne cette liberté. » (Dyade, repreneur 2).*

Après avoir mené à bien l'opération, leur représentation évolue de façon positive dans une forte proportion (83 % des réponses).

- *« Il n'y a que les imbéciles qui ne changent pas d'avis. J'ai vraiment été stupide à un moment donné de penser qu'un fonds […]. Demain si je devais refaire le truc, je le ferais avec un fonds. » (Dyade, repreneur 2).*
- *« Si c'était à refaire […], je repartirais sur un deal avec des fonds. » (Dyade, repreneur 3).*
- *« Maintenant, c'est très clair et très simple. » (Dyade, repreneur 5).*
- *« Les fonds, il ne faut pas les diaboliser. » (Dyade, repreneur 6).*

❖ **Constat : les repreneurs au début de leur projet repreneurial méconnaissent le fonctionnement des fonds d'investissement.**

❖ **Constat : la perception parfois négative des repreneurs concernant les fonds d'investissement, en amont de l'opération, est marquée par une évolution positive, une fois l'opération réalisée.**

Souhait d'être accompagné par un fonds d'investissement

La majorité des repreneurs (67 % des répondants) n'envisageaient pas la présence d'un fonds d'investissement à leurs côtés, en amont de leur projet.

- *« Il pensait au départ pouvoir faire avec une seule dette. » (Dyade, fonds 1).*
- *« Au début, il ne semblait pas du tout vouloir un investisseur. Au début il semblait très arrêté. Il a changé après. Il avait la réaction qu'ont beaucoup d'entrepreneurs-repreneurs, ils envisagent les fonds comme la dernière solution, quand on a tout épuisé. » (Dyade, fonds 2).*
- *« Je ne voulais pas de fonds d'investissement. » (Dyade, repreneur 4).*
- *« Je me doutais que j'aurais des partenaires financiers mais pas un fonds, non. » (Dyade, repreneur 1).*

❖ **Constat : le recours aux fonds d'investissement est souvent envisagé par défaut par les repreneurs.**

Position capitalistique envisagée par le repreneur

La majorité des repreneurs qui se sont exprimés souhaitaient être majoritaires au début de leur processus de reprise (57 %), faisant valoir leur désir d'autonomie, y compris ceux qui ont finalement repris en position minoritaire.

- *« Minoritaire : pas de pouvoir de décision tout simplement. Je ne voulais absolument pas subir. » (Dyade, repreneur 1).*
- *« Je voulais être ultra majoritaire. » (Dyade, repreneur 2).*
- *« L'idéal était que je sois majoritaire. » (Dyade, repreneur 4).*

❖ **Constat : la latitude managériale est un élément-clé dans le choix de la position capitalistique envisagée par le repreneur.**

Rôle du fonds d'investissement selon les répondants

La perception du rôle du fonds d'investissement diffère selon les acteurs interrogés.

Les dirigeants de fonds d'investissement estiment jouer un rôle de coach, de conseil, d'investisseur ou encore de *sparring partner*.

De leurs côtés, les repreneurs, et notamment les repreneurs majoritaires, les cantonnent parfois à un rôle de partenaire exclusivement financier, de gestionnaire, voire de « fournisseur d'argent ».

- *« C'est des gestionnaires de participations. Pour moi, un fonds ça ne sert pas à grand-chose, hormis de vous donner de l'argent. » (Dyade, repreneur 3).*
- *« Pour moi, ça reste un outil financier. Un outil qui a permis de lever une dette et puis voilà. Pour moi, ce sont des financiers malgré tout […]. C'est un associé passif. » (Dyade, repreneur 1).*

❖ **Constat : il existe un écart de représentation entre le repreneur et le fonds d'investissement quant au rôle joué par l'investisseur.**

Valeur ajoutée des fonds d'investissement

Selon les fonds d'investissement minoritaires, leur principale valeur ajoutée réside dans la mise en réseau (60 % des réponses), la hauteur de vue (40 %), puis à égalité les outils de pilotage, les services partagés ainsi que les rencontres avec d'autres managers (20 %).

❖ **Constat : la mise en réseau est la principale valeur ajoutée apportée par les fonds d'investissement minoritaires.**

Le rôle du cédant

Le cédant joue un rôle important dans les opérations de MBI. La rencontre entre le fonds d'investissement et le cédant s'avère déterminante pour les investisseurs (100 % des répondants).

- *« Je n'accompagnerai jamais quelqu'un sur une entreprise si je n'ai pas vu le cédant. C'est aussi cette rencontre tripartite entre le repreneur et le cédant et moi. » (Dyade, fonds 1).*
- *« Notre objectif, c'est de nous présenter au cédant avec un attelage déjà constitué. » (Fonds seul 8).*
- *«* [La rencontre avec le cédant] *oui, dès le premier rendez-vous, ensemble. » (Dyade, fonds 6).*

Certains fonds majoritaires ont d'ailleurs souhaité associer le(s) cédant(s) au nouveau montage financier de l'opération.

- *« Dans la structuration des opérations, on attache une importance au réinvestissement du fondateur dans l'opération […]. C'est un moyen d'aligner les intérêts, de sécuriser une bonne transmission. » (Fonds seul 8).*
- *« On aime que le cédant réinvestisse. Ça valide le passé, le repreneur, le marché et la stratégie. » (Dyade, fonds 1).*

❖ **Constat : le cédant joue un rôle essentiel dans les opérations de MBI. Les fonds d'investissement souhaitent les rencontrer et parfois les associer financièrement à l'opération de reprise.**

Les critères de choix repreneur / fonds d'investissement

Le premier critère de choix des repreneurs (71 % des réponses) est corrélé à un retour positif de la part des fonds d'investissement sollicités.

- *« C'est un vrai problème de trouver des partenaires. Je n'avais pas cette opportunité de choisir. Ils sont très, très exigeants, que ce soient les banques ou les fonds. En fait, c'est eux qui vous choisissent. Ce n'est pas vous qui choisissez. » (Dyade, repreneur 1).*
- *« Le premier critère de choix, c'était ceux qui disaient oui. On a eu beaucoup d'échecs. » (Dyade, repreneur 5).*
- *« D'ailleurs, je n'avais pas 50 chevaux, il n'y avait qu'eux. » (Repreneur seul 7).*
- *« On n'a pas toujours le luxe de choisir son fonds. » (Dyade, repreneur 4).*

❖ **Constat : le repreneur n'a pas le choix du fonds d'investissement. Il subit sa décision.**

La dimension relationnelle joue un rôle essentiel pour les fonds d'investissement quant à la validation du repreneur (88 % des réponses)

- *« Quand on a fait le deal, il m'a dit " Denis, on ne t'aurait pas rencontré, on n'aurait jamais fait le deal ". » (Dyade, repreneur 2).*
- *« C'est beaucoup de fit humain. » (Dyade, fonds 6).*
- *« L'humain est premier. Les qualités humaines sont premières. » (Expert, fonds 2).*

- ❖ **Constat : les aspects relationnels jouent un rôle décisif pour le fonds d'investissement dans son processus de validation du repreneur.**

Nombre d'interlocuteurs dans le fonds d'investissement et stabilité de l'équipe

Il est d'usage que chaque repreneur ait au moins deux interlocuteurs différents au sein du fonds d'investissement. Il s'agit d'une pratique usuelle.

- *« Dans pratiquement tous les fonds, il y a un binôme. Il y en a un qui est en première ligne, et il y a l'autre, derrière. » (Expert 5).*
- *« On est en binôme sur les dossiers. » (Dyade, fonds 5).*
- *« Il y a un associé principal par dossier et un back up. » (Fonds seul, 7).*
- *« Les deux associés travaillent sur le dossier et on a une chargée d'affaires qui nous accompagne dans le suivi. » (Fonds seul, 8).*

Le changement d'interlocuteur est perçu comme perturbant par les repreneurs

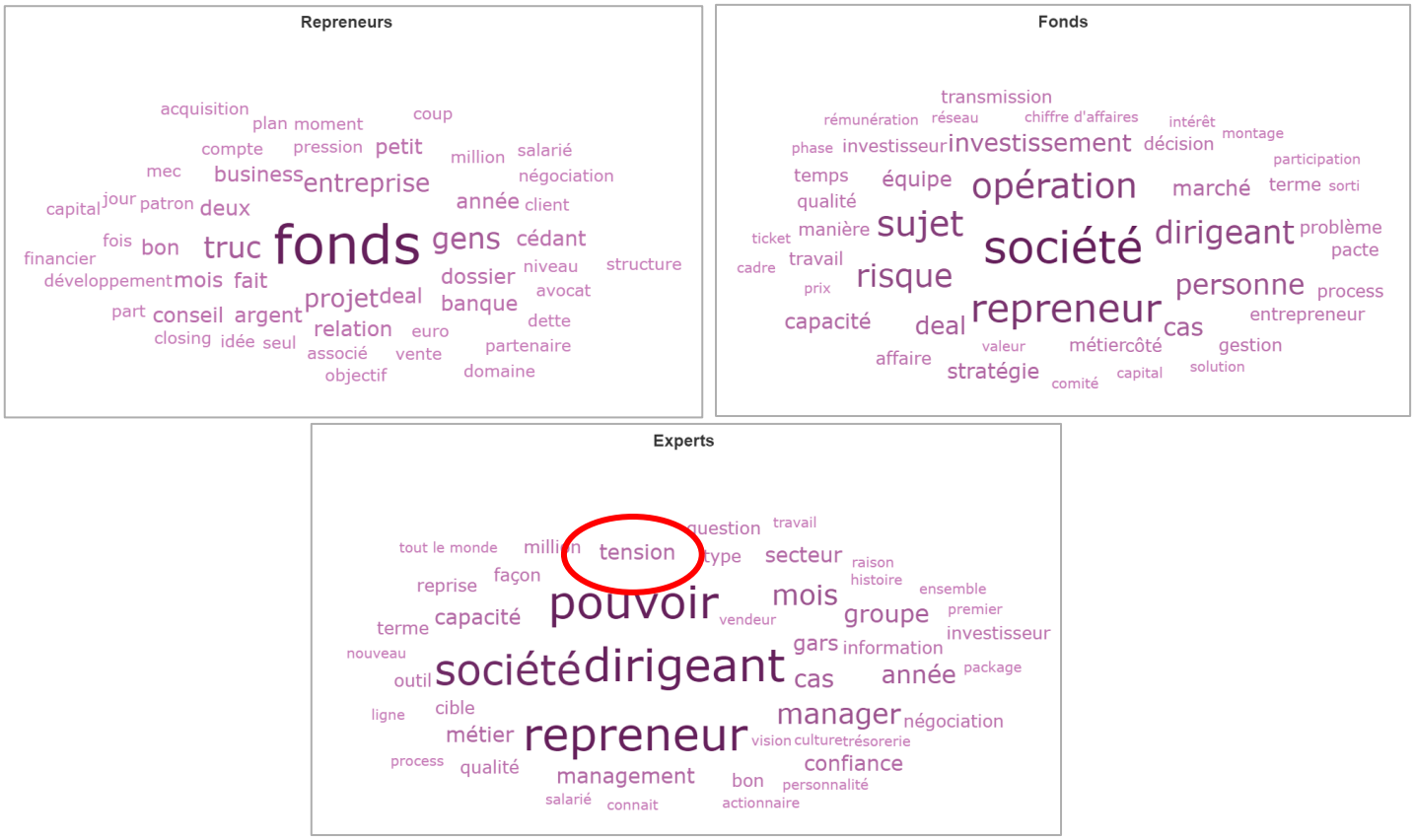
- *« J'ai eu quatre chargés de participation différents. C'est le mercato dans les fonds d'investissement, un peu comme au foot. Les deux* [interlocuteurs] *qui ont fait le deal avec moi ne sont plus chez Z. » (Dyade, repreneur 3).*
- *« Si le fonds est petit, vous êtes sûrs de ne pas changer d'interlocuteur. » (Dyade, repreneur 4).*
- *« C'est important parce qu'il est là depuis le début, il connait bien le dossier. » (Dyade, repreneur 1).*

- ❖ **Constat : le changement d'interlocuteur au sein du fonds d'investissement est perçu négativement par les repreneurs. Ce turn over est principalement attribué à des fonds d'investissement de taille importante.**

2. Les tensions

L'aperçu lexical et sémantique par typologie de répondants fait apparaître, sur les nuages de mots, que le terme « tension » est mentionné exclusivement par les experts. Il n'apparait ni pour les repreneurs ni pour les fonds d'investissement.

Figure 45 – Aperçu lexical et sémantique par typologie de répondants



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 11

Cette observation conforte notre ressenti lors des entretiens, où les répondants, et notamment les fonds d'investissement, nous ont présenté les opérations en cours de façon avantageuse, en nous racontant « la belle histoire » (Bah, 2009, p 133). Parfois, il nous a fallu poser plusieurs fois la même question, à différents moments de l'entretien, pour obtenir des réponses sur certains sujets. Dans un certain nombre de cas, les langues se sont déliées une fois le micro éteint. Nous avons retranscrit ces données dans une rubrique « verbatim micro éteint ».

- **Constat : la problématique des tensions, au sein de la dyade, tend à être éludée par les protagonistes.**

Lorsque des tensions sont finalement évoquées, elles le sont majoritairement par les repreneurs qui ont eu une parole plus libre que les dirigeants des fonds d'investissement.

- **Constat : Les tensions sont plus fréquemment exprimées par les repreneurs que par les fonds d'investissement.**

Pour chaque tension étudiée, nous observons deux natures de tensions :

Des tensions explicites exprimées ouvertement, parfois avec vigueur.

- *« Il y un fonds qui a essayé de me la faire à l'envers, je l'ai éjecté.* » *(Dyade, repreneur 5).*
- *« La confiance est rompue. » (Repreneur seul 7).*

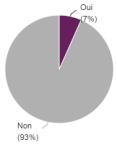
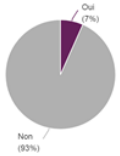
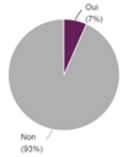
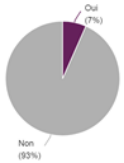
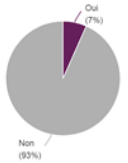
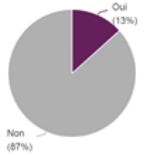
Des tensions latentes. Dans ce dernier cas, il s'agit de tensions sous-jacentes, dormantes, implicites, voire des frustrations.

- *« Il y aura forcément un petit conflit d'intérêt à la sortie. » (Dyade, fonds 1).*
- *« On est un petit peu déçu par rapport à ce qu'on attendait. » (Dyade, fonds 4)*
- *« Il y a toujours des petites pointes de tensions. » (Expert fonds 4).*

Nous observons plus de tensions latentes que de tensions explicites pour chacune des huit tensions potentielles étudiées.

Nous présentons ici une synthèse des tensions explicites et des tensions latentes par nature de tension et par typologie de répondants.

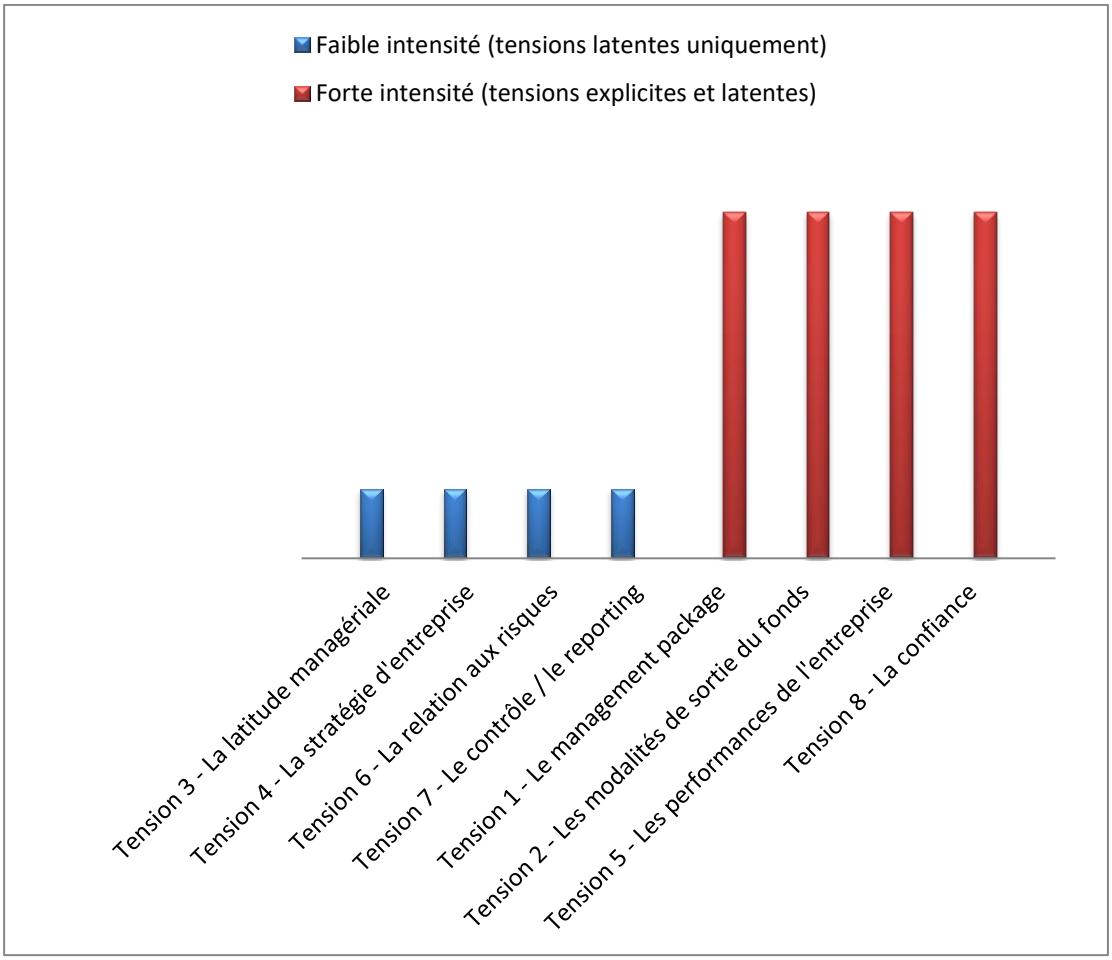
Figure 46 – Synthèse des tensions explicites et des tensions latentes par nature de tension et par typologie de répondants

	Tension 1 **Le management package**	**Tension 2** **Les modalités de sortie du LBO**	**Tension 3** **La latitude managériale**	**Tension 4** **La stratégie de l'entreprise**	**Tension 5** **Les performances de l'entreprise**	**Tension 6** **La relation aux risques**	**Tension 7** **Le contrôle/le reporting**	**Tension 8** **La confiance**
Tension explicite								
Réponse positive	Repreneurs : 57 % Fonds : 13 %	Repreneurs : 14 % Fonds : 0 %			Repreneurs : 14 % Fonds : 0 %			Repreneurs : 14 % Fonds : 0 %
Tension latente								
Réponse positive	Repreneurs : 43% Fonds : 38 %	Repreneurs : 29 % Fonds : 50 %	Repreneurs : 43 % Fonds : 13 %	Repreneurs : 0 % Fonds : 13 %	Repreneurs : 29 % Fonds : 25 %	Repreneurs : 14 % Fonds : 0 %	Repreneurs : 43 % Fonds : 13 %	Repreneurs : 29 % Fonds : 0 %

Source : auteur

Certains sujets font apparaître des tensions à la fois explicites et latentes. D'autres sujets révèlent exclusivement des tensions latentes. Dans la mesure où les tensions explicites expriment les dissensions ouvertement, avec plus de force, nous considérons qu'elles présentent une intensité plus importante que les tensions exprimées uniquement de façon latente. Nous proposons ainsi le principe de tensions d'intensité différente selon leur caractère explicite / implicite.

Figure 47 – Intensité des tensions en fonction de leur caractère explicite / implicite



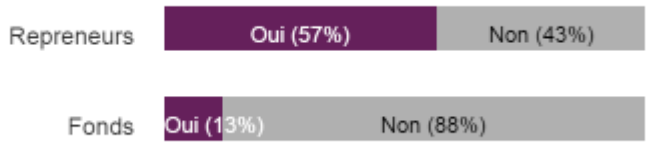
Source : auteur

Nous détaillons à présent les résultats de nos entretiens concernant les huit tensions potentielles identifiées lors de notre recension de la littérature.

2.1 Tension 1 – Le management package

Tensions explicites / latentes relatives au management package

Figure 48 – Tensions explicites relatives au management package par typologie de répondants



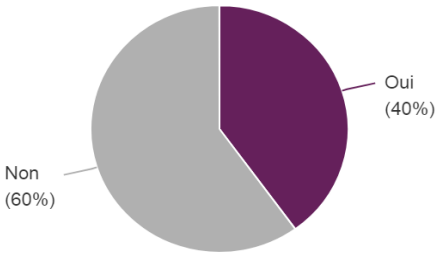
Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 96

Le management package donne lieu à une tension explicite pour 33 % des répondants (57 % des repreneurs et seulement 13 % des fonds d'investissement).

- *« Il y a un fonds qui a essayé de me la faire à l'envers, je l'ai éjecté […]. Quand il m'a dit ça, je l'ai éjecté. Je l'ai même éjecté alors que je n'avais pas tout à fait la solution alternative, à quelques jours du closing. » (Dyade, repreneur 5).*
- *« Le package, la rémunération, ça peut être un sujet* [de tension]. *(Dyade, repreneur 3).*
- *« Yes* [le management package est un moment de tension]. *» (Dyade, repreneur 6).*

Le management package est la seule tension explicite évoquée par les fonds d'investissement.

Figure 49 – Tensions latentes relatives au management package



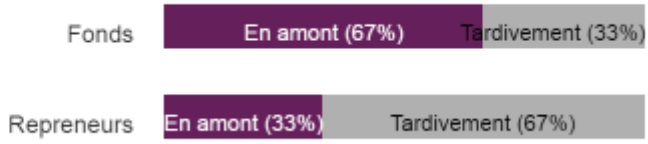
Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 98

Le pourcentage de tension latente s'élève quant à lui à 40 % des réponses.

- *« J'aurais pu tirer un peu mieux en fait. J'aurais peut-être pu négocier un peu mieux, mais avec le risque qu'ils ne m'accompagnent pas. » (Dyade, repreneur 1).*
- *« Ce n'est pas le management package du siècle. » (Repreneur seul, 7).*

Moment de la négociation du management package

Figure 50 – Moment de la négociation du management package par typologie de répondants



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 89

67 % des fonds d'investissement indiquent une négociation réalisée en amont du processus, dans un souci de transparence.

- *« On a rarement de problèmes parce qu'en fait, on met tout sur la table dès le début. » (Dyade, fonds 2).*
- *« On fige les choses dès le début. C'est carré. Le manager sait ce qu'il a. » (Fonds seul 7).*
- *« On fait des montages très simples. C'est clair on avance. ». (Fonds seul 7).*
- *« Je suis très transparent sur le management package. » (Dyade, Fonds 1).*
- *« On ne piège personne. » (Dyade, fonds 2).*

Les repreneurs et experts estiment quant à eux, majoritairement (67 % des réponses), que cette négociation a lieu tardivement et que cela relève d'une stratégie intentionnelle de la part des fonds d'investissement.

- *« Il* [le fonds d'investissement] *m'a appris un mois avant le closing que pour lui, les obligations convertibles, qui font partie du financement, étaient converties dans tous les cas. » (Dyade, repreneur 5).*
- *« C'est une technique de négociation qu'on connait tous, c'est qu'ils ont toujours remis ça au dernier moment […]. J'ai été mauvais dans la négociation parce qu'il m'a dit*

" c'est trop tard, c'est foutu, c'est plus possible de changer ", j'aurais dû dire " ben, tant pis ! " et il aurait changé, j'en suis sûr. » (Dyade, repreneur 4).

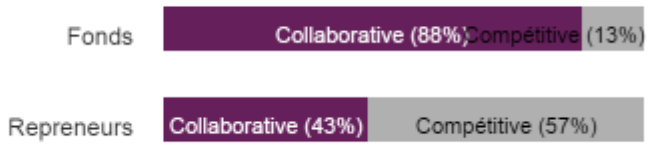
- *« Dans la négo du package, les mecs " timent " le moment où ils te livrent la documentation, pour que tu sois dans le corner, dans la seringue et que tu ne puisses plus reculer […]. La documentation arrive à un moment où le fonds pense qu'on ne sera pas en mesure de refuser, avec des clauses comme des OBSA exerçables à tout moment. » (Autre expert 2).*
- *« Il a délibérément ralenti le processus. C'était délibéré pour que je n'aie pas le choix. » (Dyade, repreneur 5).*
- *« Il y a toujours une pression pour répondre vite. » (Repreneur seul 7).*

❖ **Constat : les fonds d'investissement expriment le principe d'une négociation menée en amont de l'opération, réalisée en transparence.**

❖ **Constat : une négociation tardive sur le management package peut relever d'une stratégie de négociation de la part des fonds d'investissement.**

Nature de la négociation relative au management package

Figure 51 – Nature de la négociation du management package par typologie de répondants

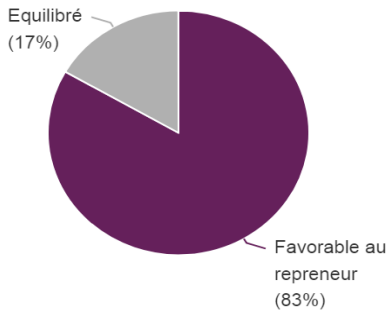


Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 92

Les négociations sur le management package sont jugées collaboratives versus compétitives par une majorité de fonds d'investissement (88 % des réponses), mais par seulement 13 % des repreneurs.

La nature du management package

Figure 52 – Nature du management package selon les fonds d'investissement



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 94

La grande majorité des fonds d'investissement (83 % des répondants) estime que le management package mis en œuvre est favorable au repreneur. C'est le cas de 100 % des fonds majoritaires interrogés.

- *« On est assez partageur de valeur. Quand l'opération marche, on est tout à fait ok pour rétrocéder de la valeur au dirigeant, qui lui, a les mains dans le cambouis toute la journée […]. Ça ne me pose pas de problème de rétrocéder énormément de valeur au dirigeant si le BP a explosé. » (Dyade, fonds 3).*
- *« On n'est pas là pour arnaquer le repreneur. C'est un management package à son profit. » (Dyade, fonds 1).*
- *« On a fait une bonne proposition. » (Dyade, fonds 6).*
- *« Le package qu'on a mis en place, fait que quelle que soit l'issue, qu'il reste ou qu'il ne reste pas, il est content. » (Dyade fonds 4).*
- *« Très généreux sur la partie management package. » (Fonds seul 8).*
- *« On est prêt à partager la performance, sans aucun problème. » (Dyade, fonds 2).*

❖ **Constat : considéré à minima comme équilibré, le management package est majoritairement jugé favorable aux repreneurs par les fonds d'investissement.**

Marge de manœuvre des fonds d'investissement concernant le management package

La totalité des fonds d'investissement interrogés, qu'ils soient majoritaires ou minoritaires évoquent un cadre de négociation laissant peu de place à la négociation.

- *« On a un cadre de principe qu'on applique à tous les repreneurs avec lesquels on travaille, qui est le même pour tous. On a peu de flexibilité pour déroger à ce cadre. » (Fonds seul 8).*
- *« C'est quand même assez difficilement négociable. On a nos standards de marché et on arrive avec des idées, avec nos habitudes, sur lesquelles la marge de manœuvre est relativement réduite. » (Dyade, fonds 1).*
- *« On a un man pack standard. » (Dyade, fonds 3).*

❖ **Constat : les fonds d'investissement sont contraints en termes de négociation du management package. Ils ont peu de marge de manœuvre.**

Satisfaction des parties à l'issue de la négociation

La majorité des répondants expriment leur satisfaction à l'issue de la négociation concernant le management package. Certains, 38 % des répondants, qu'ils soient repreneurs ou fonds d'investissement formulent malgré tout une forme d'insatisfaction.

- *« J'ai trouvé qu'ils* [les fonds d'investissement] *avaient tapé vachement bas. C'est un deal où la sortie n'est pas dingue. » (Repreneur seul, 7).*
- *« Je ne sais pas si aujourd'hui on le referait. On ferait un peu différemment. » (Dyade, fonds 6).*
- *« Je pense que j'ai mal négocié. J'ai été mauvais dans la négociation. » (Dyade, repreneur 4).*

Il est à noter que les tensions rencontrées lors des négociations concernant le management package n'ont pas d'impact sur la relation future entre le repreneur et le fonds d'investissement.

- *« Je suis très content, je n'ai pas de problème, je n'ai aucune amertume. » (Dyade, repreneur 4).*
- *« Sur notre relation, ça n'a pas laissé de trace du tout, enfin je ne pense pas. » (Dyade, fonds 1).*

- **Constat : les relations entre le repreneur et le fonds d'investissement ne sont pas altérées par les tensions rencontrées lors de la négociation du management package.**

Le management package figure parmi les sujets de tensions majeurs entre le repreneur et le fonds d'investissement. C'est même le sujet de tension essentiel en amont de l'opération.

- *«* [Les tensions] *en amont, bien évidemment, sur tout ce qui est pacte et management package. » (Autre expert 2).*
- *« Le package, c'est vraiment le sujet le plus compliqué. » (Dyade, repreneur 5).*
- *« On parlait du man pack tout à l'heure, ça peut être un élément de tension. » (Dyade, fonds 3).*
- *« Il n'y a rien de pire que de négocier avant de closer un deal avec un manager. C'est un moment de tension pour les deux. » (Fonds seul 8).*
- *« Cette phase là n'est pas forcément évidente à mener avec quelqu'un qui est dans son first time deal. A ce moment-là on est de chaque côté de la table. » (Dyade, fonds 4).*

Ces tensions naissent d'un désalignement temporaire des intérêts entre les futurs associés.

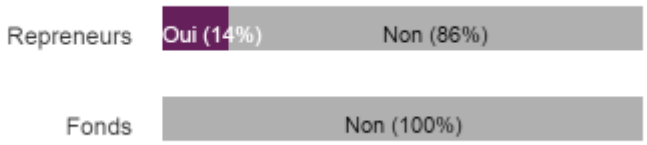
- *« C'est des moments de tension. C'est un moment où on n'est pas alignés avec les fonds […]. Comme on organise la dissymétrie entre les actionnaires, les investisseurs d'une part et les investisseurs managers d'autre part, dissymétrie de profitabilité avec le management package, clairement, ce qui est rajouté aux uns, est enlevé aux autres. » (Dyade, repreneur 5).*

Les recommandations émises par les répondants pour pallier ces tensions résident, pour le repreneur, dans le fait de ne pas négocier dans l'urgence et d'être accompagné par des conseils expérimentés lors de cette phase délicate.

2.2 Tension 2 – Les modalités de sortie du LBO

Tensions explicites / latentes relatives aux modalités de sortie du LBO

Figure 53 – Tensions explicites concernant les modalités de sortie du fonds du LBO par typologie de répondants

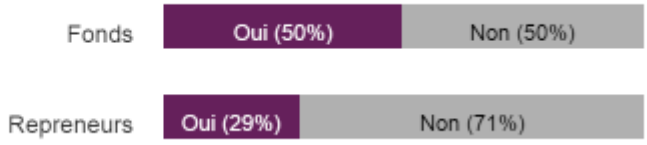


Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 108

Aucun des fonds d'investissement n'indique de tension explicite et seuls 14 % des répondants repreneurs évoquent une tension explicite sur ce sujet. Toutefois, lorsqu'elles sont exprimées, ces tensions sont exprimées avec force.

- *« J'ai vu le côté financier, sale, que je n'aime pas, inhumain, que je n'avais jamais vu. Ils m'ont dit, et c'est de la maladresse de la part de François " écoute, si t'es vendeur, on est aligné, si t'es pas vendeur, on ne l'est pas. Mais si tu nous laisses un morceau à 60 %, il n'y aura pas de problème, sinon, ça ne va pas être simple ". Ça, ça me gêne. Pour votre information, j'ai arrêté de discuter avec François à ce sujet. » (Dyade, repreneur 6).*

Figure 54 – Tensions implicites concernant les modalités de sortie du LBO par typologie de répondants



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 109

Ce sujet de tension est le seul pour lequel les fonds d'investissement s'expriment plus largement que les repreneurs (50 % des répondants parmi les fonds d'investissement, 29 % parmi les repreneurs).

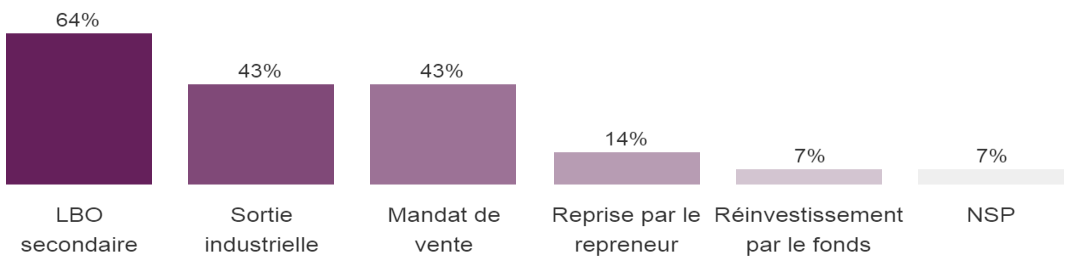
- *« L'engagement que nous on a par rapport aux gens qui nous font confiance et qui investissent chez nous, c'est de maximiser le prix. Ce qu'on ne peut pas accepter, c'est un deal où le manager nous propose un prix fixe, et ne veut pas voir d'autres acheteurs. » (Fonds seul, 8).*
- *« Là, il va rester, donc il y aura forcément un petit conflit d'intérêt à la sortie. » (Dyade, fonds 1).*
- *« Lui rappeler qu'on a été là au début. C'est aussi grâce à nous qu'il a développé l'entreprise. » (Dyade, fonds 6).*
- *« Même des dirigeants avec qui on avait un bon fit, au moment de notre sortie, ça pouvait véritablement créer des tensions. » (Dyade, fonds 5).*

Horizon de sortie du fonds d'investissement

Conformément à la littérature, l'horizon de sortie des fonds d'investissement se situe entre 4 et 7 ans, excepté pour le fonds « evergreen », qui fait référence à des « investissements de long terme », parfois jusqu'à 15 ans.

Les scénarii possibles de sortie du LBO

Figure 55 – Scénarii possibles de sortie du LBO



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 112

Les principaux scénarii possibles sont un LBO secondaire (64 % des réponses) ou une sortie industrielle (43 %). Le mandat de vente se révèle quant à lui être une modalité de réalisation de l'opération de cession.

Le repreneur a-t-il son mot à dire ?

Il y a consensus sur ce sujet (100 % des réponses). Les repreneurs sont associés au projet de cession. Au-delà d'un aspect contractuel, le repreneur est associé à la décision car, par son rôle de dirigeant opérationnel, il peut faire obstruction à un projet de cession qui ne lui convient pas.

- *« S'ils veulent* [les manageurs] *bloquer une liquidité, ils y arrivent. »* (Dyade, fonds 1).
- « *C'est lui qui gère la boite. Si un manager nous dit " je ne veux pas vendre à cette personne ", il a toutes les cartes en main pour pouvoir faire dérailler un deal. Oui, on lui laisse bien sûr son mot à dire. »* (Fonds seul 8).
- *« Vous ne pouvez pas imaginer vendre une boite contre son dirigeant si son dirigeant est légitime. »* (Dyade, fonds 2).
- *« C'est facile de péter un deal en tant que dirigeant. » (Dyade, repreneur 4).*
- *« S'il ne vous aide pas à sortir* [le repreneur], *vous êtes scotché. » (Expert fonds 5).*

❖ **Constat : le repreneur est associé au projet de cession. Par son rôle de dirigeant opérationnel, il peut faire obstruction à un projet de cession qui ne lui convient pas.**

Scénario de sortie souhaité par le repreneur

Figure 56 – Scénario de sortie souhaité par le repreneur

Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 117

80 % des répondants envisagent de rester dirigeants de l'entreprise à la fin du LBO.

- « *J'adore la boite que j'ai reprise. Je viens d'avoir 51 ans, je me verrais bien la développer. » (Dyade, repreneur 4).*

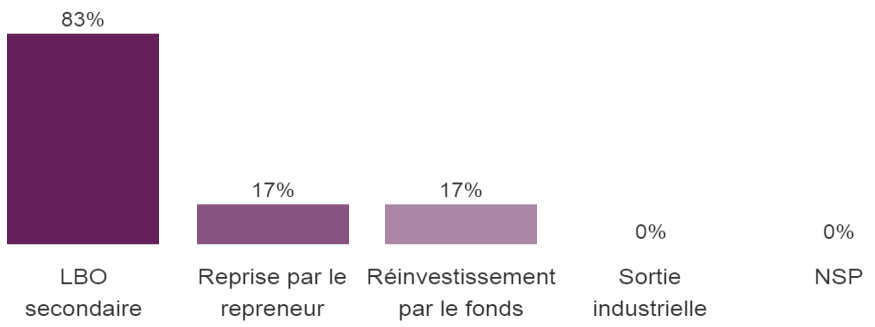
- *« J'ai vraiment vocation à me reluer. L'idée, c'est vraiment de faire un carton pour que je puisse me reluer au max. S'il y a un industriel qui se propose de racheter en payant plus, je n'aurai pas gain de cause. Pour moi, c'est le scénario catastrophe. » (Repreneur seul 7).*

Un seul repreneur exprime son souhait de partir sur un nouveau projet.

- *« Mon projet est de reprendre une grosse boite de 30 M€. » (Dyade, repreneur 2).*

Scénario de sortie souhaité par le fonds d'investissement

Figure 57 – Scénario de sortie souhaité par le fonds d'investissement



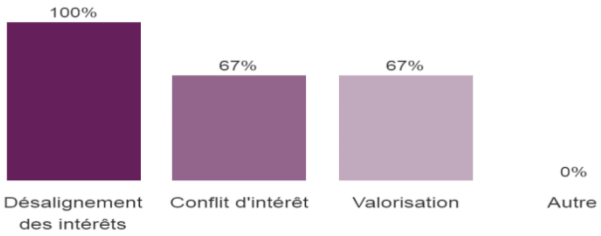
Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 116

Les fonds d'investissement privilégient principalement le principe d'un LBO secondaire (83 % des réponses).

- **Constat : il existe un consensus entre repreneurs et fonds d'investissement sur une sortie de l'opération sous forme de LBO secondaire. Cette modalité de sortie permet au repreneur de rester à la tête de l'entreprise.**

Risques de dissensions au moment de la sortie du LBO

Figure 58 – Risques de dissensions au moment de la sortie du LBO



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 118

Les principaux sujets de dissensions au moment de la sortie du fonds d'investissement concernent des risques de désalignement des intérêts (100 % des réponses), de conflit d'intérêt (67 %) et de valorisation de l'entreprise (67 %).

- *« On défend l'intérêt de nos souscripteurs. Le dirigeant lui, il peut arriver que dans une approche assez court-termiste, il se dise "ben, j'essaye au maximum de tirer la valeur vers le bas ". Donc ça peut créer des tensions. » (Dyade, fonds 5).*
- *« Il va vouloir tirer le prix vers le bas et moi je vais vouloir le tirer vers le haut, c'est normal. » (Dyade, fonds 1).*
- *« Il y a toujours des petites pointes de tensions au moment où il y a une sortie, où en fait le MBI va devenir un MBO […]. Il y a forcément un sujet de valorisation. Généralement on est sur des valorisations qui sont plutôt inférieures versus une cession avec un mandat de cession 100 %. » (Expert fonds 4).*

❖ **Constat : au moment de la sortie du LBO, les intérêts du fonds d'investissement, désireux d'assurer la défense des intérêts de ses souscripteurs, et celui du repreneur peuvent de ne pas être alignés, voire se révéler antagonistes.**

Appréhension des repreneurs au début de leur parcours repreneurial concernant la sortie du fonds d'investissement

Le risque de tensions évoqué par les repreneurs au début de leurs parcours repreneurial quant à la sortie du fonds d'investissement concerne principalement la durée d'intervention de l'investisseur, qui ne semble pas nécessairement compatible avec les intérêts du repreneur et ceux de l'entreprise.

- *« Ils* [les fonds d'investissement] *peuvent avoir des objectifs de sortie précoce, pas en adéquation avec les intérêts de la société. » (V2, N3).*
- *« Le timing du fonds n'est pas nécessairement celui du cycle de l'entreprise. » (V2, N9).*
- *« On n'a pas les mêmes timings » (V2, N13).*

Ce sujet n'est pas évoqué par les repreneurs une fois l'opération réalisée.

En réalisant l'opération, nous pouvons supposer que les repreneurs en acceptent les règles du jeu, y compris concernant la durée du LBO.

- **Constat : les appréhensions des repreneurs au début de leur projet, liées à la sortie du LBO concernent la durée d'intervention des fonds d'investissement. Cette appréhension disparait lorsque le repreneur est sous LBO.**

Les conditions de sortie font partie des tensions majeures entre repreneurs et fonds d'investissement.

- *« Le management package et les conditions de liquidité de la sortie sont évidemment deux sujets majeurs* [de tensions]*. » (Expert 3).*
- *« C'est des moments chauds* [les conditions de sortie]*, comme à l'entrée. » (Expert 5).*
- *« Ça peut être source de tension* [la sortie]*. » (Expert fonds 4).*

Au même titre que la négociation du management package, la sortie du LBO est marquée par un risque de désalignement des intérêts.

- *« Soit vous êtes alignés parfaitement, parce qu'il est vendeur. Là, il y a un alignement, on trouve la meilleure offre ou le meilleur acheteur. Soit vous êtes totalement désalignés, parce qu'il veut sortir notre fonds et que, du coup, lui il est acheteur, nous on est vendeur […]. Effectivement, il peut y avoir un désalignement à ce moment-là. C'est le désalignement d'intérêt à la sortie. » (Dyade, fonds 6).*

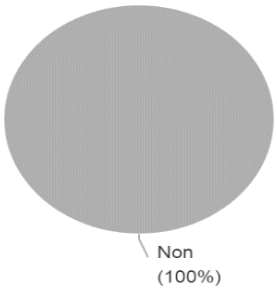
- *« Là,* [la sortie du deal] *nait une opposition et un désalignement d'intérêts qu'il faut gérer. » (Autre expert 2).*

❖ **Constat : la sortie du LBO et la négociation du management package sont deux sujets de tension majeurs, caractérisés par un risque de désalignement des intérêts entre le repreneur et le fonds d'investissement.**

2.3 Tension 3 – La latitude managériale

Tensions explicites / latentes concernant la latitude managériale

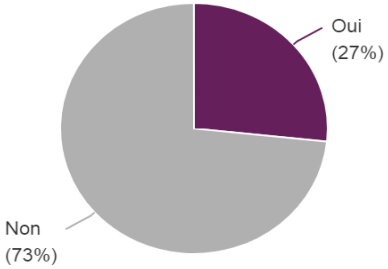
Figure 59 – Tensions explicites concernant la latitude managériale



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 123

Aucun cas de tension explicite n'a été mentionné par les répondants.

Figure 60 – Tensions latentes relatives à la latitude managériale



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 124

Il apparait, par contre, des tensions latentes sur le sujet de la latitude managériale (27 % de réponses positives).

De façon contre intuitive, les tensions latentes exprimées ne concernent pas un manque de latitude managériale, mais au contraire, un manque d'implication et de support de la part des fonds d'investissement.

- *« Ils* [mes interlocuteurs] *ne sont pas dans le business et ils ne sont d'aucune aide dans l'accompagnement business de l'entreprise. » (Dyade, repreneur 6).*
- *« Il n'y a aucun dialogue avec un fonds. Ils sont justes là pour prendre les informations. » (Dyade, repreneur 3).*

Ces tensions apparaissent également lorsque le fonds d'investissement considère que le repreneur n'est pas assez autonome dans la gestion quotidienne de l'entreprise.

- *« En pratique c'est même trop, il nous consulte sur tout. Il est très ouvert et très open, à la limite presque trop ; parce qu'il nous sollicite trop au quotidien. » (Dyade, fonds 4).*

❖ **Constat : une tension peut apparaitre lorsque le fonds d'investissement n'est pas assez présent, au quotidien, aux côtés du repreneur ou lorsque le repreneur n'est pas assez autonome dans la gestion opérationnelle de l'entreprise.**

La latitude managériale

La latitude managériale représente un sujet majeur d'inquiétude chez les repreneurs au début de leur projet repreneurial.

- *« S'il se comporte comme un employeur, c'est l'aspect négatif. » (V2, N°1).*
- *« Perte d'indépendance, partage du pouvoir. » (V2, N°5).*
- *« Perte d'autonomie. » (V2, N°7).*

Ce n'est pas un sujet de tension pour les repreneurs et les fonds d'investissement sous LBO.

Les répondants expriment un fort niveau de latitude managérial donné aux repreneurs concernant les décisions de gestion courante, quelle que soit la position capitalistique des acteurs.

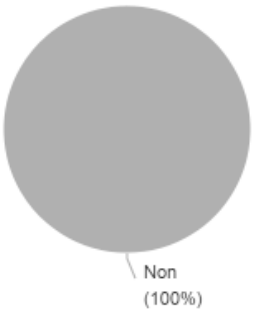
- *« Ils ne m'ont jamais dit " si tu dois embaucher, il faut que j'aie un accord formel ". C'était marqué. On avait marqué la bagnole que je dois avoir, le truc, le bidule, le machin. J'ai acheté la bagnole que je veux. Je me paye ce que je veux. » (Dyade, repreneur 2).*
- *« Même si on est majoritaire, c'est vraiment lui qui est aux commandes. On n'a pas vocation à s'immiscer dans la gestion. » (Expert, fonds 5).*
- *« Un patron, il est chez lui. On n'est pas là-bas nous. » (Expert, fonds 1).*
- *« Les problèmes du quotidien, c'est lui qui les gère, ça fait partie de son travail. » (Fonds seul 8).*
- *« Tout ce qui est infra annuel, qui est de l'ordre de la gestion opérationnelle, on n'a pas à participer à la prise de décision. » (Dyade, fonds 2).*

❖ **Constat : la latitude managériale est un sujet d'inquiétude pour les repreneurs au début de leur projet. Ce n'est pas un sujet de tension une fois le LBO réalisé.**

2.4 Tension 4 – La stratégie de l'entreprise

Tensions explicites / latentes relatives à la stratégie de l'entreprise

Figure 61 – Tensions explicites relatives à la stratégie de l'entreprise



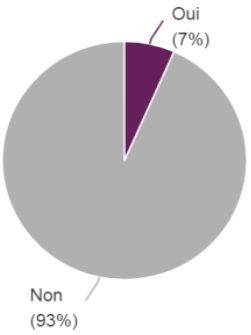
Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 131

Nous n'avons relevé aucun cas de tension explicite concernant le pilotage de la stratégie de l'entreprise, ni aucun cas de désaccord. Les intérêts sont ici alignés.

- *« On est totalement alignés. On veut développer la boite. » (Dyade, repreneur 4).*

- *« Sur le déploiement de sa stratégie, je suis tout à fait en phase avec lui. » (Dyade, fonds 1).*

Figure 62 – Tensions latentes relatives à la stratégie de l'entreprise



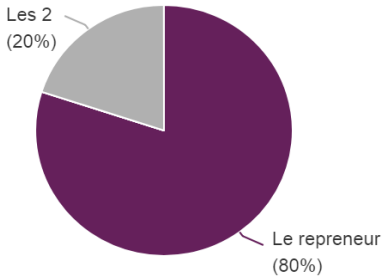
Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 131

Seuls 7 % des répondants ont exprimé une tension latente, concernant une divergence de point de vue sur la stratégie de l'entreprise. En l'occurrence il s'agit d'un désaccord relatif à l'embauche d'un directeur commercial et à la réalisation d'investissements.

- *« Typiquement, l'embauche d'un directeur commercial, qu'il souhaitait faire et nous, on a souhaité attendre. Des investissements importants qu'il souhaitait réaliser et sur lesquels on lui a demandé de phaser un peu plus. On a fait des investissements importants, on estime aujourd'hui qu'il faut rentabiliser ces investissements avant de mettre des nouveaux investissements. » (Fonds seul 8).*

Pilotage de la stratégie de l'entreprise

Figure 63 – Pilotage de la stratégie de l'entreprise



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 133

Une majorité de répondants, (80 % d'entre eux), soit 100 % de repreneurs et 63 % des fonds d'investissement estiment que le pilotage de la stratégie est du ressort du repreneur.

- *« J'ai repris une boite pour mettre en place la stratégie que j'ai définie » (Dyade, repreneur 4).*
- *« C'est lui qui porte le projet, donc c'est lui qui définit son business plan initialement. C'est lui qui la définit, c'est lui qui la porte* [la stratégie]. *» (Fonds seul, 8).*
- *C'est le dirigeant. On n'est pas actionnaire majoritaire. On n'est pas là pour faire la stratégie. » (Dyade, fonds 3).*
- *« La stratégie, c'est lui qui la définit. » (Dyade, fonds 1).*

Certains fonds d'investissement, notamment les fonds majoritaires, souhaitent toutefois être associés au pilotage de la stratégie.

- *« C'est nous ensemble* [la stratégie] *mais sur proposition de sa part, à la base. » (Dyade, fonds 4).*
- *« S'ils sont majoritaires, ils sont beaucoup plus intrusifs, et là, ils vous imposent un peu la stratégie. » (Dyade, repreneur 1).*

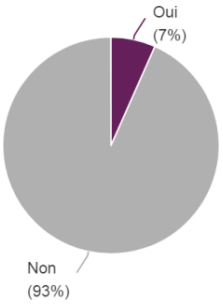
❖ **Constat : la stratégie de l'entreprise n'est pas une source de tension significative entre le repreneur et le fonds d'investissement.**

❖ **Constat : les fonds d'investissement majoritaires souhaitent davantage être associés au pilotage de la stratégie de l'entreprise.**

2.5 Tension 5 – Les performances de l'entreprise

Tensions explicites / latentes relatives aux performances de l'entreprise

Figure 64 – Tensions explicites relatives aux performances de l'entreprise



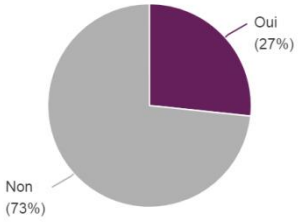
Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 137

Nous n'avons recensé qu'un seul cas de tension explicite, mentionnée par un repreneur sur le sujet.

- *« Il y a deux ans, j'avais dit au fonds B " on n'arrivera pas à tenir le business plan. Qu'est-ce qui va se passer ? Si c'est pour me casser le cul, parce que pendant un an on n'a pas pris de vacances avec mon épouse. Je fais des journées de 12 heures " et eux, ils sont assis le cul sur leur chaise, en ayant placé leur argent. » (Dyade, repreneur 6).*

Tensions latentes relatives aux performances de l'entreprise

Figure 65 – Tensions latentes relatives aux performances de l'entreprise



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 138

Un tiers des répondants évoquent des tensions latentes relatives aux performances de l'entreprise et 67 % indiquent avoir connu au cours du LBO des périodes de contre-performances. Cette proportion est plus forte chez les repreneurs (83 %) qu'auprès des fonds d'investissement (33 %).

- *« A un moment donné, attention, j'ai perdu un gros client. Dans mon BP, je devais perdre 600 000 €, et j'ai perdu 1.5 Million. Ma marge était en train de s'écrouler, et j'avais investi dans le laboratoire. » (Dyade, repreneur 2).*
- *« Là, on a eu une année, on est à la cave. Là, c'est catastrophique. Je fais des simulations toutes les semaines, on va être dans le rouge. Ça dérape à une vitesse dingue. J'en prends plein la gueule avec des causes exogènes. » (Repreneur seul, 7).*
- *« Ce matin, j'ai eu une réunion avec eux et je leur ai annoncé de mauvaises nouvelles pour 2019. » (Dyade, repreneur 3).*
- *« Sur 2020, il y avait 20 au business plan, si on fait 6 ou 7, je suis content. » (Dyade, repreneur 4).*

Toutefois, seulement 27 % des répondants font état de tensions latentes liées aux contre-performances de l'entreprise.

- *« Il y a des sujets de tension sur le chiffre d'affaires qui plafonne et donc on est en train de perdre un peu de temps sur notre thèse d'investissement, parce que ce chiffre d'affaires plafonne [...]. J'aimerais bien que le chiffre d'affaires se développe. » (Dyade, fonds 1).*
- *« On est un peu déçu par rapport à la performance financière, à ce qu'on attendait. » (Dyade, fonds 4).*

❖ **Constat : les repreneurs sont plus de deux fois plus nombreux que les fonds d'investissement à faire état de contre-performances pendant la durée du LBO.**

Impact des contre-performances de la société sur les relations repreneur-fonds d'investissement

Aucun des répondants ne fait référence à un impact négatif des contre-performances rencontrées sur les relations entre les parties.

- *« J'ai encore une totale confiance en lui et je suis en tout cas intimement persuadé, que toutes les actions qu'il a mise en place vont finir forcément par porter leurs fruits. » (Dyade, fonds 1).*
- *« Il m'a dit "ne t'inquiète pas, ce n'est pas grave, concentre-toi sur le développement de la boite". » (Dyade, repreneur 4).*
- *« Ça ne change pas quoi que ce soit dans la relation. » (Dyade, repreneur 3).*

Lorsqu'ils s'expriment de façon générale sur les MBI, les fonds d'investissement ainsi que les experts estiment que la relation reste bonne entre le repreneur et le fonds d'investissement, malgré d'éventuelles contre-performances de la société, sous réserve que la confiance subsiste.

- *« Ce n'est pas parce que ça se passe mal, que la relation de confiance se dégrade. Par contre, il faut que l'information circule bien pour garder la confiance, même quand les résultats ne sont pas au niveau attendu. » (Fonds seul 8).*
- *« Si on le découvre après coup, qu'il ne nous a pas prévenu des mauvaises nouvelles et qu'on les voit au moment du reporting, alors qu'il nous a dit que tout allait très bien, et qu'on se rend compte que ce qu'il nous présente n'a rien à voir avec ce qui était prévu, là, ça ne se passe pas bien, forcément. » (Dyade, fonds 4).*
- *« Quand ça marche moins bien, c'est là où on passe plus de temps avec les dirigeants. Il peut y avoir ce sentiment de perte de confiance [...]. Oui, ça influe sur la confiance. » (Dyade, fonds 6).*
- *« Plus les fonds vont avoir de la transparence et du reporting, et moins ils seront crispés dans l'hypothèse d'une mauvaise performance. » (Autre expert 2).*

❖ **Constat : la qualité relationnelle entre le repreneur et le fonds d'investissement en cas de contre-performances de l'entreprise est corrélée au niveau de confiance qu'accorde l'investisseur au repreneur.**

Les contre-performances de l'entreprise n'ont pas la même importance selon le moment où elles peuvent apparaitre dans la vie du LBO.

Alors qu'elles ont peu d'impact en début d'opération, et notamment lors la première année du LBO, elles peuvent devenir un sujet de tensions à partir de la troisième année, compte tenu de l'horizon de sortie du fonds d'investissement et des enjeux assortis en termes de valorisation.

- *« En général, la première année de reprise est une année stagnante, voire parfois, anticipée comme étant une année de potentielle légère récession. Donc, la performance est moins au cœur du sujet. Et si on ne fait pas le BP la première année, on réajuste le budget, mais ce n'est pas forcément à ce moment-là que les tensions naissent réellement. En revanche, c'est certainement beaucoup plus à partir de la troisième année, que le sujet commence à naitre, ne serait-ce que parce que 3+3 = 6, que 6 est très proche de 7, que certains LBO sont construits sur 6 ans, et qu'on sait très bien que les sorties se font en regardant les 3 dernières années. Donc l'année 3 est aussi potentiellement la première année qu'on va vraiment commencer à regarder en termes de valorisation. » (Autre expert 2).*

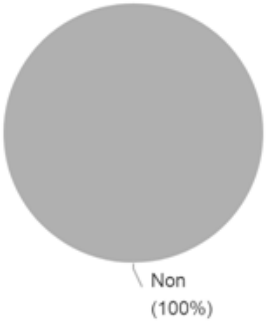
❖ **Constat : les tensions liées aux contre-performances de l'entreprise n'ont pas la même intensité selon le moment où elles se produisent pendant la durée du LBO.**

❖ **Constat : l'intensité des tensions relatives aux contre-performances de l'entreprise est plus forte à partir de la troisième année du LBO.**

2.6 Tension 6 – La relation aux risques

Tensions explicites / latentes relatives aux risques

Figure 66 – Tensions explicites relatives aux risques

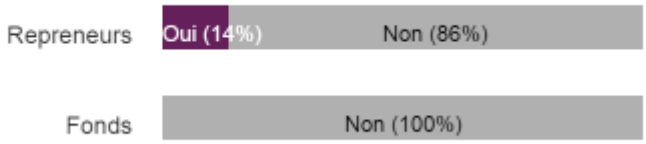


Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 144

Nous n'avons relevé aucun cas de tension explicite en lien avec la prise de risques.

Tensions latentes relatives aux risques

Figure 67 – Tensions latentes relatives à la prise de risque selon la nature de répondants

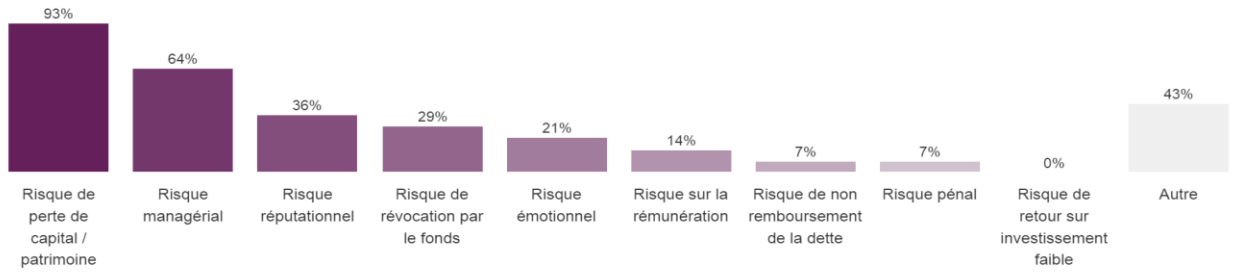


Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 144

Aucun fonds d'investissement et seuls quelques repreneurs (14 % des répondants) ont exprimé des tensions latentes concernant la relation aux risques.

Les risques encourus par le repreneur

Figure 68 – Risques encourus par les repreneurs



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 145

Les principaux risques encourus par le repreneur sont :

Le risque de perte de capital / de patrimoine (93 % des répondants)

- *« A 50 ans, j'ai mis toutes les économies de toute ma vie pour acheter cette boite. J'ai mis tout l'argent dont je pouvais disposer en cash. » (Dyade, repreneur 4).*

- *« Perte de capital, aussi de mise en danger de son patrimoine, voire même de sa famille. » (Dyade, fonds 6).*
- *« Il met un peu tout son patrimoine dans la société. » (Expert fonds 4).*

Un risque managérial (64 %), qui peut s'exprimer par le rejet du nouveau manager par le corps social de l'entreprise

- *« Que la greffe ne prenne pas. C'est-à-dire que le corps sur lequel on a greffé rejette la greffe. » (Dyade, repreneur 3).*
- *« Le premier risque, c'est quand même l'humain, toujours. Qu'on arrive avec une personne qui n'est pas adaptée au style de management auquel les collaborateurs se sont habitués et attachés, et qu'ensuite on ait des pertes de personnes. Si cet esprit-là est cassé par le nouveau manager, ça fait des dégâts considérables. » (Fonds seul 7).*
- *« Qu'il y ait un rejet qui fait qu'il y a un rejet de la personne. » (Dyade, fonds 4).*

Un risque réputationnel (36 %)

- « *C'est un risque de réputation, c'est un risque pénal. C'est un job vachement exposé, quand même. » (Repreneur seul 7).*
- *« Et évidemment son job futur, parce que s'il a planté une boite, ça va être plus difficile de se recycler. » (Dyade, fonds 1).*
- *« Le risque de réputation, c'est important. » (Dyade, fonds 3).*

Un risque de révocation par le fonds (29 %)

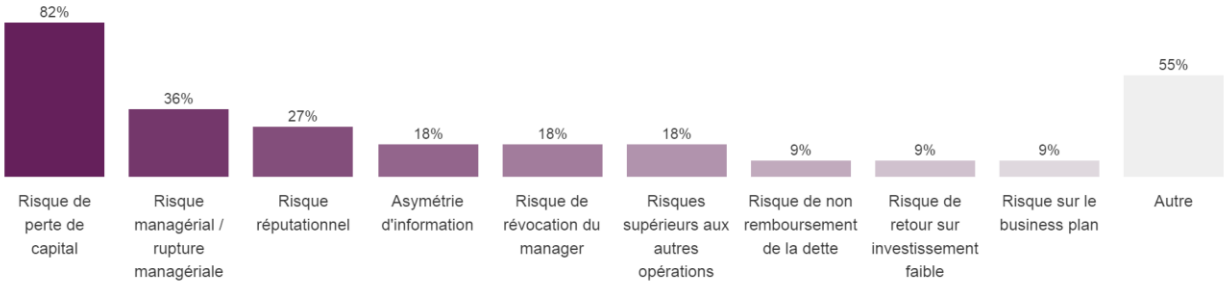
- *« Mon risque, c'est quoi ? C'est qu'un de mes fonds me dégage. » (Dyade, repreneur 3).*
- *« Si on n'est pas content de lui, si on ne s'entend pas avec lui, ou qu'on trouve qu'il ne délivre pas, qu'on se sépare de lui. » (Dyade, fonds 4).*

Le risque de révocation est également présent auprès des repreneurs au début de leur parcours entrepreneurial.

- *« En position minoritaire, risque de se faire licencier. » (V2, N°6).*
- *« Risque de se faire sortir violemment. » (V2, N°7).*

Les risques encourus par le fonds d'investissement

Figure 69 – Principaux risques inhérents aux fonds d'investissement



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 149

Les principaux risques inhérents aux fonds d'investissement sont :

Un risque de perte de capital (82 % des répondants)

- *« Notre premier risque c'est de mettre notre argent en risque. » (Fonds seul 7).*
- *« On est investisseur financier, on sera les derniers remboursés. On a des risques de pertes à tous les étages. » (Dyade, fonds 1).*
- *« Le MBI, il y a un risque de perte en capital. » (Dyade, fonds 6).*
- *« On n'a hélas pas de limite à notre perte. » (Dyade, fonds 2).*
- *« On a un risque financier qui est beaucoup plus important que lui* [le repreneur]. *» (Expert, fonds 4).*

Un risque managérial (36 %)

- « *Vous avez un risque de greffe du repreneur. » (Fonds seul 8).*
- *« Il y a un risque que la greffe ne prenne pas. » (Dyade, fonds 6).*
- *« Il y a bien évidemment les cas de non capacité à se fondre dans la culture de l'entreprise, c'est un écueil majeur du MBI, où quelqu'un d'extérieur vient dans une entreprise à forte culture. (Autre expert 1).*
- *« C'est le digirigeant […], qui ne va pas réussir à s'intégrer dans l'entreprise. » (Dyade, fonds 5).*
- *« Le danger du MBI, c'est la rupture managériale. » (Dyade, fonds 1).*

Un risque réputationnel (27 %)

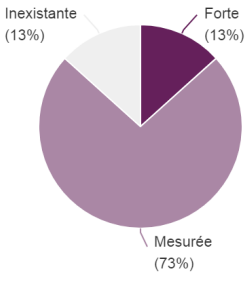
- *« C'est très dangereux pour nous une ligne à zéro, dans un fonds sur lequel on veut essayer de lever un fonds deux, avec des souscripteurs extérieurs. Si on a des pertes sur le fonds un, le fonds deux n'existera pas et il n'y aura pas de fonds trois. Si on s'est raté sur le premier fonds, l'histoire s'arrête très vite et très violemment [...]. Donc une ligne à zéro, c'est très problématique. Très problématique. C'est ma crédibilité sur le marché. » (Dyade, fonds 1).*
- *« S'ils se plantent, évidemment que c'est dramatique pour eux, ce n'est pas bon pour leur réputation* [les fonds d'investissement]. *» (Dyade, repreneur 4).*
- *« Si vous vous plantez, si vous leur rendez 30 % des sous qu'ils vous ont confiés* [vos souscripteurs], *vous n'allez pas lever le fonds numéro 2, le numéro 3, le fonds numéro 4. » (Expert fonds 5).*

❖ **Constat : repreneurs et fonds d'investissement présentent les mêmes natures de risques : risque de perte de capital, risque managérial et risque réputationnel.**

❖ **Constat : le risque réputationnel concernant les fonds d'investissement est absent de la littérature.**

La pression de la dette

Figure 70 – Pression de la dette



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 154

86 % des répondants évoquent une pression de la dette mesurée ou inexistante.

Cette proportion est de 100 % auprès des fonds d'investissements. Les opérations de MBI étant jugées plus risquées que d'autres opérations de LBO, les fonds d'investissement pratiquent, sur ces opérations, des effets de levier modérés.

- *« On a cette approche assez prudente sur les effets de leviers. En gros, on est à un pour un, donc on n'est pas non plus dans une dette toxique. » (Dyade, fonds 5).*
- *« Il ne faut pas trop mettre de dettes dans le MBI. C'est quand même fondamental. C'est un présupposé. C'est un prérequis. » (Expert, fonds 1).*
- *« Il faut pouvoir supporter les mauvaises nouvelles de la transmission au départ et donc ne pas leverager de manière trop importante l'opération. » (Fonds seul 8).*
- *« On a des montages pas très tendus en termes de cashflow. » (Fonds seul 7).*
- *« On est très prudent sur les MBI, c'est-à-dire qu'on vient toujours laisser au moins deux annuités de dette senior en sécurité en trésorerie. » (Expert fonds 4).*

La pression de la dette est plus importante pour les repreneurs et en particulier pour les repreneurs majoritaires. 50 % des répondants évoquent une forte pression de la dette.

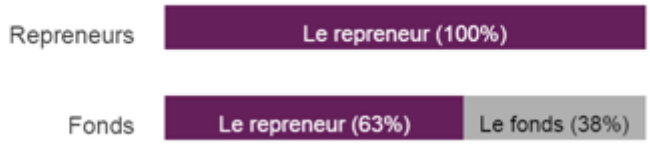
- *« La seule contrainte pour moi, c'est le poids de la dette. Oui, c'est le seul truc. J'ai 480 000 euros à donner, chaque année. » (Dyade, repreneur 2).*
- *« C'est vrai que ça met la pression […]. On ne peut pas se permettre de ne pas payer une année. » (Dyade, repreneur 5).*
- *« J'ai passé des nuits à ne pas dormir. A un moment donné, j'étais tellement angoissé, je ne le montre pas, personne ne le voit, mais tellement angoissé que je me suis baissé mon salaire. » (Dyade, repreneur 2).*
- *« Pour un certain nombre de repreneurs, ils nous en parlent, ça fait partie de leurs préoccupations régulières* [la dette]. *» (Dyade, fonds 5).*

❖ **Constat : les acteurs les plus sensibles à la pression de la dette sont les repreneurs qui occupent une position majoritaire.**

❖ **Constat : Les MBI sont, selon les fonds d'investissement, les opérations de capital-transmission les plus risquées versus la transmission familiale et la transmission aux salariés. Pour limiter les risques, les fonds d'investissement veillent à limiter le poids de la dette dans ce type de configuration.**

Acteurs concernés par les risques

Figure 71 – La prise en charge des risques par typologie de répondants



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 157

Les repreneurs estiment de façon unanime que c'est sur eux que pèsent principalement et fortement les risques. Cela tient au fait que le repreneur investit sur une seule opération alors que le fonds d'investissement répartit ses risques sur plusieurs lignes d'un portefeuille.

- *« J'ai mis tout mon argent dedans. C'est moi qui prends des risques. Je n'ai pas le sentiment qu'ils en prennent. »* (Dyade, repreneur 3).
- *« Ils ont des participations dans des dizaines de boites. J'y ai mis les économies de toute ma vie. »* (Dyade, repreneur 4).
- *« C'est moi. C'est moi parce que j'ai fait tapis. Ils se mettent un peu en risque. Moi je suis une ligne, une participation dans leur portefeuille. »* (Repreneur seul 7).

La majorité des fonds d'investissement (63 % des réponses) estime également que le risque est principalement porté par le repreneur.

- *« Forcément, il en prend peut-être plus* [de risques]. *Notamment Quentin, qui a mis une part conséquente de son patrimoine, il prend beaucoup plus de risques. » (Dyade, fonds 1).*
- *« L'entrepreneur finalement, il prend un risque un peu plus élevé parce que si ça ne marche pas, il a perdu son capital et son job, donc sa rémunération. » (Dyade, fonds 2).*
- *« La personne qui prend le plus de risques au moment de l'opération, c'est lui* [Le repreneur]. *» (Fonds seul 8).*
- *« Notre risque est diversifié parce que nos participations sont noyées dans un portefeuille. » (Dyade, fonds 3).*
- *« Lui* [Le repreneur] *il a une concentration de son risque sur une seule société. » (Fonds seul 8).*

Parmi les fonds d'investissement, certains (38 % des répondants) considèrent toutefois qu'ils prennent plus de risques que le repreneur.

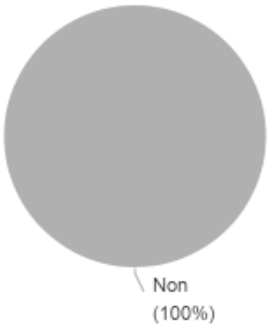
- *« Financièrement, on a investi beaucoup plus. » (Dyade, fonds 5).*
- *« On prend le risque le plus important sur ce dossier. Moi, à titre personnel déjà, j'investis dedans. Notre équipe investit dedans et puis vis-à-vis de nos clients, on a une responsabilité, comme tout fonds d'investissement, quand il réalise un investissement. » (Dyade, fonds 4).*
- *« Qui prend le plus de risques sur une opération de MBI ? C'est le fonds. Sincèrement, c'est le fonds. » (Expert fonds 4).*

❖ **Constat : repreneurs et fonds d'investissement ne présentent pas la même perception de la prise en charge de risques.**

2.7 Tension 7 – Le contrôle / le reporting

Tensions explicites / latentes relatives au contrôle et au reporting

Figure 72 – Tensions explicites relatives au contrôle et au reporting

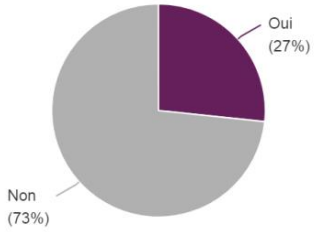


Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 162

Nous n'avons recueilli aucun cas de tension explicite sur le sujet du contrôle et du reporting.

Tensions latentes relatives au contrôle et au reporting

Figure 73 – Tensions latentes relatives au contrôle et au reporting



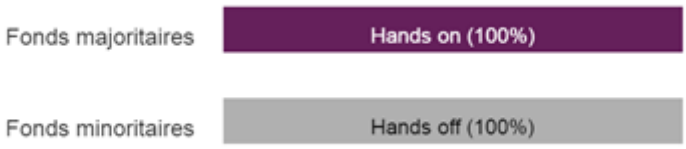
Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 162

Un tiers des répondants fait état de tensions latentes. Elles sont l'expression de plusieurs repreneurs qui souhaiteraient une plus forte implication de la part du fonds d'investissement.

- *« C'est entre deux et trois heures, chaque trimestre, et pour moi, ce n'est pas assez. » (Dyade, repreneur 4).*
- *« J'aimerais là aussi, être plus challengé. Ils* [mes interlocuteurs au sein du fonds] *ne me challengent pas beaucoup. J'aimerais qu'il y ait plus de " et là, qu'est-ce tu en penses ? Est-ce que t'as essayé ça ? Et ça, pourquoi ce n'est pas comme ça ? " . Que ce soit plus challenging. » (Dyade, repreneur 3).*

Niveau d'intervention du fonds d'investissement

Figure 74 – Niveau d'intervention du fonds d'investissement selon la typologie de répondants



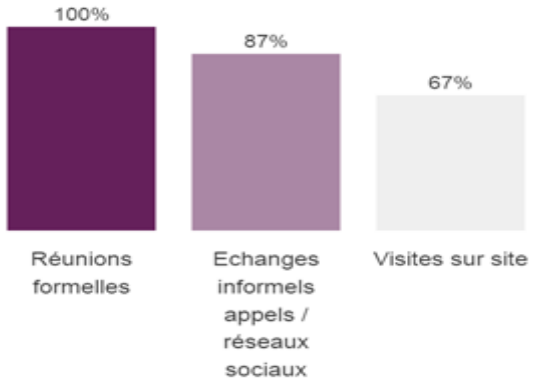
Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 166

De façon assez logique, les fonds majoritaires estiment être plus « hands on », plus présents aux côtés des repreneurs (100 % de réponses issues des fonds majoritaires).

- *« On est très hands on. » (Fonds seul 7).*
- *« La volonté c'est d'être hands on. Hands on, ça signifie être très régulièrement au téléphone avec le repreneur, plusieurs fois par semaine si c'est nécessaire. » (Fonds seul 8).*
- *« Sur ce deal on est plutôt hands on. » (Dyade, fonds 4).*

A contrario, les fonds minoritaires sont plus « hands off » (100 % des réponses), moins présents aux côtés des repreneurs. Ils ont également plus de participations à gérer que les fonds majoritaires et ont moins de temps à consacrer à chacune d'entre elles.

Figure 75 – Modalités d'échanges entre le repreneur et le fonds d'investissement



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 164

Les modalités d'échanges entre les parties prennent la forme de réunions formelles dans 100 % des cas, d'échanges informels, sous forme d'entretiens téléphoniques, de mails, d'échanges sur les réseaux sociaux (87 %) et de visites sur site (67 %).

Le pilotage du reporting

Figure 76 – Pilotage du reporting

Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 167

Le reporting est réalisé par le repreneur (100 % des réponses). Il n'est pas toujours mis en œuvre dans les entreprises reprises au moment où l'interview a été réalisée (33 % des répondants).

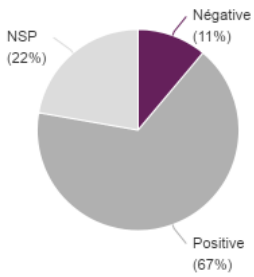
- *« Je n'ai rien fait de ce qui est écrit pour l'instant. Je n'ai même pas fait de reporting. » (Dyade, repreneur 5).*
- *« On est entré en février, il n'y a pas l'once du début d'un reporting. Le reporting financier, là, c'est le trou noir. » (Repreneur seul 7).*

La perception du contrôle et du reporting par les repreneurs

Le contrôle et notamment le reporting sont des sujets d'inquiétude de la part des repreneurs au début de leur projet.

- *« Je n'ai pas envie de faire du reporting tous les mois. » (V1, N°5).*
- *« Si c'est un fonds qui demande énormément de reporting, je ne vois pas l'intérêt. Si c'est juste demander des rapports, ça n'a aucun intérêt, on s'en fout. Je ne veux pas un reporting de 40 pages par mois ». (V2, N°4).*
- *« Il y a souvent " ouais, je ne vais pas passer mon temps à faire du reporting pour les fonds ". L'expérience prouve que c'est des conneries. » (Fonds seul 7).*

Figure 77 – Perception du reporting par les repreneurs une fois le LBO réalisé



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 172

La perception du reporting est jugée positive ou neutre par 89 % des répondants.

- *« Le reporting, ça a plusieurs vertus. Déjà, ça t'évite que les gens viennent te poser des questions parce que tu leur pousses de l'information. Ça nous oblige, nous aussi, à régulièrement poser les choses par écrit, de ne pas les avoir uniquement dans la tronche. Ça nous permet d'avoir une traçabilité [...]. C'est un exercice nécessaire. » (Dyade, repreneur 2).*
- *« Je vais leur donner ce dont j'ai besoin. » (Dyade, repreneur 5).*
- *« C'est un exercice nécessaire. » (Dyade, repreneur 2).*

Le reporting est perçu positivement par une majorité de repreneurs sous LBO. Ils en ont accepté les règles du jeu.

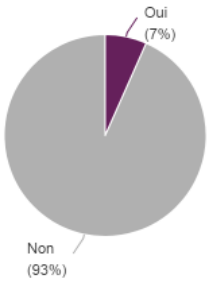
❖ **Constat : les repreneurs au début de leur projet ont une appréhension et une image négative du reporting.**

❖ **Constat : Les repreneurs sous LBO ont une perception globalement positive du reporting.**

2.8 Tension 8 – La confiance

Tensions explicites / latentes relatives à la confiance entre les acteurs

Figure 78 – Tensions explicites relatives à la confiance entre les acteurs



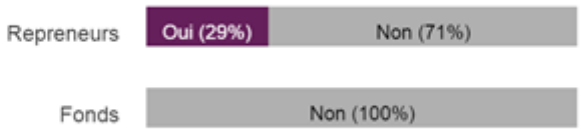
Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 179

Nous n'avons relevé qu'un seul cas de tension explicite concernant la confiance. Elle est le fruit d'un repreneur majoritaire.

- *« La confiance est rompue. Ça s'est tendu, du coup, j'ai changé d'interlocuteur. » (Dyade, repreneur 6).*

Tensions latentes relatives à la confiance entre les acteurs

Figure 79 – Tensions latentes relatives à la confiance par typologie de répondants



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 180

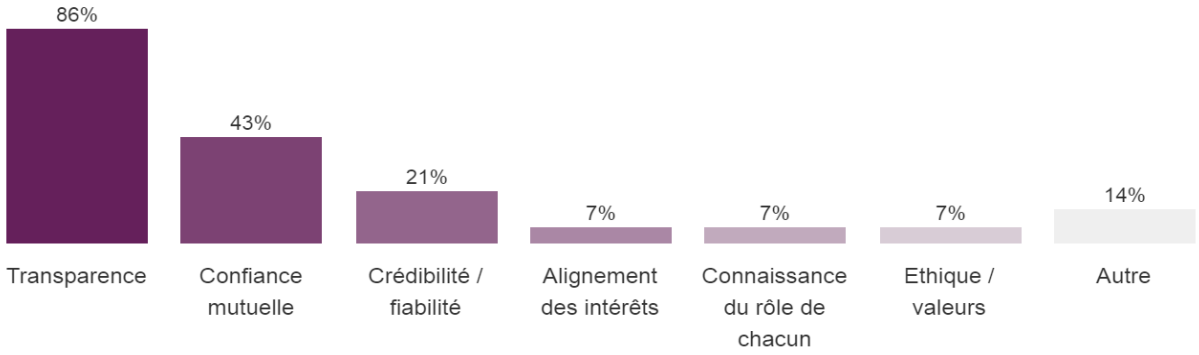
Un tiers des repreneurs qui se sont exprimés nous ont fait part de tensions latentes relatives à la confiance.

- *« Je ne les vois pas suffisamment souvent. Ça reste des rencontres de 3 heures tous les 3 mois. » (Dyade, repreneur 3).*

- *« La distance s'est faite petit à petit quand même. Ça ne s'écroule pas. Mais on voit bien que c'est platonique. C'est une relation un peu platonique. » (Dyade, repreneur 1).*

Caractéristiques d'une relation de confiance

Figure 80 – Caractéristiques d'une relation de confiance



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 181

Selon les répondants, une relation de confiance repose sur les caractéristiques suivantes :

La transparence (86 % des réponses)

- *« Une relation de confiance, c'est quand le patron a une emmerde, une tuile, c'est de prendre son téléphone et de nous appeler. » (Fonds seul, 7).*
- *« C'est tout se dire. Les bonnes choses comme les mauvaises, et rapidement. Ne pas cacher les trucs. C'est clé. » (Dyade, fonds 4).*
- *« Si on réfléchit trois minutes avant de décrocher son téléphone, c'est un mauvais signe. Je joue complétement à livre ouvert. Le temps passé à spiner des messages, depuis un an et demi, c'est zéro seconde. C'est un vrai révélateur. » (Repreneur seul 7).*
- *« Ça veut dire que je dis tout. » (Dyade, repreneur 2).*
- *« Ce qui est important, c'est la transparence. » (Fonds seul 8).*
- *« La transparence, c'est de donner les bonnes et les mauvaises nouvelles. » (Dyade, fonds 6).*

Une confiance mutuelle (43 %)

- *« On doit se faire confiance mutuellement. On apprécie que la confiance soit réciproque. » (Dyade, fonds 2).*
- *« Ils me font confiance et je leur fais confiance. » (Dyade, repreneur 6).*
- *« Ce qui compte, c'est la confiance. La confiance entre nous et le dirigeant et entre le dirigeant et nous. » (Expert, fonds 2).*
- *« Il faut un niveau de confiance réciproque. » (Fond seul 8).*

La crédibilité, la fiabilité (21 %)

Le sujet de la fiabilité est notamment exprimé par les fonds d'investissement.

- *« Je le trouve très crédible, je pense qu'il me trouve très crédible, et ça suffit à mettre en place une relation de confiance, beaucoup plus qu'une relation forte entre deux hommes. On a une relation de confiance, plus par notre apport technique, notre apport intellectuel, que par notre relation humaine. » (Dyade, fonds 1).*
- *« Ça passe par de la fiabilité et puis une bonne connaissance des rôles de chacun. » (Dyade, repreneur 3).*

❖ **Constat : transparence, confiance mutuelle et fiabilité sont les principaux éléments constitutifs d'une relation de confiance entre le repreneur et le fonds d'investissement.**

Situation actuelle en termes de confiance

Figure 81 – Etat de la relation en termes de confiance

Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 184

Une majorité de répondants (92 %) juge satisfaisante la relation de confiance entre le repreneur et le fonds d'investissement.

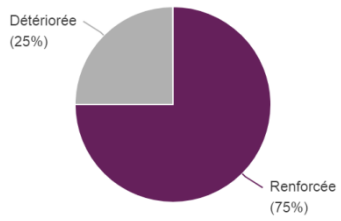
- *« On s'est fait confiance et ça dès le début. Ça, c'était important. » (Dyade, fonds 4).*
- *« Aujourd'hui, très bonne* [la relation de confiance]. *Encore une fois, on est au début de la relation. » (Fonds seul 8).*
- *« Elle est très bonne* [la relation de confiance]. *» (Dyade, fonds 5).*
- *« Elle est très forte* [la confiance]. *» (Fonds seul 7).*

Dans un seul cas, la confiance est rompue.

- *« La confiance est rompue. La dernière fois que je vous ai eu au téléphone, je vous ai dit il n'y aurait pas un écart d'une feuille. Ce n'est plus le cas. » (Dyade, repreneur 6).*

Evolution de la relation de confiance dans le temps

Figure 82 – Evolution de la relation de confiance dans le temps



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 185

Pour les ¾ des répondants la relation de confiance s'est renforcée avec le temps.

- *« Cette confiance se construit aussi dans l'opérationnel et dans la capacité à accompagner le repreneur dans les bons et les mauvais moments. » (Fonds seul 8).*
- *« Plus on a avancé dans la connaissance de Laurent, plus on s'est fait confiance mutuellement et plus on est satisfait. » (Dyade, fonds 5).*
- *« On a même renforcé la confiance. » (Dyade, fonds 3).*

Dans une opération de MBI, le fonds d'investissement investit aux côtés d'un repreneur qu'il ne connait pas. La confiance se tisse au fil du temps, dès les phases amont du deal

- *« Cette phase de préinvestissement a duré assez longtemps. C'est une phase qui m'a permis de comprendre son fonctionnement, de mieux le connaitre. » (Dyade, fonds 5).*
- *« Cette relation de confiance, elle se tisse au fil du temps. » (Fonds seul 7).*
- *« Toute la période du deal, c'est des mois de négociations dans tous les sens, c'est une période où on apprend à se connaître. C'est une période hyper importante qui permet de créer une relation […]. La confiance se crée petit à petit. » (Dyade repreneur 4).*
- *« C'est une co-construction, j'insiste là-dessus. C'est progressif, ce n'est pas acquis au départ puisqu'on se connait peu. Ça commence très en amont, quand on travaille ensemble sur le projet de reprise, où là on commence à se découvrir, à se faire confiance, à se dévoiler. » (Expert, fonds 4).*
- *« On interagit de RDV en RDV. La confiance, ça se gagne. » (Dyade, fonds 2).*
- *« Cette confiance, elle se construit. » (Expert fonds 2).*

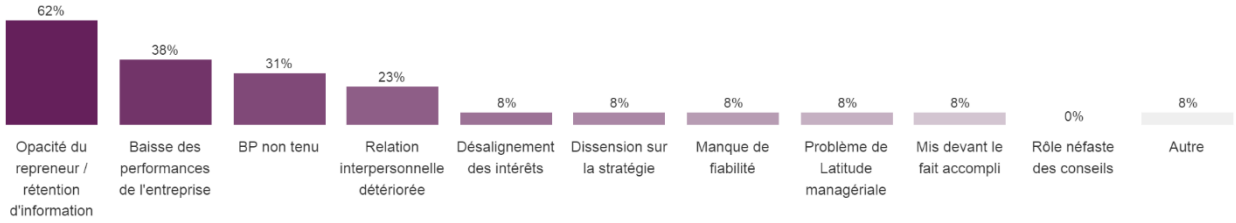
❖ **Constat : la confiance entre le repreneur et le fonds d'investissement se construit dans le temps, depuis la phase de préinvestissement et tend à se renforcer.**

Dans certains cas (pour 50 % des répondants repreneurs), la confiance s'est détériorée.

- *« Non. Je ne les vois pas suffisamment souvent. Ça amoindrit ma confiance vis-à-vis du fonds. Ça ne fait pas très sérieux* [les changements d'interlocuteurs]. *» (Dyade, repreneur 3).*
- *« La distance s'est faite petit à petit quand même. » (Dyade, repreneur 1).*

Eléments qui peuvent nuire à la confiance

Figure 83 – Eléments susceptibles de nuire à la confiance



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 187

Les principaux éléments qui peuvent nuire à la confiance sont :

L'opacité du repreneur (62 % des réponses)

- *« C'est de s'apercevoir qu'éventuellement il ne nous dit pas tout » (Dyade, fonds 5).*
- *« On se sent moins en confiance, si on a l'impression qu'on nous a caché des choses.» (Fonds seul 8).*
- *« La relation sans confiance, c'est un mec qui gère tout dans son coin et puis qui attend la prochaine réunion de reporting ou de board et qui dit les choses à moitié, à qui on doit tirer les vers du nez. Ça c'est une relation sans confiance. » (Fonds seul 7).*
- *« Si je commençais à faire des choses stratégiques, importantes, et que je leur cachais et qu'ils le découvraient, je pense qu'ils seraient furax, et que notre relation de confiance serait pétée. » (Dyade, repreneur 4).*
- *« C'est un manque de transparence, un manque de communication. » (Dyade, fonds 1).*

La baisse des performances de l'entreprise (38%)

- *« C'est aussi des situations de sous-performances qui font que, à un moment donné, on va être sur la défensive. » (Dyade, fonds 5).*
- *« Si les perspectives ne sont plus celles qu'elles auraient dû être. Pire encore, si on rentre dans des difficultés, vis-à-vis de la dette bancaire. » (Dyade, repreneur 5).*

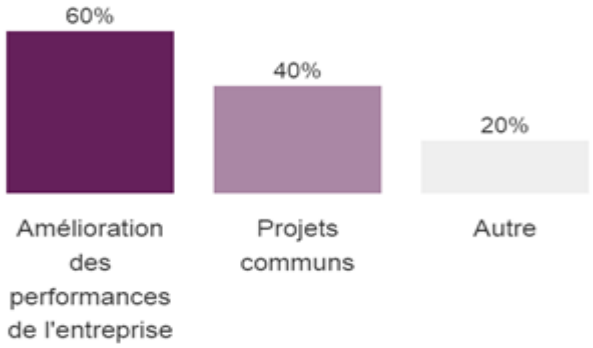
Un business plan qui n'est pas respecté (31 %)

- *« Le dirigeant nous a vendu un business plan à l'entrée, il ne le tient pas et il dévie de sa stratégie. Il y a un malaise qui se crée et la confiance qu'on avait s'érode petit à petit. Ça nuit à la confiance. » (Dyade, fonds 3).*
- *« Quand le business plan n'est pas délivré, on a l'impression que le dirigeant n'en fait qu'à sa tête. Si le dirigeant n'en fait qu'à sa tête, oui, ça pose problèmes. Clairement. Il y a un manque de confiance qui s'établit. » (Dyade, fonds 3).*

❖ **Constat : opacité du repreneur, baisse des performances et business plan non tenu constituent les principaux éléments altérant la confiance entre les parties.**

Eléments qui peuvent améliorer la relation de confiance

Figure 84 – Eléments susceptibles d'améliorer la relation de confiance



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 190

Certains éléments sont propices à améliorer la relation de confiance entre le repreneur et le fonds d'investissement : l'amélioration des performances de l'entreprise (60 % des réponses), des projets communs tels des opérations de croissance externe réalisée conjointement (40 %).

- *« Moi, c'est à ces moments* [projets de croissance externe] *que je les découvre, et que la confiance s'installe en général. C'est là que ça s'installe. C'est à ces moments-là ... C'est là qu'on arrive à avoir une très grande proximité avec les dirigeants et que le jeu change. C'est-à-dire, ok, on est ensemble, pour grandir. » (Expert, fonds 1).*
- *« Si la stratégie qu'il met en place commence à porter ses fruits, je pense que la confiance sera encore améliorée, ça c'est sûr. » (Dyade, fonds 1).*

La relation de confiance est un élément fondamental de la relation entre le repreneur le et fonds d'investissement.

- « *Dans un MBI, le premier actif revient toujours à ça, c'est la relation de confiance avec le management. Ce qui compte, c'est la confiance » (Expert, fonds 2).*
- *« C'est quelqu'un de respectueux, j'ai confiance en lui. » (Dyade, fonds 1).*
- *« Il ne vaut mieux pas briser ce cercle vertueux de confiance de départ. » (Dyade, fonds 3).*

En cas de contre-performances de la société, la relation entre le repreneur et le fonds d'investissement n'est pas altérée tant que la confiance entre les parties reste présente.

- *« J'ai encore une totale confiance en lui et je suis en tout cas intimement persuadé que toutes les actions qu'il a mise en place vont finir forcément par porter leurs fruits. Je suis très content que ce soit lui qui soit aux manettes de cette boite et pas un autre manager. » (Dyade, fonds 1).*
- *« Ça ne change pas quoi que ce soit dans la relation ». (Dyade, repreneur 3).*
- *Ce n'est pas parce que ça se passe mal, que la relation de confiance se dégrade. » (Fonds seul, 8).*

Par contre, la perte de confiance, souvent réciproque, marque le début d'une défiance, d'une radicalisation des positions entre le repreneur et le fonds d'investissement, souvent irréversible.

- *« La confiance, elle est dure à retrouver. Donc, il ne vaut mieux pas briser ce cercle vertueux de confiance de départ. » (Dyade, fonds 3).*
- *« La perte de confiance est très souvent réciproque. Et il y a un cercle vicieux très évident qui s'installe […]. On rentre dans ce cercle vicieux, où effectivement il y a une perte de confiance entre les interlocuteurs. Même s'il y a un soi-disant alignement d'intérêts, au bout, le fait qu'il n'y ait plus cette confiance, c'est un binôme qui ne fonctionne plus du tout. » (Autre expert 1).*

❖ **Constat : Les relations entre le repreneur et le fonds d'investissement ne sont pas altérées en cas de contre-performances de la société, sous réserve que la relation de confiance soit intacte.**

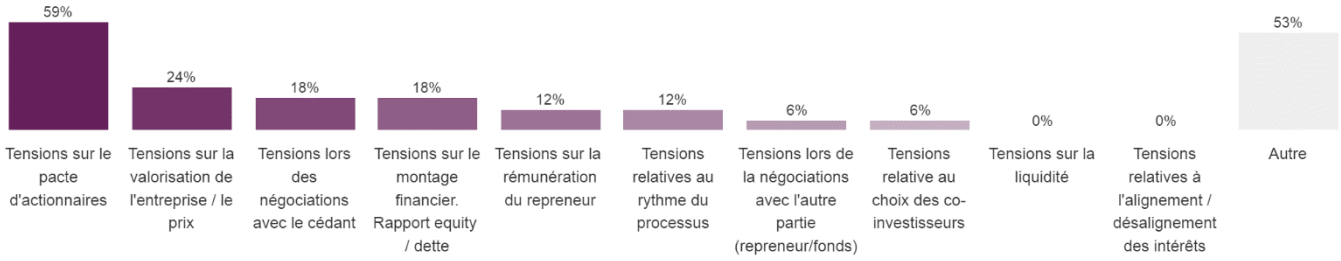
❖ **Constat : « La confiance se gagne en gouttes et se perd en litres ». La citation de Jean-Paul Sartre s'applique parfaitement à la relation entre le repreneur et le fonds d'investissement.**

2.9 Autres tensions

Outre les huit tensions potentielles déjà identifiées, nos répondants nous ont fait part de nouvelles tensions potentielles entre le repreneur et l'investisseur.
Nous avons ainsi identifié une série de tensions potentielles en amont puis en aval du deal.

Autres tensions amont

Figure 85 – Autres tensions amont



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 194

Plusieurs tensions peuvent émerger en amont de l'opération.
Les principales concernent :

Le pacte d'actionnaires (59 % des réponses)

Ce volet juridique de l'opération, éminemment complexe, suscite inquiétudes et tensions auprès des repreneurs qui ne sont pas, par nature, des experts du sujet.

- *« C'est toujours le pacte d'actionnaires. Généralement c'est une première opération. Ils ont un peu peur. Ils n'ont jamais vu un pacte d'actionnaires de leur vie. » (Expert, fonds 2)*
- *« Le good et bad leaver, c'est toujours ce qui est le plus négocié, c'est les zones de frustration, de crispation. » (Fonds seul, 8).*

- *« Les histoires de bad leaver et de good leaver. Les clauses de good leaver, ils ont discuté ça pendant des plombes. On a l'impression qu'ils prennent leur pied à discuter de ces sujets-là. » (Dyade, repreneur 3).*
- *« La documentation du closing est toujours un moment tendu. » (Dyade, fonds 1).*
- *« J'ai eu un différend avec l'avocat. Il avait mis une clause de bad leaver qui était vraiment punitive. J'ai été vraiment furax. » (Dyade, repreneur 4).*

La valorisation de l'entreprise (24 %)

La valorisation de la société cible peut également donner lieu à des dissensions entre des acteurs dont les intérêts ne sont pas nécessairement alignés. Le repreneur ardemment désireux de réaliser le deal est parfois prêt à accepter une survalorisation de la cible, alors qu'un investisseur professionnel souhaite, quant à lui, acheter le moins cher possible.

- « L*es valorisations, c'est des sujets qui peuvent être des éléments de tensions sur certains deals bien sûr, car on souhaite acheter le moins cher possible. » (Dyade, fonds 3).*
- *« Il peut y avoir un décalage entre la vision du prix que peut avoir le repreneur et la vision du prix que peut avoir le fonds. On n'a pas forcément la même expérience de la valeur et de l'investissement, des perspectives de rendement. Donc on peut avoir un repreneur qui a vraiment envie de faire le deal à " n'importe quel prix " et le fonds d'investissement qui ne va pas vouloir le faire à n'importe quel prix et ça peut créer à ce moment-là, un décalage. » (Dyade, fonds 4).*

Les négociations avec le cédant (18%)

Outre le prix d'acquisition, le repreneur, impatient de finaliser l'opération, peut être tenté d'accéder à certaines demandes du cédant auxquelles le fonds d'investissement ne souhaite pas consentir.

- *« En amont du deal, il faut être sûr que dans la négociation avec les vendeurs, qu'on soit complètement alignés et qu'il n'y ait pas des jeux cachés de l'un par rapport à l'autre. Il peut y avoir des stratégies différentes et c'est important d'être complètement calé. Quand on est dans une négociation avec le vendeur, il ne faut pas que le vendeur*

sente que monsieur X est plutôt là, et monsieur Y plutôt là. Il faut qu'on parle d'une même voix. » (Dyade, fonds 4).

- *« Le vendeur joue, met la pression sur l'acquéreur, qui du coup, est persuadé que c'est la pépite de l'année d'une part et que d'autre part, il y a 5, 6, 7, 8, 10 autres acquéreurs, au minimum, à ce prix, et que donc, il faut réaliser l'opération prestement, sans trop poser de questions, pour ne pas être désagréable à l'égard du vendeur, et pour lui montrer la motivation d'acheter. » (Expert, fonds 3).*

Le montage financier de l'opération (18%)

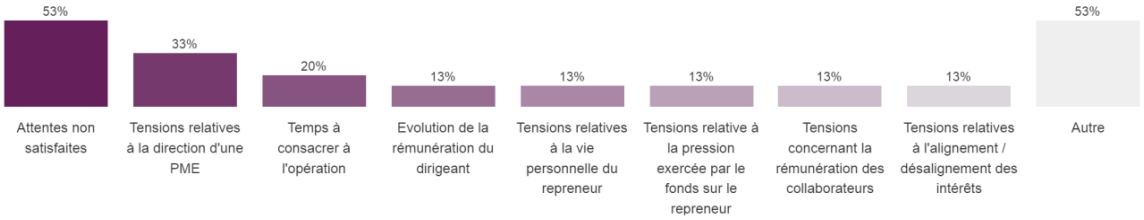
Le repreneur, dont l'objectif consiste à optimiser l'effet de levier et à réduire l'impact du fonds d'investissement en termes de présence capitalistique peut avoir pour objectif de lever une dette importante. Le fonds d'investissement, quant à lui, tend à être prudent concernant les effets de levier, afin d'atténuer la pression de la dette pesant sur la cible. De cet objectif antagoniste peut naitre des tensions.

- *« Avant le closing, avec le fonds B, on a eu des négociations un peu tendues, parce que mon expert-comptable qui avait l'habitude, me poussait à lever une dette sénior supérieure. Le fonds faisait tout pour ne pas le faire et me disaient qu'ils ne feraient pas le deal si la dette senior était supérieure. Donc on a eu des tensions. » (Dyade, repreneur 6).*
- *« Un repreneur, y compris Gérard, aura tendance toujours à essayer de mettre un peu plus de dette, puisque par nature, c'est non dilutif. On est toujours assez vigilant là-dessus, on leur dit " attention à l'effet de levier, ça peut être dangereux " […]. A un moment donné, il y a eu une discussion sur le niveau de dette, on n'était pas complètement en phase. » (Dyade, fonds 6).*

Des tensions peuvent également apparaitre une fois l'opération réalisée.

Autres tensions aval

Figure 86 – Autres tensions aval



Source : rapport Sphinx, analyse exploratoire et analyse de contenu, 2020, p 200

Les principales tensions aval concernent :

Des attentes non satisfaites (53 %)

Elles émanent notamment de repreneurs qui jugent insuffisante voire inexistante la valeur ajoutée du fonds d'investissement à leurs côtés.

- *« Il n'y a pas de propositions. Il n'y pas de propositions de développement ou quoique ce soit. Il n'y a pas de notion de conseil. Ils ne sont pas force de proposition du tout. Ils ne vous amènent pas forcément quelque chose. La seule chose qu'ils ont amené, c'est les fonds qu'il fallait pour acquérir cette entreprise. Ils n'amènent pas grand-chose. Franchement pas grand-chose […]. J'aimerais qu'ils soient beaucoup plus moteur. » (Dyade, repreneur 1).*
- *« Il ne faut attendre aucune plus-value d'un fonds. Il n'y a aucun dialogue avec un fonds. Ils sont justes là pour prendre les informations. Aujourd'hui, je n'ai aucune plus-value de mes fonds. Je n'ai pas eu un client, je n'ai pas eu une idée, une opportunité de développement, qui a été apporté par un fonds […]. Je le vis comme une déception. » (Dyade, repreneur 3).*
- *« Je m'attendais à plus d'inputs ou de challenges. » (Dyade, repreneur 6).*

Des tensions relatives à la direction d'une PME (33 %)

La direction opérationnelle d'une entreprise peut se révéler complexe. Le pilotage d'une PME, dont les ressources sont contraintes, constitue une pression particulière exercée sur le repreneur qui est soumis à un stress parfois intense.

- *« Vous êtes seul ! C'est la règle absolue. Quand vous êtes dans une PME, vous êtes seul. Tu ne dors pas toutes les nuits. » (Dyade, repreneur 2).*
- *« La vie de PME, c'est quand même très particulier. La vie en PME, c'est quand même hard. » (Dyade, fonds 2).*
- *« C'est un truc de malade […]. Jusqu'à présent, j'ai bossé tous les dimanches après-midi de 14h à 20h, pour rattraper mon retard de la semaine. Avant de reprendre, j'avais checké avec ma femme qui bosse aussi, je lui avais dit " pendant un an, tu m'oublies. Pendant un an, je ne veux pas entendre parler de soucis. Tu gères la maison, tu gères les enfants, tu gères les parents, tu gères les beaux-parents, tu gères tout ! ". » (Dyade, repreneur 4).*
- *« J'ai énormément de pression. Pression des équipes, pression que je me mets moi-même et puis pression des fonds forcément […]. On est très seul en fait. » (Dyade, repreneur 3).*

Des tensions relatives à la disponibilité du fonds d'investissement (20 %)

Plusieurs répondants nous ont fait part de l'aspect chronophage des opérations de MBI. Ces opérations nécessitent un investissement important de la part du fonds d'investissement en termes de temps. Or les ressources des fonds d'investissement sont également contraintes et ils ne peuvent pas nécessairement consacrer à chacune de leur participation le temps nécessaire. Cette observation concerne notamment les fonds minoritaires.

- *« Ce n'est pas qu'ils ne veulent pas, c'est qu'ils n'ont pas le temps. » (Dyade, repreneur 1)*
- *« C'est des opérations qui demandent plus de temps, plus d'énergie et qui sont un peu plus risquées que les opérations très classiques de LBO. » (Fonds seul 8).*
- *« On n'a pas les moyens, et puis on n'a pas le temps. » (Dyade, fonds 1)*
- *« C'est chronophage* [un MBI]. *» (Dyade fonds 6).*
- *« Un fonds majoritaire, il ne gère pas 15 boites comme moi. » (Dyade, fonds 3).*

2.10 Opérations contre productives

Nous avons recueilli le témoignage de plusieurs fonds d'investissement concernant des opérations de MBI qui n'ont pas créé de valeur ou qui se sont soldées par un échec.
Ces échecs sont parfois lourds de conséquences puisque certains fonds d'investissement ont pris la décision radicale de ne plus investir aux côtés de repreneurs individuels.

- *« Pour l'instant mes pratiques, ça a été : on ne fait plus de MBI. » (Expert, fonds 1).*

Nous avons identifié plusieurs éléments jouant un rôle important dans ces opérations contre-productives.

Le rôle du reporting

Le reporting a joué un rôle décisif dans certaines opérations réalisées avec des repreneurs indélicats, dont il a fallu se séparer.

Loin de donner lieu à des tensions, certains fonds d'investissement ont mentionné un reporting d'une qualité exceptionnelle, foisonnant d'informations. Cela procédait en réalité d'une stratégie délibérée du repreneur consistant à noyer ses interlocuteurs sous un flot de données.

- *« Trop d'informations, on était noyé dans l'information. » (Expert, fonds 4).*
- *« Chaque reporting, c'était magnifique ! On se disait " wahou, il bosse comme un malade ce gars, il déroule ! ". Incroyable, on avait tout, on avait 150 pages de reporting. On se disait " Ce gars, il bosse jour et nuit ". Il faisait que du reporting, en fait. J'avais des jolis chiffres aussi. J'avais un reporting qui était nickel. On avait des reportings qui étaient dingues. On s'est aperçu que les reportings étaient falsifiés. » (Expert, fonds 1).*
- *« On avait des séances de reporting qui débordaient d'informations. Sa stratégie c'était de nous noyer sous l'information plutôt que de ne pas nous en donner. On avait en face de nous quelqu'un qui était un peu champion du monde de l'enfumage. » (Expert, fonds 2).*

❖ **Constat : un reporting foisonnant d'informations peut procéder d'une stratégie délibérée d'un repreneur mal intentionné, consistant à noyer ses interlocuteurs sous un flot d'informations. L'absence totale de tension concernant le reporting, n'est alors pas le gage d'un bon fonctionnement de la dyade.**

L'absence de contact avec les salariés de l'entreprise

Certains experts nous ont également rapporté des cas où le repreneur avait volontairement coupé le fonds d'investissement de tout contact avec le reste des salariés de l'entreprise et faisait régner dans la société la loi du silence.

- *« Après, on a découvert des tas de choses, mais une fois qu'il était dans l'entreprise, il nous a complètement dupé […]. Il régnait une sorte de charme et de terreur. » (Expert, fonds 2).*
- *« Personne ne parlait. L'omerta totale, la loi du silence. » (Expert, fonds 1).*

Le niveau de trésorerie

Dans les cas extrêmes qui nous ont été rapportés, le niveau de trésorerie de l'entreprise s'est révélé être un indicateur-clé qui a permis aux fonds d'investissement de mettre à jour des situations anormales, habilement dissimulées par des repreneurs peu scrupuleux.

- *« Ça se voit aussi dans les sujets de trésorerie. » (Expert, fonds 4).*
- *« 3 mois après, je m'aperçois d'un dérapage total de trésorerie, mais dramatique. Et donc 3 mois plus tard, gros, gros trou dans le cash. Mais énorme trou, la trésorerie est passée de + 5 à – 3. En l'espace d'un mois. » (Expert, fonds 1).*

Nous terminons cette étape d'analyse des données de terrain par les conseils recueillis auprès de nos répondants à l'usage des repreneurs et des fonds d'investissements.

En premier lieux, nos répondants ont tous souligné la prévalence du facteur humain dans les échanges entre le repreneur et le fonds d'investissement.

- *« On est toujours dans une relation humaine. C'est ce qui me plait d'ailleurs dans ce métier. Ce n'est pas qu'une opération financière, c'est une opération humaine, de travail en commun. » (Dyade fonds 1).*
- *« A 90 % c'était toujours de l'humain. » (Expert, fonds 1).*
- *« Bien choisir le mec. C'est un recrutement en fait. » (Dyade, repreneur 4).*
- *« Il faut mettre le bonhomme avant le fric. » (Expert, fonds 2).*
- *« Le MBI, le point-clé, ce n'est pas tellement la boite, c'est plutôt le repreneur. » (Dyade, fonds 2).*
- *« La relation est essentielle. » (Dyade, fonds 4).*
- *« S'il n'y a pas de fit avec le repreneur, ça ne marche pas. » (Fonds seul 8).*

- **Constat : la dimension humaine d'une opération de MBI prévaut sur les aspects techniques.**

Nous retenons deux conseils à l'usage des repreneurs :

Importance du choix du fonds d'investissement

Nombreux sont nos répondants, repreneurs, fonds d'investissement et experts à insister sur l'importance pour le repreneur de prendre le temps de choisir son partenaire financier.

- *« Prendre un fonds qui a la capacité de lui apporter de la valeur ajoutée. Avoir un fonds qui apporte plus que des fonds. » (Dyade, repreneur 3).*
- *« De prendre le temps de choisir son fonds. Qu'il prenne le temps de se demander avec qui il veut bosser. » (Fonds seul 7)*
- *« De bien choisir son fonds. Regarder comment ça fonctionne, regarder qui sont les gens. S'attacher aux problématiques humaines, aux interactions, savoir qui est pote avec qui. C'est classique mais sur le MBI, il faut vraiment bien choisir son fonds [...]. C'est tellement important le choix du fonds. » (Repreneur seul 7)*

Importance de la préparation du repreneur

Nos répondants ont également insisté sur la nécessité pour le repreneur de préparer et de professionnaliser sa démarche pour s'acculturer à un univers nouveau, celui du private equity, puis pour assurer sa crédibilité auprès de ses interlocuteurs financiers.

- *« C'est un très, très long parcours, de séduction et de réalisation du deal. Il faut avoir un discours hyper bien préparé. Il faut avoir vraiment, vraiment préparé ses " management prez " avant la rencontre avec les fonds. C'est une opération de séduction qu'il faut vraiment travailler en amont. » (Dyade fonds 1).*
- *« Butiner, butiner, rencontrer de l'investisseur, brainstormer avec des investisseurs. Ça peut être intéressant pour le repreneur, parce qu'il s'acculture à un monde dont il est totalement étranger, et qui de surcroît est devenu extrêmement illisible, ou en tout cas très complexe à décoder, parce qu'il s'est beaucoup parcellisé. » (Autre expert 2).*
- *« De prendre le temps de connaitre le fonds. De créer du lien avec lui. » (Fonds seul 8).*

Nous retenons également deux conseils à l'usage des fonds d'investissement.

Les MBI sont certes susceptibles d'être très rentables.

- *« Des MBI réussis, c'est très rentable […]. Le MBI, quand c'est réussi, c'est le segment qui peut être le plus rentable. » (Dyade, fonds 2).*
- *« Il y a de très belles histoires de MBI. » (Fonds seul 8).*
- *« Le MBI est un exercice qui est plus créateur de valeur qu'un MBO. » (Expert fonds 2).*

Pour autant, les opérations de MBI sont perçues comme plus risquées que d'autres opérations de LBO, telles que les transmissions familiales et les MBO.

- *« Le MBI, c'est risqué ! » (Dyade, fonds 2).*
- *« Les MBI, c'est comme l'alcool, oui, mais avec modération. » (Expert, fonds 4).*
- *« Sur l'échelle de Richter, si on va du plus risqué au moins risqué, le moins risqué l'OBO, puis, la transmission familiale, à partir du moment où la deuxième génération travaillait déjà dans l'entreprise. Si on monte un tout petit peu plus dans le risque, il y a la transmission managériale, donc on dit au numéro 2, au numéro 3, au numéro 4. Et enfin, et là on passe à un grand gap dans le risque, on remonte fort en température avec le MBI. » (Expert, fonds 3).*
- *« Dans l'ordre croissant du risque vous avez en un, l'affaire familiale, parce qu'on a mis le gars à l'épreuve dans la famille, en deux, c'est les salariés. En trois, c'est le MBI. C'est toujours plus casse gueule que les MBO ! Un MBI c'est 10 fois plus compliqué qu'un MBO. » (Expert, fonds 5).*
- *« C'est des opérations où on a une nature de risque plus forte au départ. » (Expert fonds 4).*
- *« C'est beaucoup plus risqué en MBI. » (Dyade, fonds 3).*

La façon de pallier cette incertitude consiste pour les fonds d'investissement à diluer les risques, mais aussi à construire une courbe d'expérience, au sein de la structure, par une pratique régulière des MBI

- *« De ne pas mettre tout l'argent collecté sur un gros dossier de MBI. Il faut y aller doucement au départ, pour apprendre. Diversifier le risque par rapport à l'investissement. De ne pas mettre un énorme ticket sur un MBI, d'y aller progressivement. » (Dyade, fonds 6).*
- *« C'est une question de capital expérience, en accumulant et en faisant. » (Dyade, fonds 2).*

- *« Je lui conseillerais d'avoir dans son équipe quelqu'un qui a déjà fait ça. » (Repreneur seul 7).*

Le second conseil consiste à acheter moins cher

Une autre façon de pallier les risques inhérents aux opérations de MBI consiste à acheter les cibles moins chères.

- *« On souhaite acheter le moins cher possible. » (Dyade, fonds 3).*
- *« Les MBI on les achète moins chers. » (Dyade, fonds 3).*
- *« Les opérations sont risquées. On ne veut pas les acheter cher, d'entrée de jeu. Ce qui n'est pas le cas en MBO. C'est beaucoup plus risqué en MBI. » (Dyade, fonds 3).*
- *« Il faut se dire " attention, on est sur un MBI", on peut décôter un peu la boite. » (Dyade, fonds 1).*

Chapitre 2. Discussion

A la lumière de notre terrain, nous faisons le choix d'organiser notre discussion autour de plusieurs corps théoriques : le rôle de la confiance dans la gestion des tensions paradoxales entre le repreneur et le fonds d'investissement, les biais cognitifs et affectifs à l'aune des tensions repreneurs-fonds d'investissement et la théorie de l'agence dans la perspective des tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement.

1. Le rôle de la confiance dans la gestion des tensions paradoxales entre le repreneur et le fonds d'investissement

Notre recension de la littérature mobilise la théorie des tensions paradoxales (Smith et Lewis, 2011). Nos données empiriques font écho à plusieurs éléments de cette théorie.
Selon Smith et Lewis (2011), Michaud (2011), Guedri, Hussler et Loubarresse (2014), Thélisson, Meier, Missonnier et Guieu (2018), Maignan, Arnaud et Château Terrisse (2018), les tensions sont inhérentes aux systèmes organisationnels. C'est donc tout naturellement que nous retrouvons ces tensions dans le cadre de la relation repreneur-fonds d'investissement.

Smith et Lewis (2011) font référence à deux natures de tensions, les tensions latentes qui peuvent passer inaperçues, rester ignorées et les tensions saillantes devenues exacerbées. Les tensions passent du statut de tension latente à tension saillante sous l'influence de facteurs environnementaux liés à la pluralité des points de vue et des objectifs, aux changements ainsi qu'à la rareté des ressources. Une fois rendues saillantes, les tensions paradoxales nécessitent un traitement et des réponses, sous peine de se transformer en conflits.
Les résultats de notre terrain valident ce principe de tensions à deux vitesses, d'intensité variable, que nous avons nommé respectivement les tensions latentes, tensions sous-jacentes, larvées, et les tensions explicites. Ces dernières, s'exprimant avec plus de force, viennent verbaliser avec vigueur la présence de dissensions entre le repreneur et le fonds d'investissement.

Le modèle développé par Smith et Lewis (2011) sollicite quatre types de tensions (Guilmot et Vas, 2013 ; Maignan, Arnaud et Château Terrisse, 2018) :

- **Les tensions organisationnelles,** en lien avec l'autonomie et le contrôle.
- **Les tensions de performance,** qui apparaissent lorsque les organisations cherchent à atteindre des buts antagonistes.
- **Les tensions d'appartenance,** inhérentes à la diversité des valeurs et des rôles.
- **Les tensions d'apprentissage,** corrélées à l'ancien et au nouveau, la nécessité de déconstruire le passé pour concevoir l'avenir.

Nous retrouvons dans notre terrain, au gré des huit tensions étudiées, trois des quatre types de tensions du modèle de Smith et Lewis :

- **Les tensions organisationnelles**, parmi lesquelles figurent les tensions liées à la latitude managériale, au pilotage de la stratégie de l'entreprise ainsi qu'au contrôle et au reporting.
- **Les tensions de performance** au titre desquelles, le management package, les modalités de sortie du LBO, les performances de la société.
- **Les tensions d'appartenance** en l'occurrence, entre un individu, le repreneur et une organisation, le fonds d'investissement. Figurent parmi cette famille de tensions celles inhérentes à la perception des risques ainsi qu'à la confiance.

La seule catégorie qui n'est pas représentée lors de nos observations concerne les tensions d'apprentissage.

Nous proposons ici une synthèse des tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement par catégorie de paradoxe, selon le modèle de Smith et Lewis (2011).

Tableau 31 – Les tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement par catégorie de paradoxe, selon le modèle de Smith et Lewis (2011)

Tensions organisationnelles	Tensions de performance
- La latitude managériale - Le pilotage de stratégie de l'entreprise - Le contrôle et le reporting	- Le management package - Les modalités de sortie du LBO - Les performances de la société
Tensions d'appartenance	**Tensions d'apprentissage**
- La perception des risques - La confiance	-

Source : auteur

La théorie des tensions paradoxales fait également émerger une logique dialogique de pôles opposés, (Thélisson, Meier, Missonnier et Guieu, 2018), une bi-polarité des tensions (Brulhart, Grimand, Krohmer, Oiry et Ragaine, 2018).

Nous partageons cette logique de bipolarité qui s'applique pour chacune des huit tensions étudiées, selon les enjeux propres au repreneur et au fonds d'investissement, qui se trouvent opposés, contraires, parfois aux antipodes. De cette opposition peut émerger des tensions d'intensité variable.

Nous proposons ici une synthèse des tensions paradoxales sous l'angle des enjeux propres à chacune des parties.

Tableau 32 – Les tensions paradoxales sous l'angle des enjeux repreneur-fonds d'investissement

	Enjeux du repreneur	Enjeux du fond d'investissement	Nature de la tension paradoxale
Tension 1 Le management package	Obtenir un management package favorable en termes de partage de la valeur	Négocier un management package équilibré en termes de partage de la performance et compatible avec les contraintes du fonds d'investissement	Tension explicite
Tension 2 Les modalités de sortie du LBO	Minorer la valeur de l'entreprise lorsque le repreneur devient acheteur des parts de son associé ou réalise un LBO secondaire	Maximiser la valeur de l'entreprise afin d'assurer la défense des intérêts des souscripteurs	Tension explicite
Tension 3 La latitude managériale du repreneur	Disposer d'une large latitude managériale dans la gestion courante de la société	Accorder au manager une autonomie circonscrite à la gestion de l'entreprise au quotidien	Tension implicite
Tension 4 Les tensions constitutives de la stratégie de l'entreprise	Piloter de façon autonome la stratégie de l'entreprise	Rester impliqué dans le pilotage de la stratégie de l'entreprise	Tension implicite
Tension 5 Les tensions relatives aux performances de l'entreprise	Faire parfois face à des difficultés entrainant des contre-performances	Optimiser les performances de l'entreprise dans la perspective de cession de la société	Tension explicite
Tension 6 Les tensions relatives aux risques supportés par les acteurs	Minimiser ses risques personnels (financiers, managériaux, réputationnels)	Minimiser les risques pesant sur le fonds d'investissement (financiers, managériaux, réputationnels)	Tension implicite
Tension 7 Les tensions nées du contrôle et du reporting	Réduire les contraintes pesant sur le reporting	Contrôler l'action du repreneur par un reporting régulier	Tension implicite
Tension 8 Les tensions concernant la confiance	Etablir une relation basée sur la transparence, la confiance mutuelle	Etablir une relation basée sur la transparence, la confiance mutuelle ainsi que sur la fiabilité du repreneur	Tension explicite

Source : auteur

La confiance entre les parties :

En écho à la nécessité d'une relation de confiance entre le repreneur et le cédant pour assurer le succès de l'opération de transfert externe de PME et un meilleur partage de l'information dans un contexte d'asymétrie informationnelle (Thévenard-Puthod et Picard, 2006, Cadieux, Gratton et Saint-Jean, 2014 ; Deschamps, 2014 ; Lamarque, 2018), notre approche terrain met en évidence l'importance de la relation de confiance entre le repreneur et le fonds d'investissement.

Nos observations montrent également que la perte de confiance est susceptible de générer des tensions entre les parties, tensions qui peuvent se révéler irréversibles.

Contrairement à la relation avec le cédant qui s'achève après la période de transition repreneur-cédant, la relation avec le fonds d'investissement perdure pendant toute la durée du deal. A ce titre la relation de confiance entre le repreneur et le fonds d'investissement n'en est que plus importante.

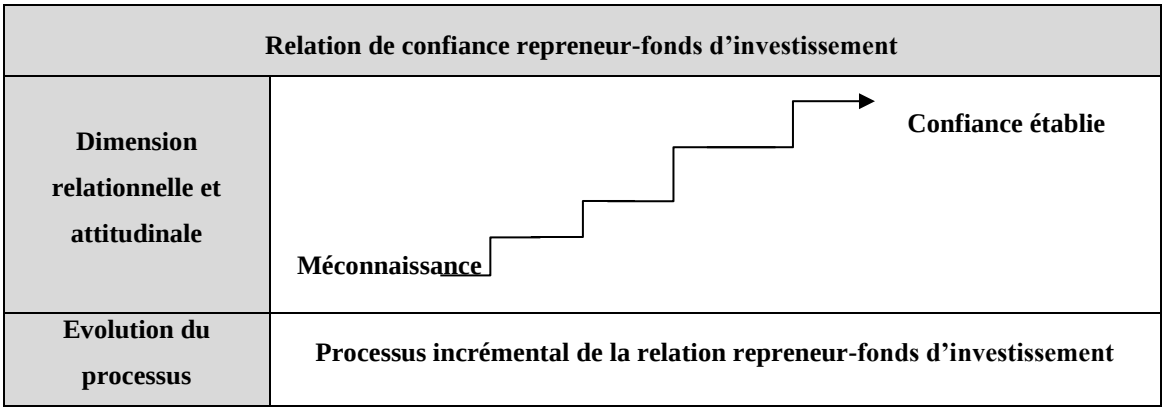
La confiance, un processus incrémental au caractère bilatéral :

Nous rejoignons le principe évoqué par Charreaux (1998), concernant la relation de confiance, celui d'une construction.

Lamarque (2018) propose le postulat d'un processus incrémental dans la relation repreneur-cédant. Nous établissons un parallèle dans le cadre de la relation de confiance repreneur -fonds d'investissement, celui d'une relation qui se tisse au fil du temps, dès la phase de pré-investissement, d'une co-construction de la relation, qui prends corps et se renforce au gré des interactions.

Nous proposons à cet effet le principe d'un processus incrémental de la relation de confiance repreneur-fonds d'investissement.

Figure 87 – Processus incrémental de la relation de confiance repreneur-fonds d'investissement



Source : d'après Lamarque, 2018, p 184

Contrairement à Williamson (1993), pour qui la confiance ne peut exister que dans la sphère privée, nous considérons, au même titre que Donana et Nogatchewsky (2007), que la confiance constitue une clé de la relation entre le repreneur et le fonds d'investissement.

Nous rejoignons ainsi l'analyse de Bonnet (2005) qui estime qu'appartenant initialement à un registre purement calculatoire, la confiance peut évoluer vers une relation basée sur la connaissance et le respect.

Nous validons également le caractère bilatéral de la relation de confiance évoqué par Charreaux (1998), selon lequel le repreneur et le fonds d'investissement cherchent à établir une confiance réciproque.

Dimension cognitive de la confiance entre le repreneur et le fonds d'investissement :

Thévenard-Puthod et Picard (2006) distinguent deux dimensions à la confiance, la dimension cognitive, basée sur des informations tangibles, en lien avec la fiabilité et la dimension affective, inhérente aux émotions.

Les ingrédients de la confiance ainsi que les éléments pouvant nuire à cette confiance recueillis lors de notre démarche terrain se révèlent de nature exclusivement cognitive, laissant peu de place aux émotions dans la relation repreneur-fonds d'investissement.

Tableau 33 – La dimension cognitive de la confiance et les éléments pouvant nuire à la relation de confiance

Ingrédients principaux de la confiance entre repreneur et fonds d'investissement	Principaux éléments pouvant nuire à la relation de confiance
- Transparence - Confiance mutuelle - Crédibilité / fiabilité	- Opacité du repreneur - Baisse des performances de la société - Business plan non tenu

Source : auteur

Confiance et latitude managériale :

Charreaux (1998) et Bonnet (2005) indiquent que la confiance est influencée par un comportement cohérent et prévisible. Nous confirmons ce principe et avons pu constater sur le terrain que la confiance du fonds d'investissement est influencée positivement par un comportement cohérent et prévisible du repreneur, qui s'exprime par la qualité du reporting, la fiabilité des informations échangées et le respect des objectifs.

Nous rejoignons également Charreaux (1998), pour qui la confiance joue un rôle dans la détermination de la latitude managériale dans un contexte d'asymétrie informationnelle post-contractuelle (Wright, 2002). Nous validons également le principe d'une intensification du contrôle et de la surveillance en cas d'aléa moral et de dysfonctionnement (Wright, 2002 ; Bonnet, 2005).

Nous considérons ainsi que la latitude managériale accordée au repreneur est positivement corrélée au niveau de confiance du fonds d'investissement et que des tensions inhérentes à la confiance sont de nature à remettre en cause la latitude managériale initialement accordée.

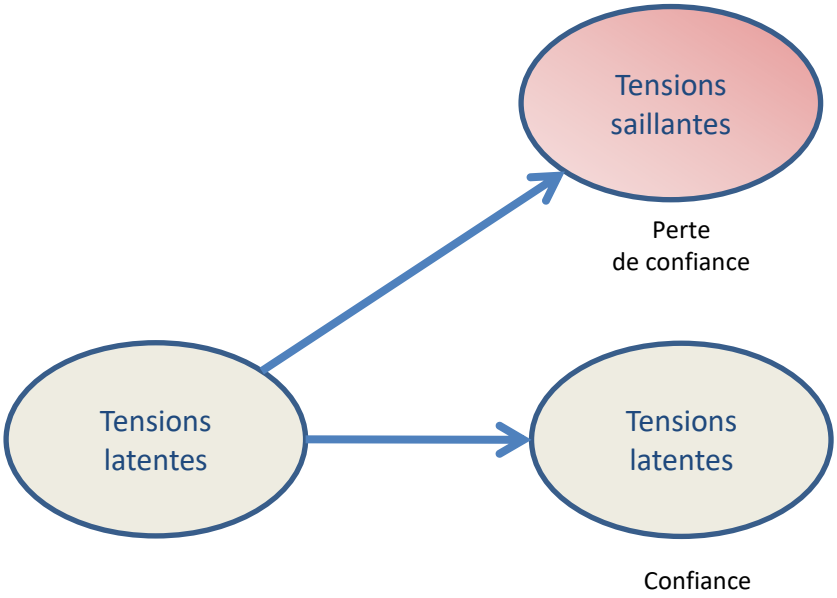
La confiance, élément modérateur des tensions :

Smith et Lewis (2011) considèrent qu'une tension passe du statut de tension latente à celui de tension saillante sous l'influence de facteurs environnementaux (pluralité des points de vue et des objectifs, changements, rareté des ressources).

Nous ajoutons un élément à cette analyse, considérant que la confiance permet de maintenir le niveau des tensions entre le repreneur et le fonds d'investissement à l'état de tensions latentes.

A contrario, la perte de confiance favorise l'apparition irréversible de tensions saillantes, une radicalisation des points de vue, voire une défiance mutuelle, susceptible d'impacter durablement la relation manager-investisseur.
A ce titre, la confiance joue un rôle particulier de modérateur des tensions.

Figure 88 – La confiance, modérateur des tensions entre le repreneur et le fonds d'investissement



Source : auteur

2. Les biais cognitifs et affectifs à l'aune des tensions repreneur-fonds d'investissement

La littérature a mis en exergue les représentations sociales ainsi que les biais cognitifs et affectifs auxquelles les repreneurs sont soumis lors de leur décision de reprendre une entreprise, puis lors de l'évaluation de la cible (Bornard et Thévenard-Puthod, 2009 ; Deschamps et Geindre, 2011 ; Lamarque, 2018).
Notre démarche empirique confirme également l'importance des biais et des représentations sociales inhérents aux opérations de MBI, en présence d'un fonds d'investissement.
Nous développons ces principes.

Biais et tensions inhérentes à la direction d'une PME ainsi qu'aux performances de l'entreprise :

Reprendre une entreprise avec un fonds d'investissement permet au repreneur de capter une cible d'une certaine envergure, qu'il ne pourrait financer avec un simple concours bancaire. Cette stratégie d'acquisition est le fruit des représentations mentales, des modèles mentaux, des projections du repreneur (Cadieux, Graton et Saint-Jean, 2014).

Or, nous constatons que repreneurs et fonds d'investissement se font, sur le terrain, l'écho de la difficulté rencontrée par certains repreneurs à la sortie du salariat, d'endosser avec succès le rôle de dirigeant de PME, notamment lorsque ce dernier dispose exclusivement d'une expérience professionnelle menée au sein de grands groupes. Confronté aux biais de sur-confiance et au biais de sur-optimisme (Kahneman, 2012 ; Sibony, 2014), le repreneur qui a surestimé ses compétences peut être victime de l'hubris (Roll, 1986 ; Charreaux, 2005). Il est alors confronté aux difficultés inhérentes à la gestion d'une PME, dans un environnement dont les ressources sont doublement contraintes, par la taille de l'entreprise, mais aussi par le poids de la dette, consubstantielle à une opération de LBO. Le repreneur peut alors rencontrer des difficultés à réaliser le business plan qu'il avait élaboré et à assurer le niveau de performance attendu par le fonds d'investissement, laissant présager l'apparition de tensions avec son partenaire financier.

Evolution des représentations sociales inhérentes aux tensions potentielles :

Bornard et Thévenard-Puthod (2009) mentionnent une évolution des représentations sociales du cédant, dans le temps, concernant le profil envisagé de son successeur.

Cette évolution temporelle des représentations sociales s'applique également aux repreneurs Elle concerne l'évolution de leurs représentations mentales au sujet des tensions potentielles inhérentes à la présence d'un fonds d'investissement.

Ainsi, les repreneurs rencontrés au début de leur parcours repreneurial font état d'une méconnaissance du fonctionnement des fonds d'investissement. Leurs principaux sujets d'inquiétude concernent principalement trois thématiques :

- **La latitude managériale**, la crainte de ne pas avoir la liberté d'assurer le pilotage opérationnel de l'entreprise reprise, au quotidien,
- **La temporalité du deal,** un temps court, celui du fonds d'investissement est parfois jugé difficilement compatible avec la temporalité de leur propre projet entrepreneurial, mais aussi du temps nécessaire pour assurer le développement de l'entreprise,
- **Un reporting** pouvant être perçu comme contraignant et chronophage.

Or, une fois l'opération réalisée, ces trois sujets d'inquiétude évoqués par les repreneurs au début de leur parcours repreneurial ne figurent pas parmi les sujets de tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement.

Alors que les principaux sujets de tensions potentielles évoquées au début de leur projet disparaissent une fois l'opération réalisée, d'autres sujets de tensions potentielles, non mentionnés par les repreneurs en amont de leur projet peuvent survenir, marquant une évolution des tensions potentielles selon une approche longitudinale.

Nous présentons ci-dessous l'évolution des tensions potentielles des repreneurs, selon une approche longitudinale.

Tableau 34 – L'évolution des tensions potentielles des repreneurs selon une approche longitudinale

Sujets de tensions potentielles	Intensité des tensions auprès de repreneurs au début de leur projet repreneurial	Intensité des tensions auprès de repreneurs sous LBO
Latitude managériale	Forte	Aucune tension potentielle explicite
Modalités de sortie du LBO sous l'angle de la temporalité	Forte	Aucune tension potentielle explicite
Reporting	Forte	Aucune tension potentielle explicite
Le management package	-	Tension explicite pour 57 % des repreneurs répondants
Les modalités de sortie du LBO sous l'angle de l'alignement des intérêts financiers	-	Tension explicite pour 14 % des repreneurs répondants
Les performances de l'entreprise	-	Tension explicite pour 14 % des repreneurs répondants
La confiance	-	Tension explicite pour 14 % des repreneurs répondants

Source : auteur

Evolution des représentations sociales des repreneurs concernant la présence d'un fonds d'investissement :

Même si certains repreneurs sous LBO reconnaissent avoir eu recours à des fonds d'investissement par défaut, leur bilan concernant la présence d'un fonds d'investissement se révèle globalement positif, une fois l'opération réalisée. Certains repreneurs, extrêmement méfiants en amont du deal, affirment même être désireux de réaliser une nouvelle opération en présence d'un fonds d'investissement, sans plus aucune appréhension, quitte à ne plus être majoritaire.

Nous constatons ici une évolution positive des représentations sociales des repreneurs concernant la présence des fonds d'investissement à leurs côtés.

Ecart de représentation sociale entre le fonds d'investissement et le repreneur quant à la valeur ajoutée du fonds d'investissement :

Notre terrain a fait émerger un sujet absent de notre revue de littérature concernant les représentations sociales. Il s'agit d'un écart de représentation sociale entre les acteurs, en l'occurrence entre les fonds d'investissement et les repreneurs quant à la valeur ajoutée perçue. Alors que les fonds d'investissement considèrent jouer un rôle actif de coach, de conseil, d'investisseur ou encore de sparring partner aux côtés du repreneur, apportant une précieuse valeur ajoutée en termes de mise en réseau, de hauteur de vue, de mise à disposition d'outils de pilotage et de services partagés, les repreneurs, et en particulier les repreneurs majoritaires, leur reprochent parfois leur manque de valeur ajoutée, l'absence de dialogue, d'échanges, le peu de temps qu'ils ont à leur consacrer, leur manque d'implication, les reléguant à un rôle de partenaire exclusivement financier, de gestionnaire, parfois de simple fournisseur d'argent.

Cet écart de représentation génère des frustrations sous forme d'attentes non satisfaites de la part des repreneurs. Il s'agit de tensions latentes qui, sous le coup de facteurs exogènes, peuvent devenir saillantes.

Ecart de représentation sociale entre le fonds d'investissement et le repreneur quant à la prise de risques :

Repreneurs et fonds d'investissement sont soumis aux mêmes types de risques : perte de capital, risque managérial, risque réputationnel. Pour autant, leur représentation concernant la prise de risques diffère. Alors que les repreneurs dans leur ensemble ainsi qu'une majorité de fonds d'investissement estiment que les risques impactent principalement le repreneur, certains fonds

considèrent que c'est eux qui sont le plus exposés aux risques. Cet écart de représentation concernant les risques encourus est susceptible de générer des tensions.

3. La théorie de l'agence dans la perspective des tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement

Les relations entre l'investisseur et le manager, sont en grande partie régies par la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976).

Nos résultats issus du terrain viennent confirmer certains aspects de la théorie de l'agence, à savoir une réduction des coûts d'agence par l'alignement d'intérêts entre le manager, en l'occurrence le repreneur (l'agent) et le fonds d'investissement (le principal).

Toutefois, il apparait au regard de notre terrain, que la convergence des intérêts entre le repreneur et le fonds d'investissement ne relève pas d'un processus linéaire et homogène.

Alors que le repreneur est impliqué dans la gestion opérationnelle de la société reprise, désireux d'en assurer le développement et ainsi de contribuer à la création de valeur, deux moments-clés de la relation sont susceptibles de faire émerger un désalignement des intérêts entre le repreneur et le fonds d'investissement.

Il s'agit en premier lieu de la phase amont du processus, lors de laquelle nous avons identifié deux sujets de tensions potentielles majeurs :

- **Le prix d'acquisition :**

  Certains repreneurs, désireux de concrétiser une acquisition peuvent en effet être tentés d'accepter des valorisations d'entreprise qu'un fonds d'investissement, investisseur professionnel, jugerait excessive, générant des tensions entre les parties.

- **La négociation du management package :**

  Lors de la négociation du management package, le repreneur et le fonds sont soumis à des enjeux qui leur sont propres, présentant des aspects antagonistes, consistant pour le repreneur à obtenir un package le plus favorable possible en termes de partage de valeur et pour le fonds d'investissement à négocier un package plus équilibré, compatible avec ses propres contraintes et les intérêts de ses souscripteurs.

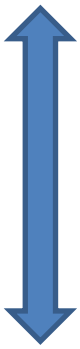
Comme évoqué par Wright, Amess, Weir et Girma (2009), nous retrouvons un possible désalignement des intérêts au moment du débouclage de l'opération, lorsque le repreneur souhaite racheter les parts du fonds d'investissement sortant ou réaliser un LBO secondaire. Dans ce cas, le repreneur, quel que soit sa position capitalistique, va chercher à minimiser la valorisation de l'entreprise, alors que le fonds d'investissement aura pour objectif la maximisation de la valeur de la société.
L'entrée ainsi que la sortie du deal sont ainsi soumises à des risques de désalignements d'intérêts entrainant des tensions entre les acteurs.

Position capitalistique et relation d'agence :

Selon Jensen et Meckling (1976), Bancel (1997), Desbrières (2000), Meier et Schier (2019), les problèmes d'agence sont inversement corrélés à la part du capital détenue par le dirigeant.
Nous ne validons pas totalement ce sujet. Nous avons en effet pu constater, sur le terrain, que lorsque le repreneur est majoritaire dans le deal, le fonds d'investissement est parfois relégué au rôle de ressource financière, voire de « fournisseur d'argent », sans réel pouvoir contraignant sur les décisions du dirigeant. Les mécanismes de contrôle et de surveillance mis en œuvre par le fonds d'investissement n'ont dans ce cas pas la même portée vis-à-vis du repreneur que lorsque le fonds occupe une position majoritaire qui lui permet, si nécessaire, de s'opposer à certaines décisions du manager, voire dans des circonstances extrêmes, de le révoquer. Nous considérons même que lorsque le repreneur est majoritaire, la relation d'agence entre le repreneur et le fonds d'investissement cesse d'exister, puisque dans ce cas particulier, le repreneur occupe la fonction de principal au titre d'actionnaire majoritaire et d'agent au titre de dirigeant opérationnel. Il occupe alors les fonctions de décisions et de contrôle (Fama, 1980). Le fonds d'investissement perd ici son statut de principal. La relation verticale évoquée par Wright (2002) entre l'investisseur et l'entrepreneur disparait au profit d'une relation horizontale entre un repreneur majoritaire et le fonds d'investissement qui l'accompagne. Des tensions particulières peuvent apparaitre dans cette configuration, dans laquelle le fonds d'investissement est relégué au rôle d'associé minoritaire.

Figure 89 – Relation verticale / horizontale de la relation investisseur-entrepreneur selon la position capitalistique du repreneur

Relation verticale de la relation
Investisseur - entrepreneur (wright, 2002)
Cas d'un repreneur minoritaire



Relation horizontale de la relation
Investisseur - entrepreneur
Cas d'un repreneur majoritaire

Source : auteur

4. Conclusion relative à l'analyse de données et à la discussion

Un important corpus de données, constitué de plus de quatre cent quarante pages de retranscription d'entretiens nous a permis d'obtenir un éclairage sur les tensions potentielles entre repreneurs et fonds d'investissement, en amont et en aval de l'opération de MBI.

Nous avons établi sur les bases de ces résultats cinquante constats et avons pu confronter nos données aux corps théoriques mobilisés lors de notre recension de la littérature.

Nous sommes à présent en mesure de produire des recommandations managériales à l'usage des parties prenantes.

PARTIE 4 .

CONCLUSION GENERALE

Notre travail doctoral réside dans l'étude d'un champ de recherche jusqu'alors inexploré, celui des enjeux et des tensions au sein de la dyade repreneur-fonds d'investissement dans le cadre d'une opération de transfert externe de PME, menée par un repreneur extérieur à la cible. Notre ambition est d'apporter une contribution académique à la communauté scientifique mais aussi une contribution managériale aux parties prenantes de ces opérations, sous forme de préconisations et d'outils.

Notre pratique professionnelle a, quant à elle, d'ores et déjà bénéficié de ces recherches.

Nous avons relevé un certain nombre de limites à nos travaux, limites d'ordre méthodologique mais aussi limites liées à notre terrain. Enfin nous espérons que ce travail contribuera à ouvrir de nouvelles voies de recherche.

Chapitre 1. Contributions académiques et managériales

1. Contributions académiques

Nos travaux de recherche constituent une contribution académique, par un apport de connaissances sur les relations entre les repreneurs et les fonds d'investissement, sous l'angle des enjeux et des tensions, au sein de la dyade repreneur-investisseur.

Ils contribuent ainsi à défricher un champ de recherche jusqu'alors inexploré du fait d'une extrême confidentialité des opérations ainsi qu'à une grande difficulté d'accès au terrain. Enfin, ils ouvrent la voie à des recherches futures.

2. Contributions managériales

A la lumière de nos données, nous avons établi une série de cinquante constats.

En complément, nos contributions managériales viennent prendre la forme de préconisations et d'outils destinés aux acteurs en présence.

Nous énonçons ainsi cinq recommandations :

- **Comprendre** les enjeux des acteurs pour éviter la survenance des tensions.
- **Choisir le partenaire financier** le mieux adapté au projet du repreneur.

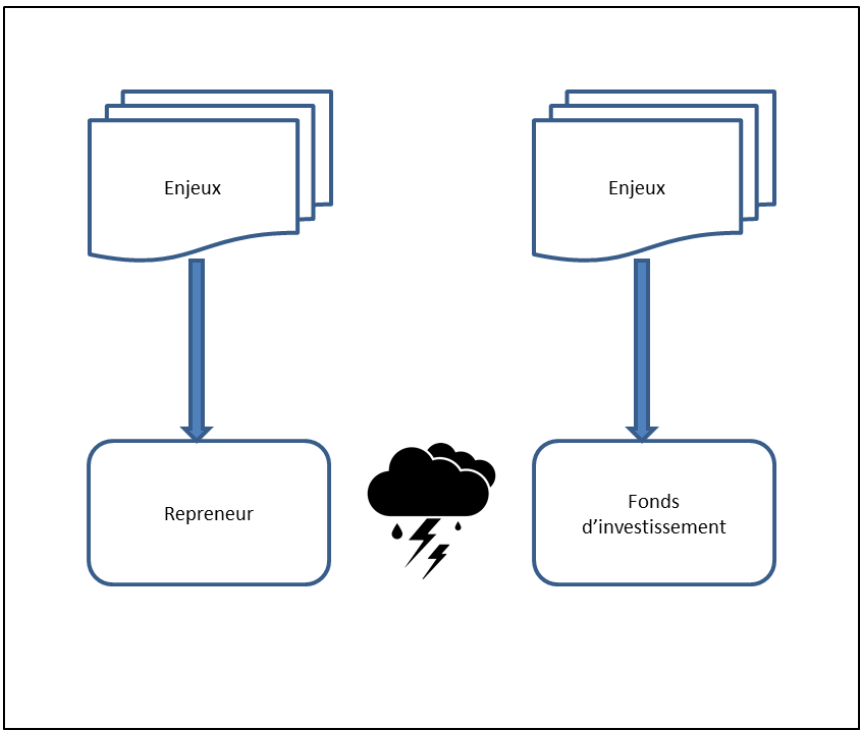
- **Identifier les tensions potentielles** susceptibles de survenir entre le repreneur et le fonds d'investissement, **connaître leur temporalité et leur intensité**.
- **Anticiper l'émergence de ces tensions,** grâce à un outil de prédictibilité.
- **Mesurer les tensions potentielles** entre les acteurs pour mieux les prévenir.

2.1 Comprendre les enjeux des acteurs pour éviter la survenance des tensions

Notre revue de littérature a été organisée autour des enjeux spécifiques aux acteurs en présence, le repreneur d'un côté et le fonds d'investissement de l'autre. La spécificité des enjeux de chacun des protagonistes a fait émerger la potentialité d'un certain nombre de tensions, potentialité que notre terrain est venu confirmer.

Nous considérons à ce stade qu'il existe un lien entre les enjeux propres aux acteurs, parfois antagonistes, et les tensions potentielles qui peuvent apparaitre entre eux, faisant émerger le principe d'une dynamique intégrée des enjeux et des tensions, que nous shématisons ci-dessous.

Figure 90 – Dynamique intégrée des enjeux et des tensions



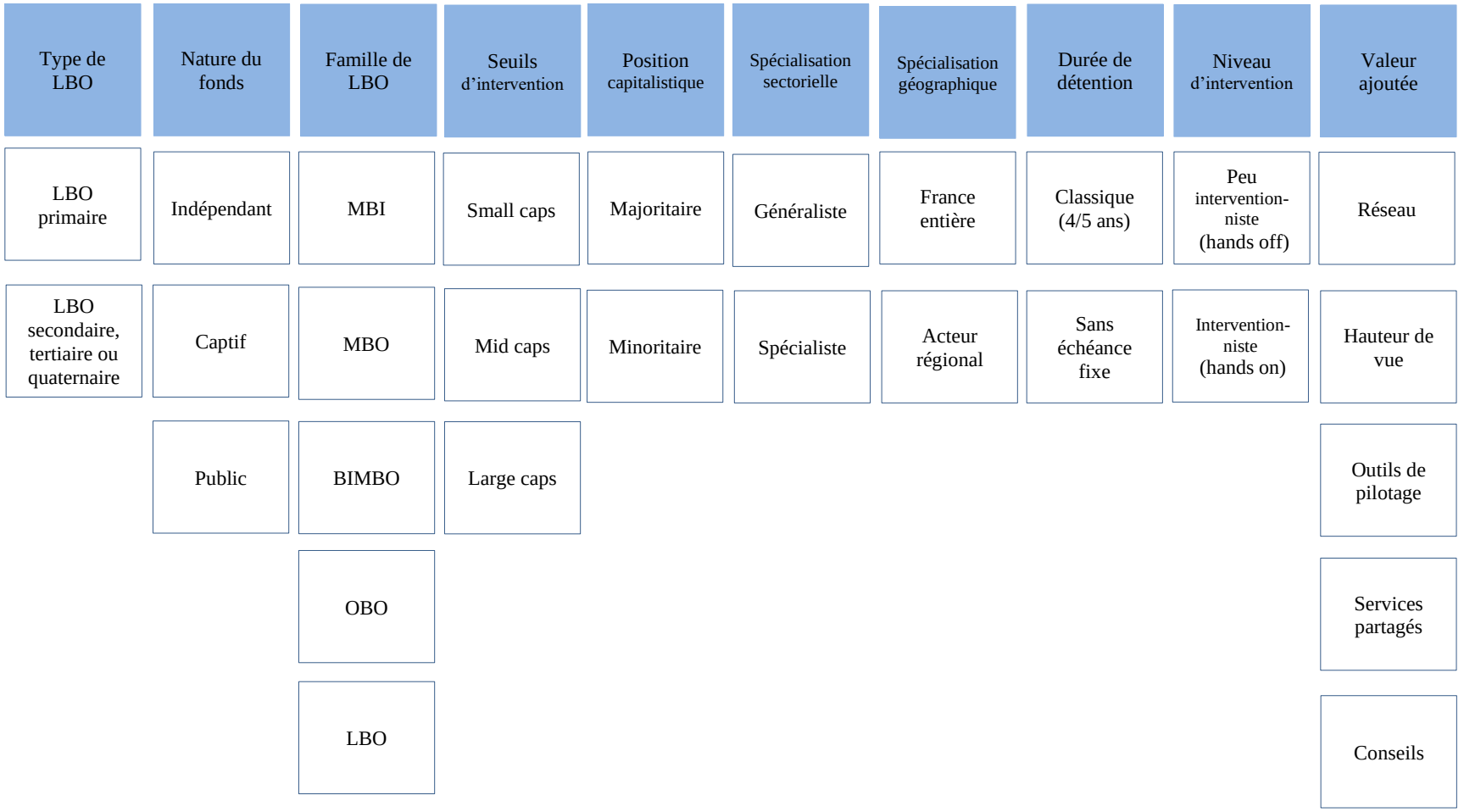
Source : auteur

Nous considérons également que le moyen d'éviter la survenance de ces tensions réside pour chacun des protagonistes dans une meilleure connaissance des enjeux de l'autre partie. Nous invitons à ce titre les fonds d'investissement à mieux communiquer sur leur fonctionnement, leurs attentes, leurs contraintes et à prendre le temps de bien comprendre les enjeux et attentes propres à chacun des repreneurs susceptibles de réaliser, à leurs côtés, une opération de MBI.
Cette meilleure connaissance mutuelle constitue à nos yeux une façon de réconcilier des pôles contraires et inscrit la relation repreneur-fonds d'investissement dans une dynamique ago-antagoniste (Denis, 2002), permettant l'équilibration des tensions dans la durée.

2.2 Choisir le partenaire financier le mieux adapté au projet du repreneur

Notre terrain a mis en évidence l'importance pour le repreneur de choisir le fonds d'investissement le mieux adapté à son projet de reprise. Celui qui, par une position capitalistique minoritaire, lui assurera une latitude managériale plus importante ; celui qui, par sa spécialité sectorielle, sera plus pertinent sur une cible dans un environnement particulier ; celui qui, par sa valeur ajoutée, répondra aux mieux à ses attentes de futur dirigeant ; celui encore, parce que c'est un fonds captif, sera moins exigeant sur les performances financières attendues qu'un fonds privé.
Nous proposons ainsi, à l'usage des repreneurs, une taxinomie des fonds de LBO, lui donnant une vision synthétique de la typologie des acteurs.

Figure 91 – Taxinomie des fonds de LBO



Source : auteur

2.3 Identifier les tensions potentielles susceptibles de survenir entre le repreneur et le fonds d'investissement, connaître leur temporalité et leur intensité

Nos travaux ont confirmé la survenance de tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement.

Certaines de ces tensions peuvent apparaître en amont du deal (les tensions sur le management package, le pacte d'actionnaires, la valorisation de l'entreprise, la négociation avec le cédant, le montage financier de l'opération).

D'autres tensions peuvent survenir pendant la durée du LBO (les tensions relatives aux performances de l'entreprise, à la confiance entre les acteurs, à des attentes non satisfaites, les tensions inhérentes à la direction d'une PME, celles concernant la disponibilité du fonds d'investissement, la latitude managériale du dirigeant, le pilotage de la stratégie de l'entreprise, la relation aux risques, ou enfin le contrôle et le reporting).

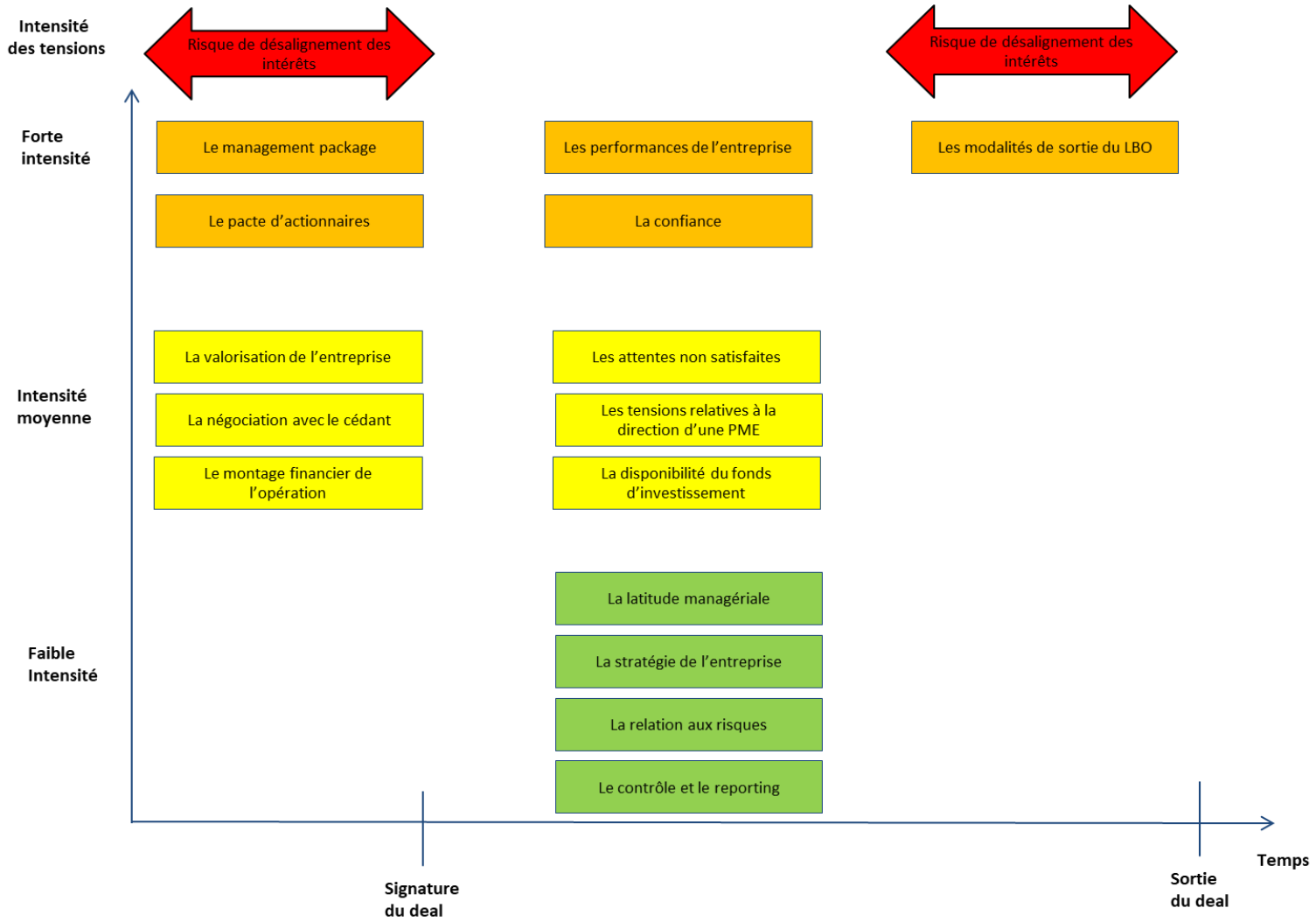
Enfin des tensions spécifiques peuvent émerger en fin de LBO. Elles concernent les modalités de sortie du fonds d'investissement.

Les tensions en amont de l'opération ainsi que celles relatives à la sortie du deal sont imputables à un risque de désalignement des intérêts entre le repreneur et le fonds d'investissement.

Nous avons également pu constater que les diverses tensions potentielles sont d'intensité variable. Il est notamment apparu la présence de tensions implicites et / ou de tensions explicites.

Nous proposons ici une cartographie synthétique des tensions potentielles en fonction de leur temporalité et leur intensité.

Figure 92 – Cartographie des tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement selon leur temporalité et leur intensité



Source : auteur

2.4 Anticiper l'émergence des tensions explicites grâce à un outil de prédictibilité

La temporalité des tensions explicites entre le repreneur et le fonds d'investissement, celles qui présentent la plus forte intensité, nous permet de prévoir à quel moment, sur quel sujet et selon quelle puissance ces dernières sont susceptibles de se produire, faisant émerger le principe d'une prédictibilité des tensions explicites au sein de la dyade repreneur-investisseur.

Nous formalisons ainsi six étapes-clés, en l'occurrence six plans séquences empruntés à l'univers théâtral et cinématographique, inhérents à la relation repreneur-fonds d'investissement, dans le cadre d'une relation qui s'apparente à un mariage de raison à durée limitée.
Ces six plans séquence se déclinent de la façon suivante :

1. **Une demande en mariage (Anton Tchekhov)**
   Il s'agit de la période lors de laquelle le repreneur et le fonds d'investissement se rencontrent sur un projet de MBI, étudient ensemble la possibilité de s'associer. Ils se jaugent, s'évaluent. Il s'agit d'une période de séduction mutuelle, lors de laquelle les deux parties vont se montrer sous leur meilleur jour, afin de convaincre l'autre qu'il est l'associé idéal. A ce stade-là, il n'y a pas de tension particulière entre les acteurs.

2. **Trouble on the corner (Alan Madison)**
   Il arrive que certains fonds d'investissement utilisent délibérément une stratégie consistant à livrer tardivement la documentation juridique relative au management package et au pacte d'actionnaires. Ils prétextent alors l'urgence du moment, à quelques jours du closing, pour imposer au repreneur des éléments qui ne sont ni conformes à ces attentes, ni à ce qui était prévu initialement, générant un moment de vives tensions entre les parties, juste avant le closing.

3. **L'ardoise magique (Simon Legré)**
   Il apparait que ces tensions, parfois de vive intensité, juste avant la signature définitive des actes, cessent brutalement, dans l'euphorie du closing, sans laisser de séquelles sur

la qualité de la relation entre le repreneur et son partenaire financier. Ce principe s'apparente à celui de « l'ardoise magique », jouet utilisé par les enfants, qui permet d'écrire et de dessiner sur une ardoise puis d'effacer en un clin d'œil ce qu'ils ont créé pour tracer un nouveau dessein.

4. **Lune de miel (Elise Otzenberger)**

   Le closing marque le début d'une véritable « lune de miel » entre le repreneur et le fonds d'investissement, sauf bien sûr s'il y a survenance d'éléments particuliers. La première année de collaboration est ainsi caractérisée par un faible niveau de tension et le souhait pour les deux parties de collaborer dans les meilleures conditions.

5. **L'amour dure 3 ans (Frédéric Beigbeder)**

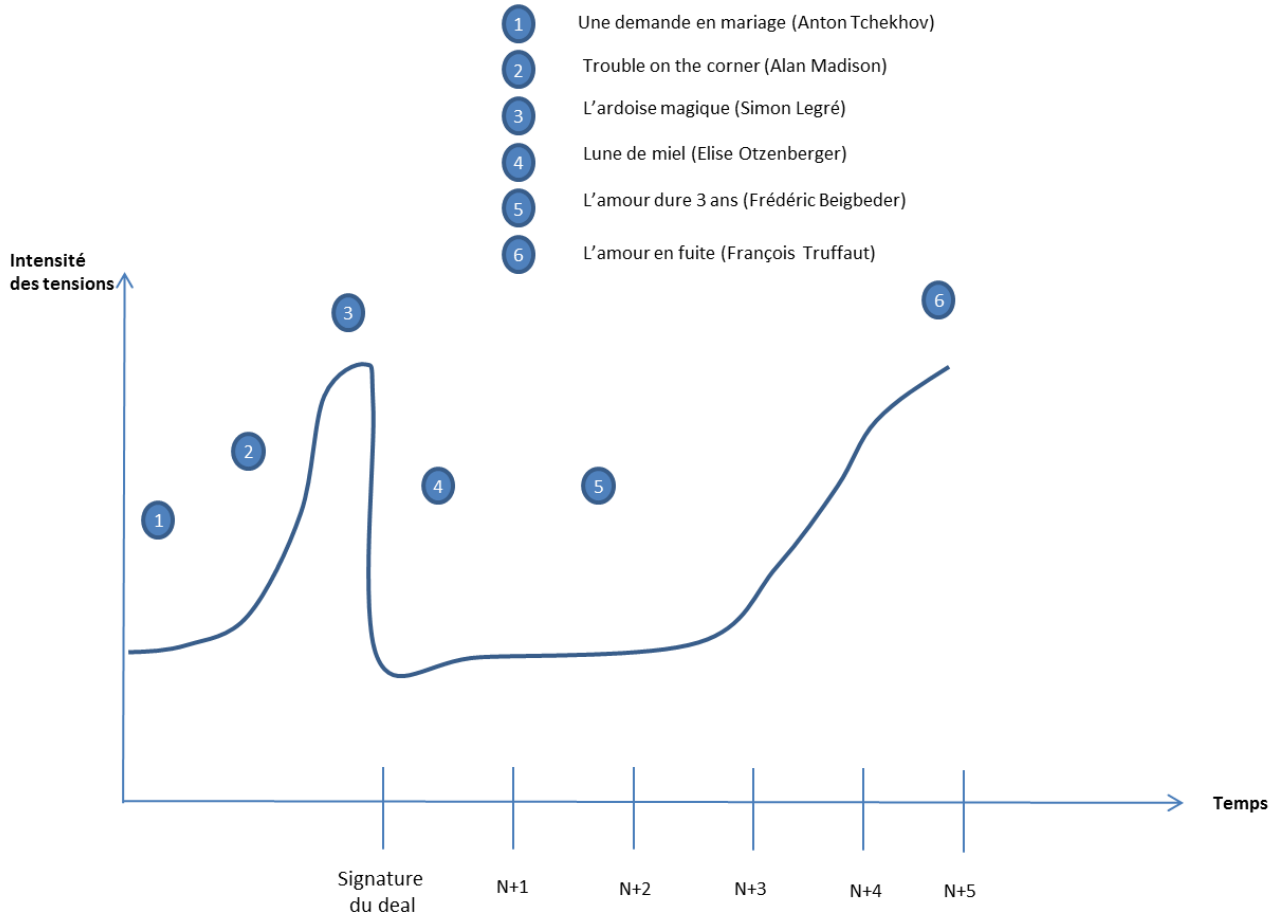
   Une période de relative sérénité entre le repreneur et le fonds d'investissement va alors d'instaurer entre les acteurs pour une durée de l'ordre de 3 ans, depuis le closing jusqu'au moment où il devient nécessaire de mettre l'entreprise en « ordre de bataille », d'en optimiser les performances pour la vendre dans les meilleures conditions.

6. **L'amour en fuite (François Truffaut)**

   A partir du moment où se prépare la sortie du LBO, s'ouvre une période de fortes turbulences potentielles entre le repreneur et ses investisseurs, si tous deux ne sont pas alignés quant aux conditions de la sortie. En effet, si le repreneur souhaite réaliser un LBO secondaire avec un nouveau partenaire financier ou racheter les parts du fonds d'investissement sortant, il sera désireux d'avoir une valorisation basse, alors que le fonds d'investissement sortant sera, quant à lui, attaché à obtenir une valorisation la plus élevée possible, pour satisfaire les attentes de ses propres investisseurs. Dans ce cas, nous assistons à une résurgence des tensions entre les deux parties.

Nous schématisons ce principe de prédictibilité des tensions saillantes entre le repreneur et le fonds d'investissement.

Figure 93 – Prédictibilité des tensions explicites entre le repreneur et le fonds d'investissement en six plans séquences



Source : auteur

2.5 Mesurer les tensions potentielles entre les acteurs pour mieux les prévenir

L'émergence de tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement peuvent avoir de lourdes conséquences sur leur relation. Nous considérons même qu'elles peuvent nuire à la création de valeur du LBO.

Nous considérons également que la confiance est le paramètre qui permet d'éviter qu'une tension latente se mue en tension explicite et devienne potentiellement une source de conflits préjudiciable aux deux parties, avec des répercussions possibles sur les performances de l'entreprise.

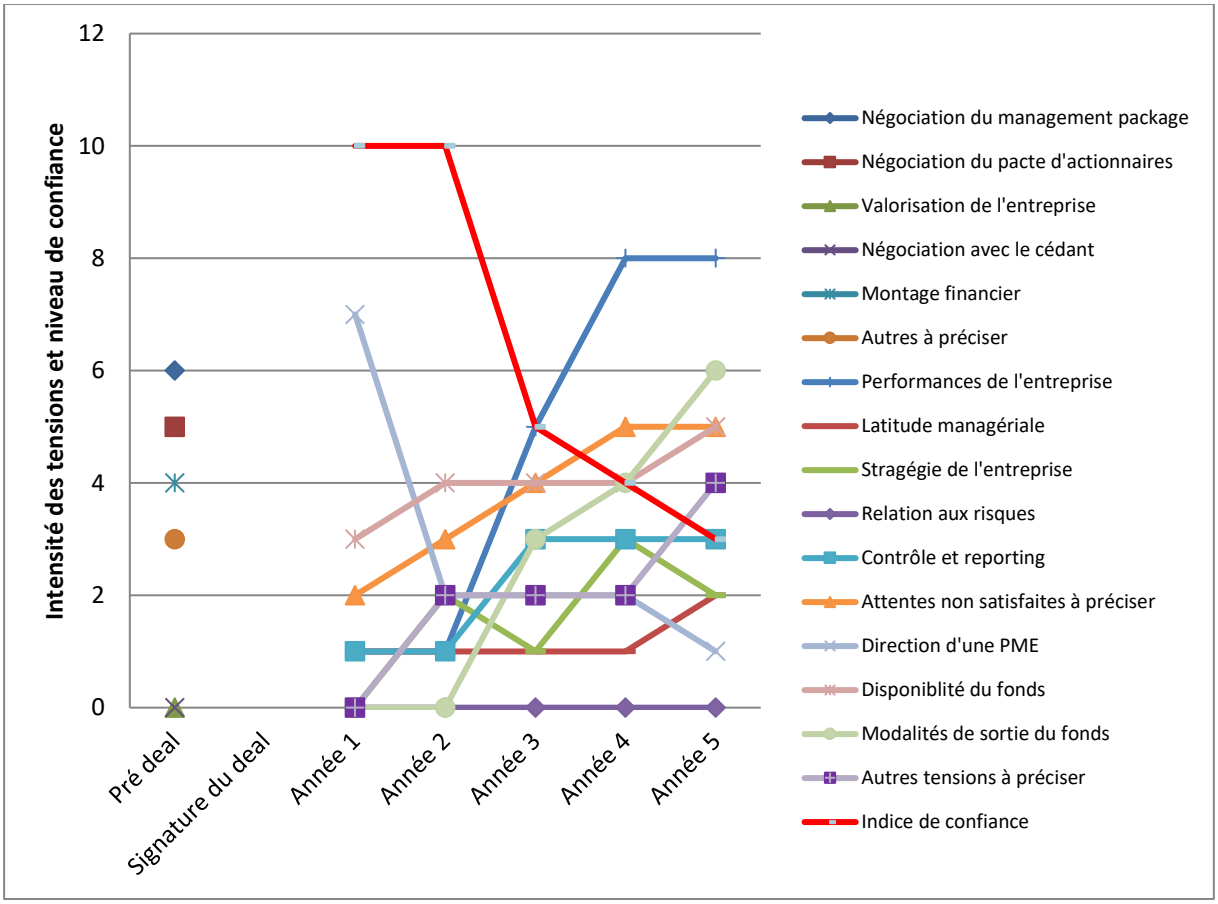
Pour pallier cela, nous recommandons aux fonds d'investissement de mesurer régulièrement, dès l'opération réalisée, puis une fois par an, le niveau de tensions potentielles (incluant les

tensions ayant pu survenir en amont de l'opération), en menant des entretiens bipartites, au sein du fonds d'investissement, auprès des responsables de la participation, et auprès du repreneur. Nous invitons également les fonds d'investissement à prendre en compte le niveau de confiance, car il constitue un indicateur-clé de la relation au sein de la dyade. Ces mesures doivent permettre d'anticiper l'émergence de tensions entre les acteurs et la possible détérioration de la relation de confiance entre les protagonistes. Sur la base de ces mesures, les dirigeants du fonds d'investissement seront à même de mener des actions correctives, en cas de nécessité.

Nous estimons que ce travail préventif est de nature à jouer un rôle actif permettant d'éviter la destruction de valeur lors d'une opération de MBI. Une telle démarche permet également au fonds d'investissement de valoriser son image tant auprès des repreneurs qu'auprès de ses souscritpeurs, dans un contexte de forte intensité concurrentielle.

Nous proposons à cet effet un outil dynamique et préventif de mesure des tensions potentielles et du niveau de confiance au sein de la dyade.

Figure 94 – Outil dynamique et préventif de mesure des tensions potentielles et du niveau de confiance au sein de la dyade - Exemple



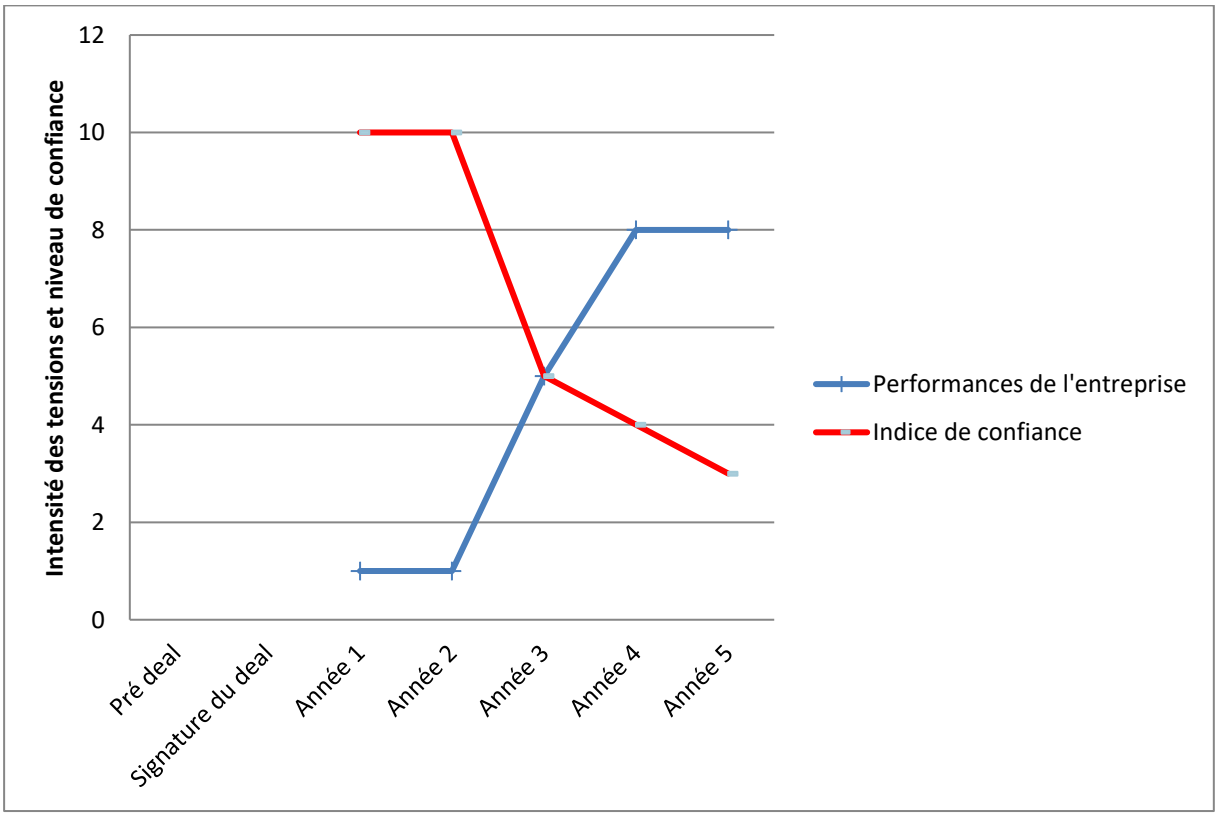
Source : auteur

Pour une meilleure compréhension, nous concentrons notre exemple sur une tension en particulier, celle relative aux performances de l'entreprise ainsi que sur l'indice de confiance, du point de vue du repreneur.

Nous constatons ainsi, dans l'exemple ci-dessous, que jusqu'en année 2, les performances de l'entreprise ne donnent lieu à aucune tension particulière et qu'à partir de l'année 3, des tensions émergent sur ce sujet. Nous remarquons également, au même moment, que le niveau de confiance s'érode considérablement.

Fort de cette analyse, le fonds d'investissement pourrait envisager un certain nombre d'actions visant à contenir la détérioration des performances de l'entreprise mais pourrait également initier rapidement une action destinée à rétablir la confiance avec le dirigeant, avant qu'elle ne soit définitivement rompue.

Figure 95 – Mesure des tensions potentielles – Exemple du point de vue du repreneur, concernant les performances de l'entreprise ainsi que le niveau de confiance



Source : auteur

Chapitre 2. Limites et voies futures de recherches

1. Limites

Nous relevons deux natures de limites à nos travaux. Des limites d'ordre méthodologique mais aussi des limites en lien avec notre terrain.

1.1 Limites d'ordre méthodologique

Nous ne pouvons totalement nous exempter de certains biais de la part de nos répondants. En l'occurrence, certains d'entre eux, bien que de bonne foi, peuvent être victime de biais de reconstruction à posteriori, notamment ceux concernés par les opérations les plus anciennes, remontant parfois à plusieurs années.
D'autres répondants, et notamment les fonds d'investissement, ont minimisé les tensions pouvant survenir avec les repreneurs, spécialement les tensions concernant les opérations en cours, nous livrant « la belle histoire » (Bah, 2009, p 133).
La diversité de nos répondants ainsi que la triangulation des données nous ont toutefois permis de contenir ces biais et de faire émerger des informations pertinentes.

1.2 Limites en lien avec notre terrain

Le caractère contingent des opérations de MBI fait émerger un certain nombre de limites quant à notre terrain.

En premier lieu, certains repreneurs dont les entreprises traversaient des périodes difficiles ont refusé nos demandes d'entretien, au prétexte d'un manque de disponibilité. Il est fort probable qu'ils auraient apporté un précieux éclairage sur les tensions potentielles avec leurs investisseurs en période de fortes turbulences.

Il ne nous a pas non plus été possible de recueillir le témoignage d'une femme ayant mené à bien un projet de reprise de PME aux côtés d'un fonds d'investissement. Nous rappelons à ce

titre que les femmes ne représentent que 7 % des repreneurs de PME (Mahé de Boislandelle et Estève, 2015).

2. Voies futures de recherche

Nous avons identifié plusieurs voies futures de recherche.

Nos travaux concernent des opérations de MBI réalisées par des repreneurs extérieurs à la cible. Il serait judicieux de poursuivre les investigations pour comprendre les enjeux et tensions potentielles entre un repreneur et un fonds d'investissement dans le cadre d'une opération de transmission familiale ou d'une transmission à l'un des salariés.

Le search fund est une nouvelle pratique née aux Etats-Unis. Ce concept se développe en Europe et en France, et permet à de jeunes entrepreneurs, ne disposant pas ou peu de fonds propres, de mener à bien des opérations de transfert externe de PME. Le principe, proche de celui des business angels, consiste pour le repreneur dit « searcher » à trouver une vingtaine d'investisseurs « search funds » qui financent l'opération durant toute la phase amont du processus puis qui investissent aux côtés du repreneur. Il serait pertinent d'investiguer les relations entre le repreneur et son pool d'investisseurs, sous l'angle des enjeux et des tensions dans ce type d'opération.

Notre terrain s'est achevé la semaine du premier confinement destiné à lutter contre la pandémie de la COVID-19, en mars 2020. Il est probable que les conséquences de la crise sanitaire et économique qui ont suivi aient eu des impacts sur la santé des entreprises et donc potentiellement sur la nature des relations entre le manager et ses investisseurs, faisant peut-être émerger de nouvelles tensions ou des tensions d'intensité différente. A cet effet, il serait intéressant de réaliser une étude similaire, post COVID.

Enfin, nous souhaiterions savoir dans quelle mesure les résultats de nos travaux sont ou non transposables aux relations dirigeant-fonds d'investissement dans les autres familles du capital investissement, à savoir le capital-risque, le capital-développement et le capital retournement.

Au moment de clore ce travail de recherche, nous nous sommes forgés la conviction que les tensions potentielles qui peuvent survenir entre le repreneur et le fonds d'investissement, nées

de leurs enjeux respectifs, peuvent nuire à la création de valeur d'une opération de LBO. Pour autant, ces tensions n'ont pas un caractère inéluctable. Elles peuvent être anticipées, contenues, désamorcées.

Notre pratique professionnelle a évolué au cours de ces mois de recherche. Nous avons en effet découvert des clés de lecture nous permettant de mieux appréhender les enjeux des acteurs d'une opération de transfert externe de PME. Nous sommes ainsi plus pertinents dans notre rôle de conseil, en capacité d'éclairer nos clients sur les enjeux de la « partie adverse », et à même d'éviter l'émergence de tensions potentielles susceptibles de mettre à mal la relation repreneur-investisseur. Nous allons poursuivre notre investissement professionnel dans cette voie.

BIBLIOGRAPHIE

AKERLOF, George A. *The market for « lemons » : Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. In Uncertainty in economics. Academic Press, 1978. p. 235-251.

ALBOUY, Michel. *Concilier finance et management*. Revue française de gestion, 2009, n° 8, p. 17-27.

ALEXANDRE, Hervé et PAQUEROT, Mathieu. *Efficacité des structures de contrôle et enracinement des dirigeants*. Finance Contrôle Stratégie, 2000, vol. 3, n° 2, p. 5-29.

ARTUS Patrick. « Private Equity : succès transitoire dû à l'environnement ou succès durable ? ». In JACQUILLAT, Bertrand « Hedge funds, private equity, marchés financiers : les frères ennemis ? » Paris, Presses Universitaires de Paris, 2009, 160 p.

BAH, Thierno. *La transition cédant-repreneur*. Revue française de gestion, 2009, vol. 4, p. 123-148.

BALACHANDRA, Lakshmi. *Comment les investisseurs en capital-risque évaluent réellement un pitch.* Harvard Business Review, Juin-juillet 2019, p 12-14.

BANCEL, Franck. « La Gouvernance des entreprises ». Paris : Economica, 1997, 111 p.

BANCEL, Franck. *Efficacité et légitimité du modèle LBO*. Revue française de gestion, 2009, n° 8, p. 241-257.

BARRÉDY, Céline. « Le choix de la société anonyme à directoire et conseil de surveillance dans la société familiale cotée comme mode de gouvernance ». Bordeaux : Thèse de doctorat en sciences de gestion, 2005, 450 p.

BARRÉDY, Céline. *Quelles stratégies "qualité" d'accès aux données pour le chercheur qualitatif ? Le cas particulier des entreprises familiales*. Revue Internationale de Psychologie, *XV (35)*, 2009, vol. 73, 19 p.

BARLATIER, Pierre-Jean. « Les études de cas ». In CHEVALIER, Françoise, CLOUTIER, L.Martin, et MITEV, Nathalie, « Les méthodes de recherche du DBA ». Paris : EMS Editions, 2018, 516 p.

BARON, Robert A. « Social skill ». In GARTNER et al, « Handbook of entrepreneurial dynamics ». London : Thousand Oaks, SAGE Publications, 2004, 567 p.

BARTHÉLEMY, Jérôme. *Pour une recherche en gestion conciliant rigueur et pertinence*. Revue française de gestion, 2012, n° 9, p. 269-283.

BASLY, Sami. Propriété, décision et stratégie de l'entreprise familiale : une analyse théorique. Colloque de l'Association Française de Finance. 2006, 33 p.

BASTIÉ, Françoise et CIEPLY, Sylvie. *Quel rôle pour les organismes de capital-investissement sur le marché de la cession-reprise ?* Revue d'économie financière, 2008, n° 93, p. 145-153.

BAUMARD, Philippe et IBERT, Jérôme. « Quelles approches avec quelles données ». In THIETART, Raymond-Alain et al. « Méthodes de recherche en management ». 4ème édition. Paris : Dunod, 2014, 656 p.

BEDU Nicolas, et PALARD, Jean-Etienne. *L'impact des LBO sur la défaillance des entreprises. Le cas des cibles françaises (2000-2010).* Finance Contrôle Stratégie, 2014, n° 17-2, 29 p.

BEDU, Nicolas et GRANIER, Caroline. *La gouvernance dans les LBO. Revue d'économie financière*, 2018, n° 2, p. 129-144.

BERCY INFO. *Les chiffres de la transmission d'entreprise en France*. Portail de l'économie, des finances, de l'action et des comptes publics, 2016.

BERNARD, Marie-Josée. *Reprise d'entreprise : les bonnes questions à se poser avant de se lancer.* The Conversation. 2019.

BERNE, Éric. « Structure et dynamique des organisations et des groupes ». Caluire : Editions d'analyse transactionnelle, 2005, 329 p.

BOBOT, Lionel. *L'intelligence émotionnelle est-elle un atout en négociation commerciale ?* Management Avenir, 2010, n° 1, p. 407-430.

BOISSIN, Jean-Pierre, CHALUS-SAUVANNET, Marie-Christine, DESCHAMPS, Bérangère et GEINDRE, Sébastien. *Profils de chercheurs primo-entrepreneurs et stratégies de croissance de la jeune entreprise innovante.* Revue internationale PME Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise, 2009, vol. 22, n° 2, p. 41-65.

BOISSIN, Jean-Pierre, GRAZZINI, Frédéric. « Transmission et reprise, la continuité grâce à un nouveau départ ». In LEGER-JARNIOU, Catherine. « Le grand livre de l'entrepreneuriat ». Paris : Dunod, 2013, 447 p.

BONNET, Christophe. *La confiance entre capital-investisseurs et dirigeants : conséquences comportementales et influence sur la performance financière*. Finance Contrôle Stratégie, 2005, vol. 8, n° 2, p. 99-132.

BORNARD, Fabienne et THÉVENARD-PUTHOD, Catherine. Mieux comprendre les difficultés d'une reprise externe grâce à l'approche des représentations sociales. Revue internationale PME Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise, 2009, vol. 22, n° 3-4, p. 83-108.

BORNAREL, Frédéric. *La confiance comme instrument d'analyse de l'organisation*. Revue française de gestion, 2007, n° 6, p. 95-109.

BOSCHIN, Nicolas. « Le guide pratique du LBO ». Paris : Editions d'Organisation, 2006, 276 p.

BOUMEDJAOUD, Dorian et MESSEGHEM, Karim. *Identification des opportunités par le repreneur de PME : une approche par les prototypes*. Management Avenir, 2019, n° 1, p. 85-103.

BOURDIEU Pierre. *Le capital social*. Actes de la recherche en sciences sociales, vol. 31, le capital social, 1980, p. 2- 3.

BOUSSAGUET, Sonia. *Prise de fonction d'un repreneur de PME : Repérage de conditions de facilitation et d'activation.* Revue de l'Entrepreneuriat, 2008, vol. 7, n° 1, p. 39-61.

BOUSSAGUET, Sonia et GRIMA, François. *L'intégration d'un repreneur-dirigeant de PME : le rôle socialisateur des subordonnés ?* Management international / International Management / Gestiòn Internacional, 2015, vol. 20, n° 1, p. 26-37.

BPCE L'Observatoire. *La cession transmission des TPE et des PME*. Groupe BPCE, 2017, 24 p.

BPCE L'Observatoire. *La cession transmission des entreprises en France*. Groupe BPCE, 2019, 23 p.

BPI FRANCE. *PME 2016, Rapport annuel sur l'évolution des PME*. Observatoire des PME, 2016, 166 p.

BPI FRANCE. *PME 2017, Rapport annuel sur l'évolution des PME*. Observatoire des PME, 2017, 156 p.

BRUINING, Hans et WRIGHT, Mike. *Entrepreneurial Orientation. In Management Buy-outs and the contribution of venture capital.* Venture capital : An International Journal of Entrepreneurial Finance, 2002, vol.4, n°2, p 147-168.

BRULHART, Franck, GRIMAND, Amaury, KROHMER, Cathy, OIRY, Ewan et RAGAIGNE, Aurélien. *Management des paradoxes*. Revue française de gestion, 2018, n° 1, p. 65-69.

CADIEUX Louise, BROUARD François. *La transmission des PME : perspectives et enjeux*, Presses de l'Université du Québec, 2009.

CADIEUX, Louise, DESCHAMPS, Bérangère. « Le duo CEDANT REPRENEUR ». Québec : Presses de l'université du Canada. 2011, 292 p.

CADIEUX, Louise, GRATTON, Pierre, et SAINT-JEAN, Étienne. *La carrière repreneuriale : contexte et défis.* Revue de l'Entrepreneuriat, 2014, vol. 13, n° 1, p. 35-50.

CADIEUX, Louise, LECORNE, Vincent, GRATTON, Pierre et GRENIER, Jessica. « Générations repreneurs ». Québec : Centre de transfert d'entreprise du Québec, 2020, 340 p.

CAPASSO, Arturo, FARACI, Rosario, et PICONE, Pasquale Massimo. *Equity-worthiness and equity-willingness : Key factors in private equity deals*. Business Horizons, 2014, vol. 57, n° 5, p. 637-645.

CGT. *LBO, une nouvelle technique financière qui menace l'emploi et l'investissement productif*. Note économique, n°107, 2007, 11 p.

CHABAUD, Didier et YEZZA, Hedi. *Le rôle des compétences sociales dans la réussite de la succession au sein des entreprises familiales.* AIMS, XXV^{ème} Conférence Internationale du Management Stratégique, 2017, 25 p.

CHABERT, Rolande. « Transmission d'entreprise – Optimiser la prise de relais ». Paris : Pearson, 2005, 168 p.

CHANUT, Véronique, GUIBERT, Nathalie, ROJOT, Jacques et DUBOIS, Pierre-Louis. *Les limites de la rationalité limitée ? Un essai de réflexion en sciences de gestion*. Management Avenir, 2011, n° 8, p 97-117.

CHARREAUX, Gérard. *Vers une théorie du gouvernement des entreprises*. IAE DIJON GRECO / LATEC, 1996, 56 p.

CHARREAUX, Gérard. *Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises.* Sciences de Gestion, 1998, n°8-9, p. 47-65.

CHARREAUX, Gérard. « La théorie positive de l'agence : lecture et relectures ». In KOENIG, Gérard, « De nouvelles théorie pour gérer l'entreprise du XXI^{ème} siècle, chapitre 2. Paris : Economica, 1999, 258 p.

CHARREAUX, Gérard. *Pour une gouvernance d'entreprise « comportementale ». Une réflexion exploratoire.* Revue française de gestion, 2005, n° 4, p. 215-238.

CHARREAUX, Gérard. *Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises*. Revue française de gestion, 2015, vol. 41, n° 253, p. 189-212.

CHARREAUX, Gérard. « La théorie positive de l'agence appliquée à la finance et à la gouvernance ». In ALBOUY, Michel et CHARREAUX, Gérard. « Les grands auteurs en finance ». Caen : EMS Editions, 2017, 720 p.

CHARREAUX, Gérard. « Michael Jensen : la théorie positive de l'agence et ses applications à l'architecture et à la gouvernance des organisations ». In CHABAUD Didier, GLACHANT, Jean-Michel, PARTHENAY, Claude et PEREZ Yannick. « Les grands auteurs en économie des organisations ». Paris : EMS Editions, 2018, 416 p.

CHARREIRE, Sandra et DURIEUX, Florence. « Explorer et tester ». Méthodes de recherche en management, 1999, vol. 57, 80 p.

CHARREIRE PETIT, Sandra et DURIEUX, Florence. « Explorer et tester, les deux voies de la recherche ». In THIETART, Raymond-Alain. « Méthodes de recherche en management », 4ème édition. Paris : Dunod, 2014, 656 p.

CHEVALIER Françoise, CLOUTIER L.Martin et MITEV, Nathalie. « Les méthodes de recherche du DBA ». Paris : EMS Editions, 2018, 516 p.

CHEVALIER, Michel et LANGLOIS, Dominique. « Private Equity et Management », 2ème édition. Paris : Economica, 2016, 224 p.

CHEVALIER, Françoise et MEYER, Vincent. « Les entretiens ». In CHEVALIER, Françoise, CLOUTIER, L.Martin et MITEV, Nathalie. « Les méthodes de recherche du DBA ». Paris : EMS Editions, 2018, 516 p.

CICLAD. *Reprendre avec un fonds d'investissement.* Support de présentation. 2014, 20 p.

CNCFA. *Baromètre de la transmission de PME en FRANCE*. 8ème édition, 2017, 2 p.

CNCFA. *Baromètre de la transmission de PME en FRANCE*. 9ème édition, 2018, 25 p.

COHN Jeffrey et FLAUM, J.P. *Talent, how private equity firms hire COES*. Harvard Business Review, 2016, p 26-27.

CRA. *Observatoire CRA de la transmission des TPE-PME*. 2017. 20 p.

CRA. *Observatoire CRA de la transmission des TPE-PME*.2019.20 p.

CUMMING, Douglas, SIEGEL, Donald S., et WRIGHT, Mike. *Private equity, leveraged buyouts and governance.* Journal of Corporate Finance, 2007, vol. 13, no 4, p. 439-460.

DAMASIO, Antonio, R. « L'erreur de Descartes ». Paris : Odile Jacob, 1994, 384 p.

DARWIN Charles. « The expression of the Emotion in Man and Animals ». 1872.

DASGUPTA, Partha. *Trust as a commodity*. Trust : Making and breaking cooperative relations, 2000, vol. 4, p. 49-72.

DAWSON, Alexandra et BARRÉDY, Céline. *Private equity investment in family firms : the rôle of stake size and deal syndication.* Venture Capital, 2018, vol. 20, n° 4, p. 355-376.

DE FREYMAN, Julien et BOUSSAGUET, Sonia. *Les risques de défaillance après rachat de PME.* The Conversation. 2017, 4 p.

DE FREYMAN, Julien, CULLIERE, Olivier et BOUSSAGUET, Sonia. *Accompagner le repreneur dans la construction de sa légitimité.* 11ème congrès de l'Académie de l'Entrepreneuriat et de l'Innovation, 2019, 19 p.

DENIS, Jean-Philippe. *Retour sur les principes d'articulation entre contrôle et stratégie. Une perspective ago-antagoniste*. Conférence de l'AIMS. 2002, 30 p.

DENIS, Jean-Philippe. « Introduction au HIP-HOP management ». Paris : EMS Editions, 2014, 236 p.

DESBRIÈRES, Philippe. *Le capital-investissement*. Banque & Marchés, 2001, vol. 51, p. 40-45.

DESBRIÈRES, Philippe et BROYE, Géraldine. *Critères d'évaluation des investisseurs en capital : le cas français.* Finance Contrôle Stratégie, 2000, vol. 3, n° 3, p. 5-43.

DESBRIÈRES, Philippe et SCHATT, Alain. *L'incidence des LBO sur la politique d'investissement et la gestion opérationnelle des firmes acquises : le cas français*. Finance Contrôle et Stratégie, 2002, vol. 5, n° 4, p. 79-106.

DESBRIÈRES, Philippe et SCHATT, Alain. *The impacts of LBOs on the performance of acquired firms : the French case.* Journal of Business Finance & Accounting, 2002, vol. 29, n° 5-6, p. 695-729.

DESCHAMPS, Bérangère. « Le processus de reprise d'entreprise par les entrepreneurs personnes physiques ». Grenoble : Thèse de doctorat en sciences de gestion, 2000, 620 p.

DESCHAMPS, Bérangère. *Proposition d'une typologie de repreneurs d'entreprise.* Entrepreneuriat.com, 2002, 13 p.

DESCHAMPS, Bérangère. *Reprise d'entreprise par les personnes physiques (RPP) : premiers éléments de réponse à la question de son intégration dans le champ de l'entrepreneuriat.* Revue de l'Entrepreneuriat, 2003, vol. 2, n° 1, p. 59-71.

DESCHAMPS, Bérangère. « Des pratiques de transmission au concept générique de transfert d'entreprise ». Grenoble : Habilitation à la Direction de Recherches en sciences de gestion, 2014, 111 p.

DESCHAMPS, Bérangère, FATIEN, Pauline, et GEINDRE, Sébastien. *Accompagner le repreneur d'entreprise : conduire, escorter mais aussi guider.* Gestion 2000, 2010, vol. 27, n° 3, p. 77-88.

DESCHAMPS, Bérangère et GEINDRE, Sébastien. *Les effets perturbateurs des biais cognitifs et affectifs dans le processus de décision de reprendre une PME.* Management Avenir, 2011, n° 7, p. 15-34.

DESCHAMPS, Bérangère et LAMARQUE, Thierry. *Rôles du conseil acheteur dans la négociation d'un transfert externe de PME*. Revue française de gestion. 2020a, N° 286, p 89-106.

DESCHAMPS, Bérangère et LAMARQUE, Thierry. *Les émotions du repreneur lors des négociations de transfert externe d'entreprise. Successor's Emotions during the Negotiation of External Business Transfers.* Finance Contrôle Stratégie, 2020b, n° 23-3, 24 p.

DESCHAMPS, Bérangère et LAMARQUE, Thierry. *La stratégie du repreneur lors d'une négociation d'une reprise externe d'entreprise.* Management International, 2021, à paraître.

DESCHAMPS Bérangère et PATUREL, Robert. « Reprendre une entreprise. De l'intention à l'intégration du repreneur » 3ème édition. Paris : Dunod. 2009. 2018 p.

DOMBRE-COSTE, Fanny. *Favoriser la transmission d'entreprise en France : diagnostic et propositions.* Ministère de l'économie, de l'industrie, du numérique, 2015, 95 p.

DONADA, Carole et NOGATCHEWSKY, Gwenaëlle. *La confiance dans les relations interentreprises.* Revue française de gestion, 2007, n° 6, p. 111-124.

DONALDSON, Lex. *The ethereal hand : Organizational economics and management theory.* Academy of management Review, 1990, vol. 15, n° 3, p. 369-381.

DUMEZ, Hervé. « Méthodologie de la recherche qualitative ». Paris : Vuibert, 2016, 256 p.

EQUITEASY. *Enquête spéciale investisseurs. Des investisseurs professionnels dévoilent tout de leurs attentes*. Communiqué de presse. 2019, 3 p.

FAMA, Eugene F. *Agency problems and the theory of the firm*. Journal of political economy, 1980, vol. 88, n° 2, p. 288-307.

FÉRRERO, Guillaume et de LOUBENS, Aymeric. *Faut-il favoriser la transmission d'entreprise à la famille ou aux salariés ?* Direction Générale du Trésor, cahier n°2013/06, 2013, 34 p.

FOUREAULT, Fabien. *Enrôler les dirigeants pour contrôler l'entreprise : le répertoire d'action des fonds d'investissement*. Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs, 2017, n° 22. 21p.

FRANCE INVEST et GRANT THORNTON. *Activité des acteurs français du capital-investissement 2018, 30ème édition*. 2019, 60 p.

GANASSALI, Stéphane. « Enquêtes et analyse de données avec Sphinx ». Paris : Pearson, 2014, 236 p.

GASPAR, José-Miguel. *The Performance of French LBO Firms : New data and new results.* Finance, 2012, vol. 33, n° 2, p. 7-60.

GAUDET, Stéphanie et ROBERT, Dominique. « L'aventure de la recherche qualitative ». Ottawa : Presses de l'université d'Ottawa, 2018, 294 p.

GAVARD-PERRET, Marie-Laure, GOTTELAND, David, HAON, Christophe et JOLIBERT, Alain. « Méthodologie de la recherche en sciences de gestion » 2ème édition. Paris : Pearson, 2012, 420 p.

GEINDRE, Sébastien. *Le transfert de la ressource réseau lors d'un processus de reprise.* Revue internationale PME : économie et gestion de la petite et moyenne entreprise, 2009, vol. 22, n° 3-4, p. 109-137.

GEINDRE, Sébastien. « Les réseaux, clés de la compétitivité ». In LEGER-JARNIOU, Catherine. « Le grand livre de l'entrepreneuriat ». Paris : Dunod, 2013, 447 p.

GÉRAUDEL, Mickael, JAOUEN, Annabelle, MISSONIER, Audrey, et SALVETAT, David. *Qui sont les repreneurs potentiels d'entreprises ? Proposition de typologie en fonction de l'état de santé de la firme.* Revue internationale PME Economie et gestion de la petite et moyenne entreprise, 2009, vol. 22, n° 3-4, p. 13-30.

GIFFARD, Michel. « Coaché ». Paris : Editions d'Organisation, 2003, 204 p.

GOLLIER, Christian, HILTON, Denis, et RAUFASTE, Eric. *Daniel Kahneman et l'analyse de la décision face au risque.* Revue d'économie politique, 2003, vol. 113, n° 3, p. 295-307.

GOUDARZI, Kiane et EIGLIER, Pierre. *La socialisation organisationnelle du client dans les entreprises de service : concept et dimensions.* Recherche et Applications en Marketing (French Edition), 2006, vol. 21, n° 3, p. 65-90.

GRAZZINI, Frédérique, BOISSIN, Jean-Pierre et ARREGLE, Jean-Luc. *Analyse des modèles mentaux développés par les dirigeants en matière d'acquisition ou de reprise de PME.* M@an@gement, 2013, Vol 16, n° 1, p 49-87.

GRAZZINI, Frédérique, BOISSIN, Jean-Pierre, et MALSCH, Bertrand. *Le rôle du repreneur dans le processus de formation de la stratégie de l'entreprise acquise.* Revue internationale PME Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise, 2009, vol. 22, n° 3-4, p. 139-164.

GUARNELLI, Josselin, LEBRATY, Jean-Fabrice, et PASTORELLI, Ivan. *Prise de décision et contextes extrêmes. Le cas des acteurs d'une chaîne des secours d'urgence.* Revue Française de Gestion, 2016, vol. 42, n° 257, p. 111-127.

GUÉDRI, Zied, HUSSLER, Caroline, et LOUBARESSE, Elodie. *Contradictions, paradoxes et tensions en contexte (s).* Revue française de gestion, 2014, n° 3, p. 13-28.

GUÉRY-STÉVENOT, Anne. *Conflits entre investisseurs et dirigeants*. Revue française de gestion, 2006, n° 5, p. 157-180.

GUILMOT, Nathalie et VAS, Alain. *La nature paradoxale du travail des cadres intermédiaires en contexte de changement permanent.* Question (s) de management, 2013, n° 2, p. 53-65.

HLADY RISPAL, Martine. « La méthode des cas. Application à la recherche en gestion ». Paris : De Boeck Université, 2002, 250 p.

HOWORTH, Carole, WESTHEAD, Paul, et WRIGHT, Mike. *Buyouts, information asymmetry and the family management dyad.* Journal of Business Venturing, 2002, vol. 19, n° 4, p. 509-534.

INSEE. *Les entreprises en France, édition 2018*. 2018, 160 p.

JENSEN, Michael C. et MECKLING, William H. *Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure.* Journal of financial economics, 1976, vol. 3, n° 4, p. 305-360.

JENSEN, Michael C. Active investors, LBOs, and the privatization of bankruptcy. 1989.

KARYOTIS, Catherine et BOUTEILLER, Christophe. « L'essentiel du private equity et des LBO » 5ème édition. Paris : Gualino, 2020, 144 p.

KLEIN, Garry. « The power of intuition – How to use your gut feelings to make better decision at work ». Currency, 2004, 352 p.

KOENIG, Gérard. *Production de la connaissance et constitution des pratiques organisationnelles.* Revue de Gestion des Ressources Humaines, 1993, n°9, p.4-17.

KREPS, David. M. *Corporate culture and economic theory*. Perspectives on positive political economy, 1990, vol. 90, n° 109-110, p. 8.

KUMAR, Nirmalya. *The power of trust in manufacturer-retailer relationships*. Harvard business review, 1996, vol. 74, n° 6, p. 92-106.

LAMARQUE, Thierry et STORY, Martine. « Reprendre une entreprise » 2ème édition. Paris : Maxima éditions, 2018, 240 p.

LAMARQUE, Thierry et STORY, Martine. « Reprise d'entreprise : Tout pour réussir votre négociation ». Paris : Maxima éditions, 2013, 206 p.

LAMARQUE, Thierry. « Le processus de négociation dans les opérations de transferts externes de PME : les facteurs-clés de succès du repreneur ». Thèse de DBA, 2018, 518 p.

LAUFER, Jacqueline. *Comment on devient entrepreneur*. Revue française de gestion, 1975, vol. 2, p. 3-15.

LAUFER, Romain. *Pourquoi les chercheurs français en management interviennent-ils si peu dans le débat public ?* Revue française de gestion, 2007, n° 9, p. 211-218.

LE NADANT, Anne-Laure. *La performance des sociétés cibles dans les opérations de LBO : étude du marché français.* In Marchés financiers et gouvernement de l'entreprise. 1998

LE NADANT, Anne-Laure et PERDREAU, Frédéric. *Financial profile of leveraged buy-out targets : some French evidence.* Review of Accounting and Finance, 2006, vol. 5, n° 4, p. 370-392.

LES AFFICHES PARISIENNES. Journal d'annonces légales, 2016.

LE RHUN, Anne, GAGNAYRE, Rémi, MORET, Leïla, et MOMBRAIL, Pierre. *Analyse des tensions perçues par les soignants hospitaliers dans la pratique de l'éducation thérapeutique : implications pour leur supervision.* Global health promotion, 2013, vol. 20, n° 2 suppl, p. 43-47.

LE TIAN, Constance et VENARD, Bertrand. *Pour une approche contingente de la gouvernance.* Management international / International Management / Gestiòn Internacional, 2012, Vol 16, n° 2, p 25-38.

LEBRATY, Jean-Fabrice. *Décision et Intuition : un état des lieux.* Education & management, 2007, n° 33, p. 33-37.

LECOINTRE, Gilles. « La transmission d'entreprise en pratique ». Paris : Gualino éditeur, 2002, 242 p.

LEVINSON, Harry. *A psychologist diagnoses merger failures.* Harvard Business Review. 1970, Vol 48, n° 2, p 139-147.

LIVIAN, Yves-Frédéric. « Le portefeuille des méthodes de recherche terrain : méthodes qualitatives, méthodes quantitatives et mixtes ». In CHEVALIER, Françoise, CLOUTIER, L. Martin et MITEV, Nathalie, « Les méthodes de recherche du DBA ». Paris : EMS Editions, 2018, 516 p.

MAHÉ de BOISLANDELLE, Henri et ESTEVE, Jean-Marie. « Conduire une transmission en PME ». Cormelles-le-Royal : EMS Editions, 2015, 208 p.

MAHIEUX, Xavier. *La gestion déléguée dans les fonds de capital-investissement : relation d'agence et clauses contractuelles des fonds*. Revue d'économie financière, 2010, p. 253-274.

MAIGNAN, Marion, ARNAUD, Charlène, et CHATEAU TERRISSE, Pascale. *La gestion des tensions organisationnelles dans les coopératives multisociétaires à vocation sociale : le cas d'une Société Coopérative d'Intérêt Collectif dans le secteur du logement social.* Management international/International Management/Gestiòn Internacional, 2018, vol. 22, n° 2, p. 128-143.

MEIAR, Alain et VERSTRAETE, Thierry. *Les écarts de représentation du Business Model de l'entreprise transmise : recherche exploratoire auprès de trois binômes de cédants-repreneurs.* Management international, 2020, p 1-8.

MEIER, Olivier. *Les motivations des repreneurs dans le cadre de transmissions d'entreprise.* Revue de Management et de stratégie. 2017, p. 1-9.

MEIER, Olivier et SCHIER, Guillaume. « Transmettre ou reprendre une entreprise ». Paris : Dunod, 2008, 358 p.

MEIER, Olivier et SCHIER, Guillaume. *Quelles théories et principes d'actions en matière de gouvernance des associations ?* Management Avenir, 2008, n° 6, p. 179-198.

MEIER, Olivier et SCHIER, Guillaume. « Fusions acquisitions » 6ème édition. Paris : Dunod, 2019, 310 p.

MICHAUD, Valérie. *Proposition pour l'étude des tensions dans le mouvement, la sociomatérialité et le paradoxe.* Communiquer. Revue de communication sociale et publique, 2011, n° 5, p. 47-74.

MILES, Matthew B et HUBERMAN, A.Michael. « Analyse des données qualitatives » 2ème édition. Paris : De Boeck, 2003, 626 p.

MNEJJA, Anis, SAHUT, Jean-Michel, et TEULON, Frédéric. *Entreprises non cotées et différence d'évaluation entre LBO et M&A.* Gestion 2000, 2012, vol. 29, n° 6, p. 93-106.

MOSCAROLA, Jean. « Faire parler les données ». EMS, Paris, 2018, 264 p.

MOUHLI, Karim et PATUREL, Robert. *Les mécanismes cognitifs à l'origine de la décision de reprendre du repreneur externe : une approche par le sensemaking.* Revue de l'Entrepreneuriat, 2019, vol. 18, n° 1, p. 171-201.

NAVATTE, Patrick. *La nouvelle démographie des LBO et de l'industrie du Private Equity.* Revue Française de Gestion, 2018, vol. 44, n° 271, p. 83-98.

OPTION FINANCE. *LBO – Ces cadres sup qui deviennent patrons,* 2005, n° 840.

ORLÉAN, André. *La théorie économique de la confiance et ses limites.* Journal of Law and Economics, 1993, vol. 36, p. 453-486.

OSÉO-BDPME. *La transmission des petites et moyennes entreprises : l'expérience d'OSÉO-BDPME*, 2005

PALARD, Jean-Etienne, BARRÉDY, Céline, et BEDU, Nicolas. *LBO, structure de propriété familiale et fonds d'investissement Quel impact sur l'évaluation et la performance des cibles post-LBO ?* Finance Contrôle Stratégie, 2013, no 16-3, 18 p.

PAQUET, Yvan. *Relation entre locus of control, désir de contrôle et anxiété.* Journal de thérapie comportementale et cognitive, 2006, vol. 16, n° 3, p. 97-102.

PARAT, Frédéric. « Théories et pratiques de la gouvernance d'entreprise ». Paris : Maxima Editions, 2014, 554 p.

PATUREL, Robert. « La reprise d'entreprise, une pratique majeure de l'entrepreneuriat du début du XXI^{ème} siècle ». In SCHMITT, Christophe « Regards sur l'évolution des pratiques entrepreneuriales ». Québec : Presses de l'Université du Québec, 2008, 346 p.

PAYAUD, Marielle, A. « Le « contexte » et la recherche en terre africaine : implications épistémologiques et méthodologiques ». In CHEVALIER, Françoise, CLOUTIER, L. Martin, et MITEV, Nathalie, « Les méthodes de recherche du DBA ». Paris : EMS Editions, 2018, 516 p.

PICARD, Christian et THEVENARD-PUTHOD, Catherine. La reprise d'entreprise artisanale : spécificités du processus et conditions de sa réussite. Revue internationale PME Économie et Gestion de la petite et moyenne entreprise, 2004, vol. 17, n° 2, p 93-121.

PRAS, Bernard. *Marketing.* Enseignement et Gestion, numéro spécial, 1983, p. 73-84.

RESEAU TRANSMETTRE ET REPRENDRE. « Le guide du Cédant au Repreneur », 2015, 74 p.

REY, Alain. « Dictionnaire historique de la langue française » Tome 2. Paris : Le Robert, 2016, 2 808 p.

ROBBIE, Ken et WRIGHT, Mike et WRIGHT, Michael. « Management buy-ins : entrepreneurship, active investors, and corporate restructuring ». Manchester : Manchester University Press, 1996, 168 p.

ROLL, Richard. *The hubris hypothesis of corporate takeovers.* Journal of business, 1986, vol.59, n°2, p. 197-216.

ROLLIN, Michel. « Reprise-rachat d'entreprise ». Paris : Maxima, 2006, 200 p.

ROTTER, Julian B. *Generalized expectancies for internal versus external control of reinforcement.* Psychological monographs : General and applied, 1966, vol. 80, n° 1, p. 609-633.

RUBAK Richard S. et YUDKOF, Royce. « HBR Guide to buying a small business ». Boston : Harvard Business Review Press, 2017, 320 p.

SATTIN, Jean-François et POMMET, Sophie. « Le capital-investissement : de la théorie à la pratique ». In LEGER-JARNIOU, Catherine. « Le grand livre de l'entrepreneuriat ». Paris : Dunod, 2013, 447 p.

SÉNAT. *Moderniser la transmission d'entreprise en France : une urgence pour l'emploi dans nos territoires.* Rapport d'information sénatorial. Délégation sénatoriale aux entreprises, 2017, 72 p.

SHOJAI, Shahin. *Leveraged management buy-ins : Rôle of investors, means of exit, and the predictive powers of the financial markets.* Journal of Financial Transformation, 2004, vol. 10, p. 129-141.

SIBONY, Olivier. « Réapprendre à décider ». Paris : Débats Publics, 2014, 314 p.

SIMON, Herbert Alexander. « Administration et processus de décision ». Paris : Economica, 1983, 321 p.

SIMON, Herbert Alexander. « Administrative Behaviour : a study of Decision-Making Processes in Administrative Organizations », Fourth edition. New-York : Free Press. 1997, 369 p.

SIMON, Éric. *La confiance dans tous ses états.* Revue française de gestion, 2007, n° 6, p. 83-94.

SMITH, Wendy K. et LEWIS, Marianne W. *Toward a theory of paradox : a dynamic equilibrium model of organizing.* Academy of management Review, 2011, vol. 36, n° 2, p. 381-403.

SOMMER, Maël, GAUCHE, Karine, et TEMRI, Leila. *Petites entreprises en système de management collectif. Vers une gestion constructive des paradoxes de la durabilité ?* Revue française de gestion, 2018, vol. 44, n° 274, p. 111-125.

STORY, Martine. « Au-delà des mots. Guide de la communication non verbale ». Paris, Maxima éditions, 2018, 244 p.

STORY, Martine. « Les facteurs d'adhésion des salariés lors d'une opération de fusion-acquisition ». Mémoire de master en ressources humaines. 2010, 95 p.

TARIANT, Jean-Marc. « Guide Pratique pour reprendre une entreprise » 5ème édition. Paris : Editions d'organisation, 2011, 274 p.

THÉLISSON, Anne-Sophie, MEIER, Olivier, MISSONIER, Audrey et GUIEU, Gilles. *Comment gérer une intégration post-fusion ? L'intérêt d'une approche paradoxale multiniveaux.* Revue française de gestion, 2018, vol. 44, n° 274, p. 127-145.

THÉPOT, Jacques. *Jensen et Meckling trente ans après.* Revue Française de gestion, 2007, n° 6, p. 15-22.

THÉVENARD-PUTHOD, Catherine et PICARD, Christian. *Confiance et défiance dans la reprise d'entreprises artisanales.* La Revue des Sciences de Gestion, 2006, n° 3, p. 99-113.

THIÉTART, Raymond-Alain. « Méthodes de recherche en management » 4ème édition. Paris : Dunod, 2014, 656 p.

THOMAS, Philippe. LBO - « Montages à effet de levier – Private Equity » 3ème édition. Paris : RB Editions, 2015, 120 p.

THOUMIEUX, Xavier. « Le LBO, acquérir une entreprise par effet de levier ». Paris : Economica, 2008, 114 p.

TRÉBUCQ, Stéphane. *De l'idéologie et de la philosophie en gouvernance d'entreprise.* Revue française de gestion, 2005, n° 5, p. 49-67.

TURCHET, Philippe. « Le langage universel du corps ». Montréal : Les éditions de l'homme, 2009, 370 p.

TVERSKY, Amos et KAHNEMAN, Daniel. *Judgment under uncertainty : Heuristics and biases.* Science, 1974, vol. 185, no 4157, p. 1124-1131.

VAN HOOREBEKE, Delphine. *L'émotion et la prise de décision.* Revue française de gestion, 2008, n° 2, p. 33-44.

VAS, Alain et GUILMOT, Nathalie. *Paradoxes et changement organisationnel : les stratégies d'adaptation des cadres intermédiaires.* Gestion 2000, 2017, vol. 34, n° 5, p. 381-410.

VERNIMMEN, Pierre. *Gérer une entreprise sous LBO*. Lettre Vernimmen, 2007, n° 55, 4 p.

VERNIMMEN, Pierre. « Finance d'entreprise ». Paris : Dalloz, 2012, 1 220 p.

VERSTRAETE, Thierry. *A la recherche des sciences de gestion.* Revue française de gestion, 2007, n° 9, p. 91-105.

VIDAILLET, Bénédicte. « Le sens de l'action : Karl Weick : sociopsychologie de l'organisation ». Paris : Vuibert, 2003, 183 p.

WALDVOGEL, Christian. *Les fonds « evergreen » ont le vent en poupe.* 2018, bilan.ch.

WALSH, Isabelle, KALIKA, Michel et DOMINGUEZ-PÉRY, Carine. « Les grands auteurs en systèmes d'information ». Paris : EMS Edition, 2018, 648 p.

WEICK, Karl E. « The social psychology of organizing » second edition. New-York : McGraw-Hill, 1979, 294 p.

WEINSTEIN, Olivier. *Les théories de la firme.* Idées économiques et sociales, 2012, n° 4, p. 6-15.

WOOD BROOKS, Alison. *Les émotions et l'art de la négociation.* Harvard Business Revue. Février-Mars 2017, p. 37-45.

WRIGHT, Mike, AMESS, Kevin, WEIR, Charlie, et GIRMA, Sourafel. *Private equity and corporate governance : Retrospect and prospect.* Corporate Governance : an International Review, 2009, vol. 17, n° 3, p. 353-375.

WRIGHT, Mike. *Le capital-investissement.* Revue française de gestion, 2002, n° 5, p. 283-302.

YIN, Robert K. « Case Study Research, Design and Methods, Newbury Park ». London, Sage, 1990.

YIN, Robert K. « Case Study Research, Design and Methods » fourth edition. London, Sage, 2009.

ANNEXES

Annexe 1 – CV Martine STORY – LAMARQUE 285

Annexe 2 – Les thèses et thèses de DBA en lien avec les transferts d'entreprises de 2000 à 2019 287

Annexe 3 – Guide d'entretien repreneur 289

Annexe 4 – Guide d'entretien fonds d'investissement 296

Annexe 5 – Guide d'entretien expert 302

Annexe 6 – Engagement de confidentialité 304

Annexe 7 – Retranscription d'entretien exploratoire – Exemple 305

Annexe 8 – Retranscription d'entretien repreneur – Exemple 307

Annexe 9 - Retranscription d'entretien fonds d'investissement - Exemple 330

Annexe 10 - Retranscription d'entretien expert - Exemple 351

Annexe 11 - Sphinx : rapport d'étude. Analyse qualitative de 50 entretiens exploratoires 369

Annexe 12 - Sphinx : rapport d'études. Analyse qualitative de 22 entretiens approfondis 392

Annexe 13 - Lexique de la reprise d'entreprise 622

Annexe 1 – CV Martine STORY – LAMARQUE

Martine STORY-LAMARQUE
3 bis, rue des Galvents
92 140 Clamart
Portable : 06 60 12 22 75
E-mail : martine.story@altheo.com

EXPERIENCE PROFESSIONNELLE

Depuis janvier 2004
Groupe LBO – Conseil en reprise / cession d'entreprise

❒ **Directeur Général d'ALTHEO**

Conseil & accompagnement en reprise d'entreprise – www.altheo.com

- Formation à la reprise d'entreprise
- Cadrage de projet
- Recherche de cibles
- Conseil & accompagnement opérationnel

ALTHEO est devenu en 17 ans le **leader français du conseil en reprise de PME (**CA entre 1 et 50 M€) auprès de repreneurs personnes physiques ou morales, de fonds d'investissements, et de family offices français ou étrangers

❒ **Présidente d'EVALTEAM**

Conseil & accompagnement en cession d'entreprise – www.evalteam.fr

- Valorisation d'entreprise
- Recherche et sélection de repreneurs
- Accompagnement du cédant lors des étapes de négociation
- Coordination du processus de cession

De 1990 à 2003
Groupe ASEA BROWN BOVERI (ABB) – Leader mondial de l'électrotechnique

De mars 2001 à juin 2003

ABB Automation – 275 M€ - 1500 personnes
Produits, systèmes et services destinés à l'automation des sites industriels et leur alimentation en énergie

❒ **Directrice Marketing et Communication**

- Membre du comité de direction
- Elaboration et mise en œuvre de la stratégie marketing / communication auprès de 7 divisions opérationnelles

De 1999 à 2001

ABB Vim – 25 M€ - 150 personnes
Matériel de ventilation

❒ **Responsable Marketing Opérationnel**

- Elaboration et mise en œuvre du plan marketing et communication
- Lancements de produits
- Animation des réseaux de distribution (électrique / sanitaire / chauffage / GSB)

De 1997 à 1999

ABB Diffusion 30 M€ - 120 personnes
Appareillage électrique basse tension

❒ **Contrôleur de gestion**

De 1990 à 1997

❒ **Responsable Communication / Promotion des ventes**

De 1988 à 1990
APCOR (SSII partenaire de Digital Equipement)

❒ **Ingénieur Commercial**

Ventes de solutions intégrées sur mini-informatique Digital

De 1987 à 1988
Bernard Krief Consultants (Département Recrutement)

❒ **Chargée de mission**

- Recrutements par annonces et par approches directes
- Développement commercial

FORMATION

2020 **University of Technology Sydney –** Certificate of Research in Business Administration
2012 **HEC – Coach certifiée** – Executive Coaching 1
2010 **Sciences-Po Paris** – Master Ressources Humaines.
Sujet de mémoire : « Les facteurs-clés d'adhésion des salariés lors d'une opération de fusion-acquisition » - Félicitations du jury
1987 **INSEEC Alpes-Savoie** – Option Marketing

ACTIVITES EXTRA-PROFESSIONNELLES

- Synergologue certifiée, formée à l'Institut Européen de Synergologie (IES)
- Auteur de **« Au-delà des mots – Guide de la communication non verbale »**, Ed Maxima, 2018
- Co-auteur de « **Reprendre une entreprise** », Ed Maxima, 2ème édition 2018
- Co-auteur de **« Reprise d'entreprise – Tout pour réussir votre négociation** », Ed Maxima 2013
- Conférencière sur les thématiques de la reprise / cession d'entreprise ainsi que sur la communication non verbale
- Animatrice des Matinales de la Reprise d'Entreprise à l'Association des Sciences-Po
- Expert auprès de l'Association Progrès du Management (APM)
- Membre du jury X-HEC Entrepreneurs

LANGUES

Anglais professionnel – Allemand

Annexe 2 – Les thèses et thèses de DBA en lien avec les transferts d'entreprises de 2000 à 2019

Nom	Année de soutenance	Titre de la thèse
DESCHAMPS Bérangère	2000	Le processus de reprise d'entreprise par les entrepreneurs personnes physiques.
BOUSSAGUET Sonia	2005	L'entrée dans l'entreprise du repreneur : un processus de socialisation repreneuriale.
BAH Thierno	2006	L'accompagnement du repreneur par le cédant dans les transmissions de PME : une approche par la théorie du deuil.
VIDAL Marc	2006	La transmission de PME : de l'influence du comportement des acteurs et du transfert de l'organisation.
GOURDON CABARET Delphine	2007	Le management situé de la reprise d'entreprise : le cas de PME du Nord-Pas-de-Calais.
DEGEORGE Jean-Michel	2007	Le déclenchement du processus de création ou de reprise d'entreprise : le cas des ingénieurs français.
DE FREYMAN Julien	2009	La transition : phase essentielle de la réussite d'une reprise.
ABOU FAYAD Cendrella	2009	La fille successeur dans l'entreprise familiale non-cotée : le cas du Liban.
SAOUDI Lynda	2010	Le management du noyau dur humain en PME pour une transmission/reprise réussie.
ALBANET Anne-Laure	2010	L'intention de cession du dirigeant de PME : vers quelles transitions ?
FATTOUM Salma	2010	L'intégration du successeur dans les entreprises familiales françaises : le rôle du prédécesseur.
DURST Susanne	2011	Small and medium-sized entreprises succession process: do intangible assets matter? A study conducted in Germany.
STEPHAN Sylvie	2012	Un rebond au singulier pluriel : l'après-transmission du cédant mature en PME.
OUARDI Rachid	2012	Processus d'entrée du repreneur externe : le cas de la légitimité de la PME.
DACLIN Marine	2012	La socialisation organisationnelle du dirigeant salarié. Du contexte de départ du prédécesseur à l'intégration stratégique du successeur.
BEN HAMMOUDA LABIDI Hamène	2014	Transmission du réseau personnel du prédécesseur au successeur-fille dans les entreprises familiales tunisiennes.
CRENN Marta	2014	Transmission non familiale des PME industrielles : Contribution à la compréhension.
FROMENTY Éric	2014	Transmission de PME : impact du processus cessioneurial sur la santé des dirigeants cédants propriétaires.
MEIAR Alain	2015	Le Business Model de l'entreprise transmise : comparaison de la représentation du repreneur avec celle du cédant pour contribuer à réduire le risque de faux-pas.
ZAKI BOUSLIKANE Mohamed	2015	L'entreprise familiale face à la succession : approche par les cas.
BENMOSTEFA Fériel	2015	La transmission des entreprises familiales en Tunisie.

KARRAY Sana	2015	Impact de l'évolution du capital social sur la création de valeur de l'entreprise familiale au cours de la phase de transmission.
EL HEJRAOUI (MOUSSAID) Grace	2016	Le repreneuriat de l'entreprise artisanale par la veuve du dirigeant : étude exploratoire et essai de modélisation.
LYES Mazari	2018	La RSE, une démarche stratégique de changement organisationnel des PME ? Le cas de la transmission-reprise.
LAMARQUE Thierry	2018	Le processus de négociation dans les opérations de transferts externes de PME : les facteurs-clés de succès du repreneur.
YEZZA Hedi	2019	La succession dans les entreprises familiales : Le rôle des compétences sociales du successeur.

Source : d'après Lamarque, 2018, p 57-59

Annexe 3 – Guide d'entretien repreneur

Entretien repreneur N° :

Date :

Nom du repreneur :

Durée de l'entretien :

Etat civil

- Sexe :
- Age :

Information sur l'entreprise :

- Localisation :
- Secteur d'activité :
- CA :
- Effectif :
- Date de création :

Formation

- Formation initiale ?

Expérience / parcours professionnel

- Expérience professionnelle ?
- Expériences sectorielles ?
- Expérience de DG ?
- Expérience de reprise d'entreprise ou entrepreneuriale ?
- Expérience de la PME ?
- Expérience du LBO ?
- Consensus familial ?
- Famille d'entrepreneurs ?
- Profil de manager (développeur, redresseur, manageur, gestionnaire) ?
- Profil de négociateur : compétitif (orienté résultats, performances, intérêts personnels) ou coopératif (orienté relations humaines, consensus, collaboration) ?

- Qualités relationnelles ?
- Valeurs ?

Le projet de reprise

- Motivations à la reprise d'entreprise ?
- Elément(s) déclencheur(s) ?
- Eléments de cadrage (localisation, taille, secteur) ?
- En début de processus, envisagiez-vous la présence d'un fonds d'investissement à vos côtés ? Pourquoi ?
- Que représentait un fonds d'investissement pour vous ?
- Souhaitiez-vous être majoritaire ou minoritaire. Pourquoi ?
- Présence d'un conseil acheteur ?
- Nombre de dossiers étudiés ?
- Nombre de LOI réalisées / signées ?

La société reprise

- Date du closing ?
- Avez-vous déménagé, à titre personnel, à l'occasion de la reprise ?
- Motif de cession du dirigeant ?
- Le cédant était-il le fondateur de la société ?
- Origine du deal / dossier intermédié ou sourcé par vos soins ?
- Durée de processus depuis la décision de reprendre jusqu'à la prise en mains de la société ?
- Sur quels critères avez-vous choisi cette cible. Pourquoi cette cible ?
- A qui / à quoi attribuez-vous le succès de l'opération de reprise ?

Le montage financier

- Quelle est votre position au capital majoritaire / minoritaire (quel % du capital détenu) ?
- En quoi est-ce important pour vous d'être majoritaire / minoritaire ?
- Combien de fonds d'investissement à vos côtés ?
- Présence d'un fonds chef de file ?
- Combien de banques ?

Les différents fonds d'investissement rencontrés

- Combien de fonds d'investissement rencontrés ?
- Sur quels critères ?
- Comment les avez-vous sélectionnés ?
- A quel moment du processus les avez-vous rencontrés ?
- Qui étaient vos interlocuteurs au sein des fonds ?
- Combien de fonds étaient prêts à vous accompagner ?
- Combien de fonds ont refusé de vous accompagner ?
- Pour quelles raisons ?
- Combien de fonds avez-vous récusé ?
- Pour quelles raisons ?

Le(s) fonds d'investissement choisi(s)

- Combien de fonds participent à l'opération ?
- Pourquoi / sur quels critères avoir choisi ce (ces) fonds ?
- Qui au sein des fonds est votre interlocuteur aujourd'hui ? Est-ce le même interlocuteur depuis le début de vos échanges ?
- Pourquoi selon vous vous ont-ils choisi ?
- Rôle de l'entourage dans le choix du fonds ?
- Rôle des conseils dans le choix des fonds ?

La négociation du management package et du pacte d'actionnaire

- A quel moment a eu lieu la négociation du management package et du pacte d'actionnaires ?
- Comment cette négociation s'est-elle déroulée ?
- Cette négociation s'est-elle déroulée sur un mode coopératif ou compétitif ?
- Quelles tensions avez-vous rencontré lors de cette étape ?
- Aviez-vous un conseil à vos côtés pour négocier ?
- Quel souvenir gardez-vous de cette phase de négociation ?
- Quel était votre état d'esprit au moment de la négociation du package ?
- Etes-vous satisfait de l'accord obtenu ?
- Que feriez-vous différemment si c'était à refaire ?

- Quels conseils donneriez-vous à un repreneur sur ce sujet ?
- Avez-vous été confrontés à des demandes surprenantes ?
- Quels sentiments avez-vous ressenti lors des négociations avec le fonds (colère, regrets, joie, enthousiasme, déception, agacement) ?

La stratégie de sortie

- A quel moment avez-vous abordé le sujet de la sortie du (des) fonds d'investissement avec vos partenaires financiers ?
- Le sujet a-t-il fait l'objet d'une contractualisation ?
- Quels sont les scénarios possibles au moment de la sortie. A qui le(s) fonds d'investissement peut-il (peuvent-ils) vendre ?
- Aurez-vous votre mot à dire sur le choix du repreneur ?
- Comment envisagez-vous la suite, à l'issue de cette période ?
- Dans quel état d'esprit abordez-vous le sujet de la sortie de vos partenaires financiers ?

La latitude managériale

- Pour quels types de décisions devez-vous informer, consulter ou obtenir l'accord du (des) fonds d'investissement ?
- Quel est le circuit de décision ?
- Sous quel délai obtenez-vous une réponse ?
- Quel est l'impact de ce processus décisionnel sur le fonctionnement de l'entreprise ?
- Quel est l'impact de ce processus décisionnel sur votre image de dirigeant vis-à-vis des équipes ?
- Comment vivez-vous ce processus ?
- Quelles en sont les vertus ?
- Quels en sont les inconvénients ?
- Que souhaiteriez-vous changer dans ce processus ?
- Que se passe t'il lorsque vous faites une demande au fonds et qu'elle n'est pas acceptée ?
- Estimez-vous votre (vos) partenaire(s) financier(s) très interventionniste (hands on) ou peu interventionniste (hands off) ?

La stratégie de l'entreprise

- Qui définit la stratégie de l'entreprise ?
- Quel rôle joue le fonds d'investissement dans la définition de la stratégie ?
- Quels sont les sujets de désaccord entre vous et le fonds d'investissement concernant la stratégie de l'entreprise ?
- Comment se règlent ces désaccords ?

La relation aux risques

- Quelles sont les spécificités de la gestion d'une entreprise sous LBO ?
- Quels sont les principaux risques auxquels vous êtes exposés dans cette opération de LBO ?
- Quels sont les risques de vos partenaires financiers ?
- Qui prend le plus de risques ?
- Comment le(s) fonds d'investissement vous accompagnent-ils dans la gestion des risques ?
- Quel est votre état d'esprit par rapport à cette notion de risques ?

Le reporting / le contrôle

- Selon quelles modalités échangez-vous avec vos partenaires financiers (visites, réunions téléphoniques, réunions informelles, …) ?
- A quelle fréquence ?
- Combien de fois par an les fonds viennent-ils dans l'entreprise ?
- Qui sont les autres interlocuteurs du fonds d'investissement au sein de l'entreprise ?
- Selon quelles modalités s'effectue le reporting (type d'informations, forme) ?
- A quelle fréquence ?
- A quel moment les règles du jeu du reporting ont-elles été établies ?
- Les modalités du reporting ont-elles évolué au cours du temps ?
- Quelles sont les vertus du reporting ?
- Quelles en sont les contraintes ?
- Quel rôle joue le(s) fonds d'investissement à vos côtés (conseil, coach, mentor) ?
- Le(s) fonds d'investissement organise t'il (organisent-ils) des échanges avec d'autres dirigeants sous LBO ? Que cela vous apporte t'il ?

La confiance

- Que signifie la confiance entre un dirigeant et un fonds d'investissement ?
- Quels sont les ingrédients d'une relation de confiance entre un manager et un fonds d'investissement ?
- Comment qualifiez-vous les relations avec vos partenaires financiers sur le plan de la confiance ?
- Comment cette relation a-t-elle évolué au cours du temps ?
- Qu'est ce qui pourrait nuire à une relation de confiance avec vos partenaires financiers ?
- Qu'est ce qui pourrait améliorer la relation de confiance avec vos partenaires financiers ?

Les performances de l'entreprise

- Que se passe t'il lorsque les performances de l'entreprise ne sont pas en ligne avec le business plan ?
- Quel impact cela a t'il sur vos relations avec le fonds d'investissement ?

Les sources de tension

- Quelles sont les contraintes liées à la présence d'un fonds ?
- Quels sont tous les sujets sur lesquels vous avez pu rencontrer des tensions avec le(s) fonds d'investissement avant le closing ?
- Quels sont tous les sujets sur lesquels vous rencontrez des tensions avec le(s) fonds d'investissement depuis le closing ?

Clôture

- Quel est votre bilan concernant la présence du (des fonds) ?
- Que vous a apporté la présence d'un (ou plusieurs) fonds d'investissement pendant le processus d'acquisition (jusqu'au closing) ?
- Que vous apporte t'il depuis ?
- Qu'attendez-vous du (des) fonds et que vous n'avez pas à ce jour ?
- Quel est le sujet le plus difficile dans vos relations avec le(s) fonds ?
- Quels conseils donneriez-vous à un repreneur qui envisage de reprendre avec un fonds d'investissement ?

- Quels conseils donneriez-vous à un fonds d'investissement qui envisage de réaliser un premier MBI ?

Annexe 4 – Guide d'entretien fonds d'investissement

Entretien fonds d'investissement N° :

Date :

Nom du fonds d'investissement :

Localisation :

Nom de l'interlocuteur :

Fonction :

Durée de l'entretien :

Information sur l'entreprise

- Localisation :
- Secteur d'activité :
- CA :
- Effectif :
- Date de création :

Information sur le fonds d'investissement

- Nature du fonds (indépendant, captif, public) :
- Seuils d'intervention / ticket :
- Position capitalistique (majoritaire / minoritaire) :
- Spécialité sectorielle :
- Spécialité géographique :
- Durée de détention des participations :
- Nombre de participations :
- Nombre de MBI parmi les participations :

La société reprise

- Date du closing ?
- Motif de la cession du dirigeant ?
- Le cédant était-il le fondateur de la société ?
- Origine du deal ?
- % du capital détenu ?

- Sur quels critères avez-vous choisi cette cible ? Pourquoi cette cible ?

Le repreneur

- Quelles sont les spécificités et contraintes d'un MBI ?
- Qu'est ce qui est important dans le choix d'un repreneur lors dans une configuration de MBI ?
- Comment êtes-vous entrés en contact avec le repreneur ?
- A quel moment du process ?
- Sur quels critères l'avoir choisi ?
- Quelles sont ses principales qualités ?
- Expérience de la PME ?
- Expérience de la reprise d'entreprise ?
- Expérience du LBO ?
- Expérience du secteur d'activité ?
- Famille d'entrepreneurs ?
- Quelles sont ses valeurs ?
- Quel est son profil de manager (développeur, redresseur, manageur, gestionnaire) ?
- Quel est son profil de négociateur : compétitif (orienté résultats, performances, intérêts personnels) ou coopératif (orienté relations humaines, consensus, collaboration) ?
- Quelles sont ses qualités relationnelles ?
- Qu'est-ce qui vous a convaincu de faire le deal avec lui ?
- Qu'est-ce qui vous a inquiété, fait douter ?
- Quelles étaient ses motivations à reprendre une société ?
- Quel a été votre process de validation du repreneur ? Présence d'un assessment ?
- Qui sont les interlocuteurs du fonds pour le repreneur ?

Le montage financier

- Quelle est votre position au capital majoritaire / minoritaire (quel % du capital détenu) ?
- En quoi était-ce important pour vous d'être majoritaire/minoritaire ?
- Combien de fonds à vos côtés ?
- Présence d'un fonds chef de file ?
- Combien de banques ?

La négociation du management package et du pacte d'actionnaires

- A quel moment a eu lieu la négociation du management package et du pacte d'actionnaires ?
- Comment cette négociation s'est-elle déroulée ?
- Cette négociation s'est-elle déroulée sur un mode coopératif ou compétitif ?
- Quelles tensions avez-vous rencontré lors de cette étape ?
- Aviez-vous un conseil à vos côtés pour négocier ?
- Quel souvenir gardez-vous de cette phase de négociation ?
- Etes-vous satisfait de l'accord obtenu ?
- Que feriez-vous différemment si c'était à refaire ?
- Quels conseils donneriez-vous à un repreneur sur ce sujet ?
- Avez-vous été confrontés à des demandes surprenantes ?
- Quels sentiments avez-vous ressenti lors des négociations avec le repreneur (colère, regrets, joie, enthousiasme, déception, agacement).

La stratégie de sortie

- A quel moment avez-vous abordé le sujet de votre sortie avec le repreneur ?
- Le sujet a t'il fait l'objet d'une contractualisation ?
- Quels sont les scénarios possibles au moment de votre sortie ? A quel type d'acteur pourriez-vous vendre ?
- Quand aura lieu la sortie ?
- Qu'est ce qui sera le plus important pour vous au moment de la sortie ?
- Le repreneur a-t-il son mot à dire sur le choix du repreneur ?
- Dans quel état d'esprit abordez-vous le sujet de la sortie ?
- Dans quel état d'esprit le repreneur aborde t'il le sujet ?

La latitude managériale

- Pour quels types de décisions le repreneur doit-il vous informer, vous consulter ou obtenir votre accord ?
- Quel est le circuit de décision ?
- Sous quel délai donnez-vous une réponse ?
- Quelles sont les vertus de ce processus décisionnel ?

- Quels en sont les inconvénients ?
- Que souhaiteriez-vous changer dans ce processus ?
- Que se passe t'il lorsque le repreneur fait une demande et que vous la refusez ?
- Vous estimez-vous très interventionniste (hands on) ou peu interventionniste (hands off) ?

La stratégie de l'entreprise

- Qui définit la stratégie de l'entreprise ?
- Quel rôle joue le repreneur dans la définition de la stratégie ?
- Quels sont les sujets de désaccord entre vous et le repreneur concernant la stratégie de l'entreprise ?
- Comment se règlent ces désaccords ?

La relation aux risques

- Quelles sont les spécificités de la gestion d'une entreprise sous LBO ? Pression de la dette ?
- Quels sont les principaux risques auxquels vous êtes exposés dans cette opération de LBO ?
- Quels sont les risques du repreneur ?
- Qui prend le plus de risques ?
- Dans cette opération en particulier, quels sont les principaux risques identifiés ?
- Quel est votre état d'esprit par rapport à cette notion de risques ?
- Quel est l'état d'esprit du repreneur par rapport à cette notion de risques ?

Le reporting / le contrôle

- Selon quelles modalités échangez-vous avec le repreneur (visites, réunions téléphoniques, réunions informelles, …) ?
- A quelle fréquence ?
- Combien de fois par an vous rendez-vous dans l'entreprise ?
- Selon quelles modalités s'effectue le reporting (type d'informations, forme) ?
- A quelle fréquence ?
- A quel moment les règles du jeu du reporting ont-elles été établies ?
- Les modalités du reporting ont-elles évolué au cours du temps ?

- Quelles sont les vertus du reporting ?
- Quelles en sont les contraintes ?
- Quel rôle jouez-vous aux côtés du repreneur (conseil, coach, mentor) ?
- Qui sont vos autres interlocuteurs, hormis le dirigeant, au sein de l'entreprise ?
- Organisez-vous des échanges entre les managers de vos différentes participations ? quels types ? Que cela apporte t'il ?

La confiance

- Quelles sont les caractéristiques d'une relation de confiance entre un manager et un fonds d'investissement ? Quelle est votre définition de la confiance ?
- Comment qualifiez-vous vos relations actuelles avec le repreneur sur le plan de la confiance ?
- Qu'est ce qui pourrait nuire à une relation de confiance avec le repreneur ?
- Qu'est ce qui pourrait améliorer la relation de confiance avec le repreneur ?

Les performances de l'entreprise

- Que se passe t'il lorsque les performances de l'entreprise ne sont pas en ligne avec le business plan ?
- Quel impact cela a t'il sur vos relations avec le repreneur ?

Les sources de tension

- Quels sont les sujets de tension que vous rencontrez habituellement avec les repreneurs avant le closing ? et dans ce cas particulier ?
- Quels sont les sujets de tension que vous rencontrez avec les repreneurs lors de la gestion des participations ?

Clôture

- Quel est votre bilan concernant cette opération de MBI ?
- Qu'attendez-vous du repreneur et que vous n'avez pas à ce jour ?
- Quel est le sujet le plus difficile dans vos relations avec le repreneur ?
- Quels conseils donneriez-vous à un repreneur qui envisage de reprendre avec un fonds ?

- Quels conseils donneriez-vous à l'un de vos confrères qui envisage de réaliser un premier MBI ?

Annexe 5 – Guide d'entretien expert

Entretien expert – fonds d'investissement N° :

Date :

Nom du fonds :

Localisation :

Nom de l'interlocuteur :

Fonction :

Durée de l'entretien :

Fonds

- Nature du fonds (indépendant, captif, public) :
- Seuils d'intervention / ticket :
- Position capitalistique (majoritaire / minoritaire) :
- Spécialité sectorielle :
- Spécialité géographique :
- Durée de détention des participations :
- Nombre de participations :
- Nombre de MBI parmi les participations :

Pourriez-vous me parler d'une opération de MBI qui s'est mal passée ou qui n'a pas créé de valeur ? Que s'est-il passé ?

Pour quelles raisons cela a-t-il été un échec ?

D'où vient le problème ?

Sur quels sujets les tensions / les difficultés sont-elles apparues avec le repreneur ?

- Management package / pacte d'actionnaires
- Modalités de sortie
- Latitude managériale
- La stratégie d'entreprise

- Les performances de l'entreprise
- La relation aux risques
- Le contrôle et le reporting
- La confiance

A quel moment ?

Quel était le profil du repreneur (âge, expérience, expérience de la PME, expérience du LBO) ?

Quel était sa position capitalistique dans l'opération (majoritaire/minoritaire) ?

Comment l'aviez-vous rencontré ?

A quel moment du process l'avez-vous rencontré ?

Qui avait sourcé le dossier ?

Qu'est ce qui vous a convaincu de faire le deal avec lui ?

Quels enseignements tirez-vous de cette expérience ?

Quelles sont les spécificités / contraintes d'un MBI ?

Quels conseils donneriez-vous à un repreneur qui envisage un MBI ?

Quels conseils donneriez-vous à un fonds qui envisage un premier MBI ?

Qu'est ce qui pourrait vous convaincre de refaire un MBI ?

Annexe 6 – Engagement de confidentialité

A l'attention de

Paris, le

Objet : Engagement de confidentialité de Martine STORY, doctorante du programme Business Science Institute et iaelyon School of Management

Madame, Monsieur,

ALTHEO, la société de conseil en reprise d'entreprise que j'ai cofondée en 2004, accompagne régulièrement des repreneurs désireux de reprendre une entreprise, accompagnés de fonds d'investissement.

Pour mieux appréhender les **enjeux spécifiques des opérations de MBI**, j'ai initié un travail de recherche doctoral dans le cadre du programme du Business Science Institute et iaelyon School of Management.

Dans ce cadre, je recueille, **en toute confidentialité**, des témoignages de repreneurs, de fonds d'investissement et d'experts impliqués dans des opérations de MBI.

Vous m'avez autorisé à collecter des informations issues de votre propre expérience, et je vous en remercie.

Par la présente, je m'engage à ne divulguer à autrui aucune information que vous m'avez confiée dans le cadre de cette étude. Les données collectées feront l'objet d'un codage et d'un traitement statistique préservant **l'anonymat le plus complet** quant à mes sources d'informations.

Par ailleurs, je m'engage à vous communiquer, si vous le souhaitez, le résultat de mes recherches à l'issue de mon doctorat.

Veuillez agréer, Madame, Monsieur, l'expression de mes sentiments distingués.

Martine STORY

Doctorante du programme Business Science Institute,
iealyon School of Management
Directeur Général d'ALTHEO

Annexe 7 – Retranscription d'entretien exploratoire – Exemple

Pour des raisons de confidentialité, les identités des répondants ont été modifiées.

ENTRETIEN EXPLORATOIRE – V2 – N°1

Date : 31/07/2019

Sexe : Homme

Age : 50 ans

Localisation : Paris

Formation : Sciences-Po Grenoble

Expérience professionnelle : Direction commerciale dans l'IT

Apport : 350 k€

Type de cible recherchée : PME dans l'IT, de 1 à 4 M€ de CA

Projet initié depuis combien de temps : 2 mois

Envisagez-vous la présence d'un fonds d'investissement à vos côtés dans le cadre de votre projet de reprise d'entreprise :

Ne sait pas.

Que représente un fonds d'investissement pour vous :

- C'est un investisseur qui exige un TRI important et qui vise une durée de 7 ans, peut-être 3-4 ans.
- J'ai du mal à mesurer le rythme de la pression.
- Si le fonds entre, le TRI c'est 30 % par an.
- Un fond permet un effet de levier, cela permet d'acheter plus gros, plus vite.
- Mon objectif est de faire du build-up.
- Je suis « fonds compatible » car je suis « pression compatible ».
- Il faut que le fond soit compatible en termes de reporting.

Quels sont les avantages :

- Les points positifs : une bonne pression, une exigence de résultat, une feuille de route, un bon accompagnement.
- S'il gagne, je gagne.
- Ils sont super utiles.

Quels sont les inconvénients :

- Il y a des fonds spécialisés qui ont une bonne vision. Si le fonds est généraliste ce n'est pas intéressant.
- S'il se comporte comme un employeur, c'est l'aspect négatif.

Note d'analyse :

- Bonne compréhension des mécanismes d'intervention des fonds notamment en termes de « mise sous tension » de l'entreprise.
- Vision erronée sur les TRI attendus.
- Suite à cet échange, le repreneur est prêt à revoir le cadrage de son projet et approcher des cibles de plus grande envergure, pour lequel il est prêt à être accompagné d'un fonds d'investissement.

Annexe 8 – Retranscription d'entretien repreneur – Exemple

Nous avons ici choisi la retranscription d'un repreneur et d'un fonds d'investissement (annexe 9), issus d'une même dyade.
Pour des raisons de confidentialité, les identités des répondants ont été modifiées.

Entretien : Dyade - Repreneur 1 **Date :** 31/01/2020 **Durée :** 1H04mn
Identité : Quentin Z.

Age : 59 ans
Formation : formation continue au CNAM
Position dans le deal : majoritaire
CA de l'entreprise : 4,5 M€
Effectif de l'entreprise : 17 personnes
Date du closing : Décembre 2017

Q : Quentin, pouvez-vous vous présenter en quelques mots ? Votre parcours, votre expérience.
R : Je vais prendre les 15 dernières années. La première acquisition, ça fait une quinzaine d'années. Une acquisition dans le domaine de la transformation des métaux et également de l'intégration électronique, électrotechnique, donc une acquisition qui s'est faite sur mon domaine de compétence. Une opération qui a duré 10 ans. Une belle expérience en fait. Une acquisition qui s'est faite avec un partenaire, un étranger, un Allemand. Il était majoritaire. Il y a eu des tentatives de développement, de croissance externe, qui ont avorté. Mais c'était une belle expérience. Et puis, au bout de 10 ans, on a fait le tour un petit peu du sujet, donc j'ai revendu. Au début de cette revente, je me suis posé des questions vu mon âge. Je me suis dit « Bon, tu fais quoi ? Tu essayes de te faire plaisir en allant dans une activité qui te plaît ou bien tu restes dans ton domaine ? ». Mon premier choix, ça été de me faire plaisir vraiment. Je suis passionné par les voitures anciennes, je me suis dit « pourquoi ne pas investir ? ». Mon fils était demandeur aussi, donc on a essayé. J'ai été voir un ou deux partenaires potentiels. Les deux ont eu la même réaction, en me disant « Monsieur, restez dans le domaine de compétence que vous maîtrisez, et puis vous n'avez pas assez de fonds. Donc ne prenez pas ce risque-là ». Assez rapidement, ça m'a recadré. Là, je suis venu vous voir pour relancer cette activité. Et puis voilà, acquisition de la société Z, maintenant il y a deux ans.

Q : Aviez-vous déjà une expérience de management de PME, dans un secteur connu ?

R : Oui. La précédente acquisition, j'étais le directeur général. C'est au bout de 6 mois d'activité de DG que j'ai racheté l'entreprise. C'était dans un groupe international, c'était énorme. C'était un groupe qui faisait 2 milliards de chiffre d'affaires, qui avait des filiales un peu partout dans le monde et il a voulu restructurer son activité.

Q : Quelle était la taille de l'entreprise à ce moment-là ?

R : 50 personnes, un peu moins de 50. Une usine principale, c'était de la production, du développement, développement de produits, et réalisation. Ce n'était pas du négoce, un peu comme ici.

Q : Sur votre projet d'acquisition, y avait-il un consensus familial ?

R : Mon épouse a toujours été à l'écoute. Je lui soumettais bien entendu mes idées, mais de toute façon, elle me fait confiance. Il n'y a jamais eu de doute et de questionnement. Même pas sur le risque, en fait. Elle est assez cool là-dessus.

Q : Quel est votre profil de manager ? Etes-vous plutôt développeur, redresseur, manager, gestionnaire ?

R : Entrepreneur. Oui, entrepreneur. Plus dans le faire. Je suis vraiment dans la perspective de développement. Tout le temps.

Q : Et votre profil de négociateur. Avez-vous plutôt un profil compétitif, orienté résultat/performance, ou coopératif, orienté sur les relations humaines, le consensus, la collaboration ?

R : Je dirais les deux avec une dominance sur les performances. Mais les deux.

Q : Quelles sont vos qualités relationnelles ?

R : Je pense être à l'écoute, et savoir déléguer, faire confiance. Ici, au niveau de l'équipe, c'est ce qui les motive fortement. J'étais pareil avant. C'est le fait de leur faire confiance, les laisser responsables de leurs activités. Bien entendu, il y a du contrôle, mais il y a une vraie liberté dans l'action. J'attends aussi qu'on me fasse des propositions.

Q : Quelles sont les valeurs qui vous portent ?

R : C'est vraiment le truc d'entreprendre. De faire les choses. C'est vraiment ça, je me fixe un objectif, et je me donne vraiment tous les moyens pour essayer d'y arriver. C'est de faire les choses. C'est mon leitmotiv, même dans la vie privée. Il faut toujours qu'il y ait des projets, c'est ce qui me stimule en fait.

Q : Quel a été l'élément déclencheur de votre projet d'acquisition ?

Q : Revenons sur des choses assez classiques, basiques. Je revends une entreprise, donc on prend un peu d'argent au passage. Par contre vous avez votre niveau de vie, donc à un moment donné, rapidement, quand vous n'avez pas de travail, il y a quand même la réalité qui vous ramène vite fait au truc. Donc la nécessité de reprendre un job. C'était forcément, de toute façon, compte tenu de ma précédente expérience, une acquisition d'entreprise. Ça c'était clair.

Q : Et votre motivation ?

R : C'était faire ce que je n'avais pas pu faire sur mon précédent job. Vous vous souvenez, j'avais l'idée de créer un groupement, c'était donner une espèce d'envergure à mon premier projet. Même si aujourd'hui la structure est plus petite, l'entreprise est plus profitable, donc c'est reconstituer aussi ce petit groupement de compétences pour entreprendre quelque chose pour que l'activité se développe.

Q : Quels étaient les éléments principaux de votre cadrage ?

R : Compte tenu de ma précédente expérience, où l'entreprise était quand même assez loin de mon domicile, la première motivation c'était de se rapprocher. Vraiment, de retrouver une entreprise pas très loin. Compte tenu des conseils qu'on m'avait donnés, c'était, un petit peu de façon obligée quand même, de revenir sur mon secteur d'activité. Si j'avais pu vraiment me faire plaisir, je suis un peu comme ça aussi, un peu jouisseur quand même. Si j'avais pu me lancer dans un truc que j'aime bien, je l'aurais fait. Par contre, à un moment donné, les banques ne vous suivent pas, il faut revenir à la réalité. Donc ça a été la proximité, l'activité, le produit, le potentiel de développement de l'entreprise aussi. Et la situation de la société, quand j'ai vu les bilans de la société, je me suis dit « il y a moyen de faire quelque chose ».

Q : Au début de votre processus envisagiez la présence d'un fonds à vos côtés ?

R : Non. En fait, tout est fonction de la cible. Quand on démarre une opération d'acquisition, on ne sait pas trop parce que le marché est quand même relativement serré. Quand vous êtes une personne physique, déjà c'est beaucoup plus compliqué que quand vous êtes une personne morale. Il y a une aura indispensable qui est nécessaire auprès des gens qui vont vous suivre, que ce soient les banquiers ou les fonds. Non au début, franchement, je me doutais que j'aurai des partenaires financiers mais pas un fonds, non.

Q : Ça représentait quoi un fonds à ce moment-là ? Quelle image en aviez-vous ?

R : Une image de banquier, en fait d'investisseurs. Dans ma précédente expérience, j'avais failli faire une acquisition importante, assez importante, avec un fonds qui était beaucoup plus gros que celui qui m'accompagne aujourd'hui. Je connaissais déjà un peu la mécanique. Pour moi, ils n'étaient pas méchants. C'était plutôt des gens qui étaient là pour m'encourager à développer mon projet, avec les difficultés qu'on connait. Pour moi, c'était un investisseur, éventuellement un associé. En fait tout dépend du fonds. Vous avez des fonds qui sont vraiment des associés, où vous pouvez compter sur eux. Et puis il y en d'autres, non, c'est la rentabilité qui compte avant tout.

Q : Souhaitiez-vous être majoritaire, minoritaire et pour quelles raisons ?

R : Oui, majoritaire. Pareil, précédente expérience. Minoritaire : pas de pouvoir de décision tout simplement. L'envie de faire des choses mais si vous n'avez pas la majorité donc vous êtes obligé de subir un petit peu. Là, je ne voulais absolument pas subir. L'envie d'une liberté plus importante par rapport à ça. Même si vous vous fâchez avec votre fonds, de toute façon vous êtes majoritaire, c'est vous qui prenez la décision, avec les conséquences que ça peut avoir. C'était vraiment de retrouver cette liberté d'action.

Q : Aviez-vous un conseil acheteur à vos côtés ?

R : Oui. Le fait d'avoir un conseil, c'est de se focaliser vraiment sur le projet. En l'occurrence, le conseil est là pour trouver des cibles en fonction des critères. C'est une mission lourde. Si j'avais dû faire ça, je n'aurais pas aussi bien géré mon projet d'acquisition, probablement. Et la chance a fait que, le fonds qui m'accompagne aujourd'hui, c'est aussi une relation qui s'est faite par le biais de cet accompagnement.

Q : Combien avez-vous étudié de dossiers ?

R : 7-8.

Q : Combien de LOI signées ?

R : 2.

Q : A quel moment le closing a t'il eu lieu ?

R : En décembre 2017.

Q : Avez-vous déménagé ?

R : Non.

Q : Quel était le motif de cession du dirigeant ?

R : Retraite.

Q : Le cédant était-il le fondateur de la société ?

R : Non. C'était un repreneur aussi.

Q : Comment est-ce que vous avez sourcé le deal ?

R : Par le cabinet qui m'accompagne.

Q : Combien de temps a duré le processus d'acquisition ?

R : 18 mois.

Q : Pourquoi cette entreprise plutôt qu'une autre ?

R : Plusieurs critères. Le premier, c'était la proximité. Le deuxième, l'activité, le produit, les marchés, qui étaient un domaine de compétences que j'avais, un peu loin, mais quand même un domaine de compétence. Ça, c'est de l'or pour les partenaires financiers qu'on va trouver demain. La rentabilité aussi, c'était essentiel, ayant vécu l'inverse. C'est quand même plus simple une acquisition in bonis. Comme je suis entrepreneur, c'est plus facile de reprendre une société in bonis pour se développer que pour faire un retournement. Ce n'est pas entreprendre, ça, c'est du redressement. Je suis plutôt dans cette dynamique.

Q : A quoi ou à qui attribuez-vous le succès de l'opération d'acquisition ?

R : Tous les acteurs en fait. Quand on est sur un projet comme celui-ci, c'est un travail d'équipe. Donc, chacun a son rôle à jouer. Que ce soit le cabinet en mandat d'achat, que ce soient les conseils, l'avocat, le comptable, le fonds aussi. En toute franchise, il faut trouver le bon. Mais c'est un travail d'équipe. Il faut que l'ensemble du team fonctionne.

Q : Quel pourcentage de capital détenez-vous ?

R : 60 %.

Q : C'est important pour vous ?

R : Oui. Oui, et aussi d'être autonome. Je prends les décisions. Bien entendu, je dois communiquer à mon associé tous les mois des informations. Il y a quelques règles, mais si ces règles ne me plaisent pas, à tout moment je peux dire : « Tant pis, j'y vais quand même ». Au risque de les décevoir, mais c'est la grosse différence entre être minoritaire et être majoritaire.

Q : Combien de fonds à vos côtés ?

R : Un seul.

Q : Combien de banques ?

R : 3.

Q : Combien de fonds avez-vous rencontré ?

R : J'en ai sollicité 5/6. J'en ai rencontré 3.

Q : Comment les aviez-vous sélectionnés ?

R : La taille. La taille de mon projet. Par exemple, le fonds qui m'avait accompagné sur ma précédente expérience était beaucoup plus gros. Un fonds qui devait avoir levé 800 millions d'euros à peu près, depuis sa création. C'est un deal qui ne l'intéressait pas, je ne l'ai même pas appelé. En fait, la clé, c'est de bien cibler le fonds.

La taille du fonds, c'est combien il a levé. C'est le ticket moyen. Sur internet, généralement ils le mentionnent. Il peut y avoir aussi l'activité du fonds. Il y a des fonds qui sont très généralistes, ils se moquent des activités. Il y en a qui sont vraiment très spécialisés. Il y a un peu de tout. Il n'y a pas de règles. Faut jouer les deux.

Q : Parmi les fonds que vous aviez rencontré, y avait t'il des expertises particulières ou étaient-ce des généralistes ?

R : Il y en a un qui était expert et finalement c'est celui qui a apporté la plus mauvaise réponse, et les deux autres étaient généralistes.

Q : A quel moment du process les avez-vous rencontrés ?

R : Au moment où j'ai signé la LOI. Pas avant, parce que ça n'intéresse personne avant.

Q : Une fois la LOI signée ?

R : Oui. Oui, c'est très court en fait. Il y a un délai. Les banques, je les avais sollicitées avant. Je leur avais dit : « voilà, j'ai un projet, d'ici quelques temps je vous contacterai ». Ils connaissaient mon nom. Pour le fonds, j'ai fait bien entendu mes recherches avant, et au moment où j'ai signé ma LOI, tout de suite, j'ai été pris.

Q : Qui étaient vos interlocuteurs chez les fonds, des directeurs d'investissements, les dirigeants des fonds ?

R : Oui, les deux, selon la taille.

Q : Les fonds que vous aviez rencontrés, combien étaient prêts à vous accompagner ?

R : Sur les trois, il y en avait deux. Deux qui étaient prêts à m'accompagner. Il y en a un qui était overbooké, donc ça s'est pas fait. C'est parce qu'il n'a pas répondu en temps et en heure, il m'a rappelé après. Le deal était fait, il avait d'autres chats à fouetter, mais deux fonds étaient capables de m'accompagner.

Q : Et combien ont refusé ?

R : Sur les 6 que j'ai rencontrés, il y en a un qui a refusé. Parce que c'était un jeune fonds, qui s'était spécialisé dans un domaine et j'étais hors-sujet. Il y en a un autre, c'était trop petit. La cible était un peu petite pour lui. Le projet l'intéressait moyennement.

Q : Et vous, en avez-vous récusé ?

R : Je ne me suis pas posé cette question-là. C'est un vrai problème de trouver des partenaires. Je n'avais pas cette opportunité de choisir. Ils sont très, très exigeants, que ce soient les banques ou les fonds. Et fait, c'est eux qui vous choisissent. Ce n'est pas vous qui choisissez.

Q : Comment vous avez choisi finalement ?

R : Il y en avait un où mes interlocuteurs étaient peut-être plus techniques. Ils comprenaient plus la problématique du business. C'était une petite cible qui était très performante, chère. Donc une petite cible, sur un métier de niche, qui coûte très chère, ça ne plait pas à tout le monde. Ce fonds-là, mon interlocuteur était plutôt technique. C'est ce qui m'a plu aussi. Quand je lui ai parlé de contacteurs ou de choses comme ça, il était réceptif. Quand je lui ai montré mon business plan, je ne lui ai pas fait des progressions à 30 points, on était sur un modèle d'économies. Ça il l'a compris. Mon projet de développement, il l'a compris aussi. C'est vraiment une question de personne aussi.

Q : Vous avez le sentiment que c'est avant tout le fonds qui a le choix ?

R : Oui. Autant sur les banquiers, c'est vous qui avez le choix. Et encore, c'est très, très dur en fait les négociations avec les banques, c'est compliqué parce qu'ils s'attendent tous. Quand vous êtes sur des projets comme ça, vous avez 3 banques, il faut qu'il y en ait un qui vous réponde. Le plus difficile dans le deal, c'est les banques. Ce n'est même pas le fonds. C'est les banques.

Q : Pourquoi le fonds Z vous a t'il adoubé et a choisi de faire l'opération avec vous ?

R : Déjà la cible correspondait à leur profil. En termes de taille, en termes de ticket. Déjà, c'est le point d'entrée. La deuxième, c'est le projet que je leur ai présenté, qui semblait être cohérent. J'ai senti que ce que je leur présentais, ça les rassurait. Ce n'était pas hyper ambitieux, mais c'était raisonné. Et puis après, une question d'hommes, en dernier.

Q : Qu'est-ce qui leur a plu dans votre personnalité, dans votre façon d'aborder le projet ?

R : Le dossier était déjà bien bouclé en termes de business plan et de présentation. Peut-être le relationnel, enfin la personne en elle-même.

Q : Est-ce que votre interlocuteur aujourd'hui est le même que celui qui était à vos côtés au début de l'opération ?

R : Oui. C'est important, ça.

Q : Pourquoi ?

R : C'est important parce qu'il est là depuis le début, il connait quand même bien le dossier. J'ai de la chance, ils ne sont pas intrusifs. On se voit une fois tous les trimestres. Je leur présente

des chiffres. Je dirais même qu'ils perdent un peu le fil. Si ça avait été quelqu'un d'autre, ça aurait été pire, parce que dès qu'il y a des petites variations de chiffres …. Il connait le business. S'il y a une variation en hausse ou en baisse, il comprend quand même.

Q : Est-ce que votre entourage a joué un rôle dans le choix du fonds ?
R : Aucun.

Q : Quel rôle ont joué vos conseils dans le choix du fonds ?
R : Indirectement, c'est la personne qui m'a accompagné. L'accompagnateur m'a présenté un banquier. Durant l'entretien avec le banquier j'ai dit « Ecoutez j'ai besoin d'un fonds », et il m'a présenté ce fonds. Ça s'est fait comme ça. Indirect, mais c'est quand même par ce biais que ça s'est passé.

Q : Quels sont les sujets de tension, que vous avez pu rencontrer avec votre partenaire financier, en amont du deal, avant le closing ?
R : Je n'en vois pas. Franchement il n'y a pas eu de tension. A partir du moment où le projet les intéresse. Vous avez des fonds qui sont majoritaires et d'autres minoritaires, ça dépend de la stratégie du fonds. En l'occurrence, ce n'était pas un problème, que je sois majoritaire et eux minoritaires, pour eux ça ne l'était pas. Il n'y a pas de questions d'argent ou quoi que ce soit. Ils ont même été force de proposition par rapport à ça.

Q : Et depuis le closing, quels sont les sujets de tensions potentielles entre vous ?
R : Aujourd'hui, il n'y en a pas. Le seul truc, c'est qu'on ne tienne pas le plan. Je vois par rapport au budget qu'on avait présenté, on est un petit peu en retard, situation économique, enfin ce qui se passe en ce moment. Quand vous achetez une entreprise, il y a toujours une phase de découverte avec des projets qui malheureusement s'arrêtent, brutalement. On subit un peu ça, puis comme le cédant n'a pas investi pendant des années, il y a forcément un moment donné une perte au feu. Elle est arrivée d'un coup. Donc on prend un peu de retard sur le business plan, mais ça reste toujours d'actualité. Je leur explique en disant « là, on est un peu en décalage ».

Q : Ce décalage impacte t'il vos relations ?
R : Pour l'instant, pas trop. Peut-être ils s'inquiètent un peu sans me le dire, probablement d'ailleurs. On est quand même dans une entreprise qui dégage du résultat, donc sur le

remboursement de la dette, il n'y a pas de souci. C'est surtout par rapport à la perspective et au ROI qu'ils pourraient en avoir, à la sortie. C'est surtout ça qui pourrait les inquiéter. Sur le remboursement de la dette, non.

Q : La négociation du package, à quel moment a-t-elle eu lieu?

R : La priorité, les premières discussions portent vraiment sur le projet en lui-même. Le pacte et tout le deal qu'on peut faire ensemble vient après. C'est ce que j'ai aussi apprécié. Ça n'a pas été tout de suite. On construit le dossier et puis on a parlé vraiment de la suite. C'était vraiment un échange constructif.

Q : Considérez-vous que la négociation du package et du pacte d'actionnaire s'est passée plutôt sur un mode collaboratif ou compétitif ?

R : Collaboratif, oui, oui. Ils auraient pu être plus généreux, mais c'est équitable. C'est équitable, et ça s'est fait en toute transparence. C'est ça que j'ai apprécié.

Q : Est-ce que cette négociation a donné lieu à des tensions particulières ?

R : Non. Aucune.

Q : Aviez-vous un conseil à vos côtés sur la négociation du package ?

R : Non.

Q : Quel souvenir vous gardez de cette étape de négociation ?

R : Plutôt bonne. Franchement ça n'a pas été un point d'achoppement. Ça s'est passé presque comme une lettre à la poste. C'est venu naturellement. Ils sont associés, ils se sont comportés comme des associés. J'ai eu plus de difficultés avec les banques qu'avec le fonds. J'ai trouvé que c'était très constructif. C'était un petit fonds, c'était un fonds nouveau. Probablement que l'expérience des personnes fait qu'ils étaient moins exigeants, et puis beaucoup plus ouverts à la discussion.

Q : Si c'était à refaire ?

R : J'aurai pu tirer un peu mieux en fait, mais je ne m'en suis pas trop mal sorti. J'aurais peut-être pu négocier un peu mieux, mais avec le risque qu'ils ne m'accompagnent pas. A un moment donné, il faut savoir s'arrêter. C'est donnant donnant, et ils ont été assez smart parce qu'à un moment donné, il faut qu'ils soient rémunérés aussi et moi également. Ça a été assez équilibré.

Ils n'ont pas essayé de tirer trop la couverture à eux. Ils ont été assez honnêtes, et ça c'est appréciable. Ils ne sont pas tous comme ça. Je vois, dans mon précédent dossier, là c'était beaucoup plus tendu comme relation. Il y avait ce friendly relationship, comme ça, mais en fait, c'étaient des requins, il faut être clair. Là, je n'ai pas trouvé ça. Parce que c'était un jeune fonds.

Q : Si vous deviez donner des conseils à un repreneur sur ce sujet-là, quels seraient-ils ?
R : C'est de vraiment qualifier la taille du fonds, les tickets, l'ancienneté, les métiers. Il y a quelques critères importants, qui vont l'aider. Eviter de perdre du temps, parce qu'ils sont tous énormément sollicités. C'est vraiment présélectionner. Le conseil aussi, c'est vraiment de faire un bon et beau dossier. Sans que ce soit forcément très imposant, mais il faut que ce soit clair. Clair et réaliste aussi.
Il y a eu des discussions sur les garanties. Quand vous dealez sur des sommes importantes, que ce soient avec les banques ou le fonds, il y a de la garantie derrière. Si ça ne se passe pas bien, quelles garanties on a ? Il y a BPI France qui bien entendu est là en contre-garantie. A titre perso, les banques vous demandent souvent de mettre la tête sur le billot. Ça il ne faut surtout pas le faire. Je sais que j'ai pu négocier. En tant que personne physique, je n'ai aucun risque aujourd'hui. La seule inquiétude à un moment donné, j'avais du mal à trouver une banque qui acceptait de ne pas me prendre de garantie perso. J'en ai trouvé une, deux et puis à un moment donné c'est aussi une question de négociation. Mais il aurait aussi pu se passer qu'à un moment donné une banque me demande une garantie perso importante. Alors que là dans mes partenaires, je n'en ai aucune en fait. C'est ça la petite inquiétude que j'ai pu avoir à un moment donné, c'est que mon patrimoine puisse être en partie abandonné, ce qui n'est pas le cas.

Q : Les modalités de sortie du fonds, à quel moment en avez-vous parlé avec vos partenaires financiers ?
R : Au moment du pacte.

Q : Quels sont les scenarii possibles ? A quel horizon ?
R : De toute façon, les fonds c'est entre 4 et 7 ans, ce qui correspond à la date, à la butée maximum du MBI. Donc au bout de la quatrième année, cinquième année, c'est écrit noir sur blanc, ils sont susceptibles de sortir. C'est effectivement contractualisé. En général, quand ils font ça, ils mandatent quelqu'un pour vendre leurs parts. Ils ont, dans leur réseau, j'imagine, d'autres fonds qui sont susceptibles de racheter les parts. Leur idée aussi, c'est de revendre à la personne associée. C'est bien précisé, tout ça, il y a aussi un délai maximum.

Q : Connaissez-vous les scenarii envisageables, à l'issue de l'opération ?

R : Oui, oui. Je pense que c'est un autre fonds.

Q : Aurez-vous votre mot à dire ?

R : Oui, bien sûr. Oui, il y a une clause, je ne sais plus comment elle s'appelle, une clause de priorité sur le rachat des parts. Il faut, bien sûr, que ce soit notifié dans l'acte.

Q : A l'issue de cette première opération, comment vous envisagez la suite ?

R : Si j'ai les moyens de racheter les parts de mon associé, je le ferai. Pour plus de liberté encore. A côté de ça, avoir un fonds, ça rassure aussi les partenaires financiers quand vous êtes sur un projet de développement comme nous, de croissance externe. On a deux projets de croissance externes. Il faut déjà en boucler un. C'est bien aussi d'avoir, pour des projets comme ça, un fonds associé qui vous accompagne. Donc, je verrai.

Q : Quel est votre état d'esprit sur ce sujet-là ?

R : Je suis plus ouvert qu'il y a quelques temps. A un moment donné, je voulais vraiment accaparer la totalité. Je ne pense pas que c'est comme ça qu'il faut raisonner, en fait. Le fait d'avoir un fonds qui nous accompagne, pour les investisseurs, il faut bien entendu emprunter de l'argent, ça les rassure. Peut-être même, si je prends 80 % demain et puis qu'un autre fonds a 20 %, c'est pas plus mal non plus. Ça va permettre de lever, peut-être davantage, de racheter une entreprise plus importante. Ils peuvent très bien être minoritaires ici, mais majoritaires dans l'autre deal. Donc ça ne me gênerait pas trop. En fait je suis ouvert, plus qu'avant, sur le fait d'obtenir les 100 %. Ma vision a changé de ce côté-là.

Q : Sur quels types de décisions devez-vous obtenir l'accord de votre partenaire financier ?

R : Ça aussi, c'est dans le pacte. Ça peut être l'embauche d'un cadre ayant une certaine rémunération, ça peut être une relation client trop importante, qui pourrait mettre en danger l'entreprise. De toute façon, c'est des standards qu'ils ont. Ça peut être aussi sur des investissements, sur de la vente de parts d'actif. Mais c'est normal, ils sont associés.

Q : Quel est le circuit de décision ?

R : C'est à l'occasion des réunions avec le fonds. Je dois déclencher un petit comité pour soumettre le projet. La barre est assez haute quand même. C'est discuté aussi au démarrage. Au début, ils me proposaient ça, je disais « non, là je vais vous appeler tous les 15 jours ».

Q : Ça a fait l'objet d'un réglage ?
R : Oui, tout-à-fait. En amont, au niveau du pacte, il faut le faire là, parce qu'après c'est mort.

Q : Lorsque vous devez prendre une décision qui est subordonnée à l'accord du fonds, quel est le délai ?
R : 15 jours.

Q : Quel est l'impact de ce processus de décision sur le fonctionnement de l'entreprise ?
R : Aucun pour l'instant, parce que c'est des décisions qui sont plutôt sur du moyen/long terme. Donc en fait, ça n'a pas d'impact.
C'est un associé. Même si c'est un fonds, il est associé. C'est bien aussi des fois d'avoir un avis contraire ou quelqu'un. Ça ne me bloque pas franchement.

Q : Est-ce qu'il y a des inconvénients à ce processus ?
R : L'inconvénient, c'est qu'on est obligé de préparer un document. On prend plus de soin. Ça vous oblige à aller un peu plus loin, ce n'est pas plus mal non plus, dans la présentation, sur les ROI, pourquoi, le comment. Ça freine un petit peu, mais bon. Les niveaux étant relativement élevés, ça ne me gêne pas en fait. Les niveaux auraient été plus bas, ça aurait été pénalisant. C'est pour ça que c'est important de mettre les niveaux au plus haut pour éviter d'être perturbé au quotidien.

Q : Il y a des vertus à ce processus, finalement ?
R : Oui, oui. Tout-à-fait, oui. Quand on se réunit, on se réunit tous les trimestres à peu près, ces sujets-là sont abordés, ça permet aussi d'avoir une vision différente, d'ajuster éventuellement. Pour l'instant ça ne s'est pas fait, ils ont toujours été d'accord, tant mieux, mais je pense que c'est bien.

Q : Estimez-vous que votre fonds est interventionniste, hand on ?

R : Non, il ne l'est pas trop, parce qu'il est informé régulièrement, donc s'il y a un truc, s'il s'interroge sur un sujet, il m'envoie tout de suite un mail en me disant « tiens, tu peux me donner telle information ? Pourquoi ci ? Pourquoi ça ? ». Il n'est pas trop intrusif.

Q : Qu'est ce qui se passe si vous faites une demande, et qu'elle est refusée par le fonds ?
R : C'est frustrant. Je pense que ça serait mal vécu. C'est aussi une question d'égo. Ils savent prendre des risques, je pense. Ils sont risqueurs puisqu'ils investissent. C'est sûr que si le projet que je leur présentais, n'était pas accepté, c'est sûr qu'en moi ça engagerait autre chose. Parce qu'ils ne sont pas au quotidien. C'est vous qui êtes au quotidien. Quand vous leur soumettez les idées ou les projets, ils analysent financièrement. Stratégiquement un peu mais pas autant que vous parce qu'ils ne sont pas au business au quotidien. Si je prends soin de leur présenter ce projet-là, c'est qu'il y a vraiment un sujet, puis on en a discuté avant. Si à un moment donné ils sont au refus, c'est qu'ils sont soit en voie de sortie ou qu'ils ont plus envie. Donc commencer à chercher un autre fonds. Et puis trouver d'autres solutions. Là, je pense que la relation peut se tendre, si c'est vraiment un projet qui vous tient à cœur, qui est indispensable et qu'ils refusent. Je ne vois pas pourquoi ils le feraient, franchement, aujourd'hui. Par contre, si c'était le cas, ça me poserait un problème, ça c'est sûr. Jusqu'à présent, ça ne s'est pas présenté.

Q : Qui définit la stratégie ?
R : Moi.

Q : Seul ?
R : C'est moi, oui.

Q : Quel rôle le fonds joue dans la définition de la stratégie ?
R : Ils posent des questions « Pourquoi cette orientation-là ? ». Ils essayent de comprendre pourquoi on prend cette orientation stratégique. Ça permet qu'ils comprennent bien pourquoi on prend ce chemin-là, comme ils sont quand même techniques, un peu dans le métier. Ça les rassure. Mais ils ne vont pas imposer un choix. Ils vont me faire confiance en premier lieu. Par contre, si à un moment donné, ils jugeaient que ce n'était pas cohérent avec leur truc, ils ne le feraient pas, c'est sûr.

Q : Quels sont les risques spécifiques des entreprises sous LBO ?

R : Le premier, c'est le remboursement de la dette, c'est-à-dire qu'il faut que l'entreprise fasse du résultat. Le risque, c'est un petit peu ce qui s'est passé pour nous, c'est des projets qui s'arrêtent, malheureusement vous comptiez dessus. Le business plan qu'on vous avait annoncé et puis finalement qui ne se réalise pas. C'est le premier risque. Que le résultat baisse et que vous ne puissiez pas rembourser votre dette. Si ça se passe mal dès le début, vous risquez d'inquiéter tout de suite votre fonds et qu'il soit beaucoup plus interventionniste. Et que là vous perdiez tout de suite pied. Ça, ça peut arriver. La solution d'une boite in bonis est plus facile à gérer. Pour tout deal de ce type, si dès le début ça ne va pas, il y a un gros déphasage. C'est pour ça que dans le business plan il faut être prudent. Dans notre monde à nous, dans l'ancienne économie, vous ne faites pas de croissance de 30 points comme ça, en tout cas, sur notre modèle économique.
Un peu plus de pression, c'est sûr. Mais je n'ai pas de craintes par rapport à ça. Dans la gestion du quotidien, étant majoritaire, Je n'ai pas cette pression. Je pense qu'en tant que minoritaire probablement davantage. Je me sens assez libre de ce que je peux faire. Même si demain ça se passait mal, je pense que je saurais prendre les bonnes décisions parce que je suis majoritaire. Je serai minoritaire, ça serait plus inquiétant.

Q : En tant que dirigeant, quelles sont les principaux risques auxquels vous êtes exposés ?
R : Ce n'est que l'investissement, que l'argent que j'ai pu mettre au départ dans le projet soit perdu. C'est le risque aujourd'hui. C'est que l'argent investi soit perdu si jamais ça ne se passait pas bien. Comme je n'ai pas de garantie personnelle, au niveau de mon patrimoine, il ne se passera rien. Donc c'est vraiment l'argent investi simplement. S'il n'y a pas d'erreur de gestion, pas de problème. Puis il y a des assurances pour ça. Le seul risque, c'est vraiment le capital investi. Je n'en vois pas d'autres.

Q : Quels sont les risques pour le fonds ?
R : Le risque, c'est qu'il gagne moins d'argent, c'est tout. On est quand même sur un modèle qui a fait ses preuves depuis des années, même si ça ne se passe pas bien, il restera toujours. Le modèle fait que c'est une société qui est rentable, qui produit du cash. Il y a un risque que ça gagne moins. Mais ça gagnera toujours, au moins sur la période du projet. Il gagnerait moins. C'est le seul risque. C'est que le retour sur investissement, le multiple soit un peu moindre.

Q : Finalement, entre vous et le fonds, qui prend le plus de risques ?

R : C'est moi forcément, c'est clair. Dans le montage, on a aussi des OC pour accompagner la dette. Donc tous les ans, vous payez. Tout ce que vous payez en OC, c'est très cher. Quand vous n'avez pas les moyens de vous acheter votre entreprise avec vos propres sous, il faut bien trouver des montages. Non, ils ne perdent pas du tout, eux. Il y a des OC dans leur formule. Dans le pacte d'associés au niveau de la séparation, ils ne sont pas perdants. S'il vous arrive une catastrophe, que vous faites moins de chiffre d'affaires, que les résultats sont moins bons, de toute façon ils ne perdent pas. C'est vous qui perdez. Dans tous les cas, c'est eux qui sont gagnants et pas vous.

Q : Quel support vous apportent-ils dans cette gestion du risque ?
R : Aucun.

Q : Quel est votre état d'esprit par rapport à cette notion de risque ?
R : J'ai pris le risque en connaissance de cause.

Q : Est-ce que c'est une source d'appréhension ?
R : Ça peut l'être, bien sûr. « Est-ce que je vais y arriver ou pas ? ». Une fois que vous êtes dans l'entreprise, que vraiment vous la maitrisez, vous vous dites « bon, le risque il est moindre quand même ». C'est vrai qu'au moment où on deal, on ne sait pas trop, par contre quand vous êtes vraiment en poste et au bout d'une année, vous savez très bien. Au bout d'un an, vous savez si votre risque va être important ou pas.

Q : Selon quelles modalités échangez-vous avec le fonds ?
R : Il y a des réunions prévues tous les trimestres, ce qu'on appelle les comités de suivi. Où je présente grosso modo l'activité écoulée, l'activité du mois et puis la perspective sur les 3/6 mois qui viennent. Les sujets ponctuels à traiter, on en discute aussi.

Q : Viennent-ils physiquement dans l'entreprise ?
R : Oui.

Q : Entre temps, il y a des échanges ?
R : Peu d'échanges, non. Peu d'échanges.

Q : En dehors de vous, le fonds a t'il d'autres interlocuteurs dans l'entreprise ?

R : Non, je suis le point d'entrée unique.

Q : Comment s'effectue le reporting ? Quelle nature d'information, à quelle fréquence ?

R : Des tableaux de bord en général, c'est ce qu'on avait convenu au niveau du pacte, quelque chose de light. C'était défini en amont, au niveau du pacte d'associés. C'est une information mensuelle. C'est un tableau de bord qui reprend les indicateurs de performance de l'entreprise, plus une situation intermédiaire de gestion mensuelle et également une situation sur la trésorerie. C'est light. C'est des outils que j'ai depuis un petit moment. Il suffit simplement d'envoyer ça tous les mois au fonds, ça me semble normal, il est associé. Je ne prends pas ça comme une contrainte, puis j'ai fait en sorte que ce soit light pour moi. Je ne fais pas de compte-rendu par exemple, ce n'est que sous forme de tableaux. Ce ne sont que des chiffres, quasiment. Le SIG, la trésorerie et puis le taux de performance. Des indicateurs sur nos activités, en fait.

Q : Est-ce que ça a fait l'objet d'une négociation particulière ?

R : Au début. Au début, parce que quand on rentre dans l'entreprise, ce qu'ils demandent, ce n'est pas toujours facile de le faire parce que votre ERP ne le permet pas. Parce que les personnes en place ne vous permettent pas de récupérer ces informations-là aussi facilement. Et puis, c'est contraignant au début quand vous êtes en reprise. L'objectif, c'est plutôt de comprendre ce qui se passe avant de tout de suite donner des indicateurs. Mais ça a été dealé gentiment. Au début, ils pensaient avoir un SIG facilement, je leur ai dit non, vu ce qu'on avait, ce n'était pas possible. On s'est mis d'accord assez rapidement, « vous me donnez ce qui existe aujourd'hui et puis vous me donnerez, quand vous serez en mesure de le faire, ces éléments-là ».

Q : Les modalités du reporting ont elles évolué dans le temps ?

R : Pour l'instant non.

Q : Quelles sont les vertus du reporting ?

R : C'est un tableau de bord. C'est le tableau de bord de l'entreprise, donc ce sont les indicateurs. C'est une question de la gestion courante, donc ça ne me contraint à rien, au contraire. C'est pour moi les outils de base qui me permettent de gérer mon entreprise, donc je n'ai aucune contrainte par rapport à ça.

Je n'ai pas de contraintes. Je devais le faire avant, dans mon précédent job. Il fallait que je fasse un compte-rendu, ça c'est pénible, ça c'est chiant. Là, c'est sous forme de tableaux, point barre.

Ils voulaient une synthèse d'activité. Ils ne sont pas rentrés dans le détail. Je leur ai dit « voilà, je vais vous proposer ça comme ça ». Ils ont accepté.

Q : Considérez-vous que le fond joue un rôle de conseil, de coach, de mentor ?
R : Pour moi, ça reste un outil financier. Un outil qui a permis de lever une dette et puis voilà. J'aurais pu m'affranchir de ça, ça aurait été aussi bien. Malheureusement ce n'était pas le cas.

Q : Bénéficiez-vous d'échanges avec d'autres dirigeants du fonds ?
R : Non. Non.

Q : Est-ce que ça vous serait utile ?
R : Je vais vous répondre oui et non. J'ai participé souvent à des réunions comme ça et au final chacun reste dans son pré carré. Donc les échanges entre dirigeants, jusqu'à présent, c'est peut-être lié à notre activité, mais j'ai trouvé que ce n'était pas très productif.
C'est très superficiel. On s'échange des informations mais, dans le concret, quand il faut faire des choses ensemble, chacun voit son intérêt à très court terme et ça n'avait jamais été très productif. Pourtant j'ai fait deux ou trois tentatives. C'est peut-être lié à notre activité, au marché sur lequel on est. C'est peut-être la taille des entreprises, je n'en sais rien. Mais les essais que j'ai faits à chaque fois n'ont pas été très concluants. C'est sympa. On discute sur le business, sur le machin, on apprend quelques petites choses, mais point, ça s'arrête là. C'est vraiment un truc très généraliste qui n'amène pas grand-chose.

Q : Des échanges avec d'autres dirigeants sous LBO, ça vous serait utile ?
R : Non.

Q : Quelle sont les caractéristiques d'une relation de confiance entre un dirigeant et un fonds d'investissement ?
R : La confiance, elle s'acquiert, en fait. Aujourd'hui ils ont confiance. Si le fonds à confiance en moi et moi j'ai confiance en lui, c'est que c'est donnant donnant dans les deux cas. Ils me font confiance, moi je leur fait confiance aussi. Je leur dis les choses comme elles sont. Je les associe, c'est vraiment un partenaire. Si j'ai une difficulté dans un domaine, je vais l'appeler ou j'échange avec lui. Je le fais peu, parce-que pour l'instant on n'a pas eu tellement de sujets. Si, il y en a quand même certains qui sont traités ensemble. La confiance c'est qu'il y ait un partage et que chacun amène son truc. C'est, si je lui donne quelque chose c'est qu'il l'accepte

et qu'en retour il donne. C'est qu'il y ait vraiment une relation d'associés. On essaye de trouver des solutions ensemble. Je dois dire que je suis quand même assez indépendant.

Q : Aujourd'hui comment qualifiez-vous votre relation avec le fonds Z, sur le plan de la confiance ?

R : Ça reste quand même des financiers. La confiance, elle est vraiment business. Ce n'est pas une relation d'amitié, c'est clair. Quand ils ont fait un deal, ils attendent en contrepartie une performance avec un retour, un effet de levier, ils sont dans l'attente de ça. Si ça se passe bien, ça va. Il n'y a pas de proposition de leur part, en fait. Pour moi, ce sont des financiers malgré tout. Même s'ils sont à l'écoute et comprennent le business. Il n'y a pas de proposition. Ils ne sont pas majoritaires, donc en fait il n'y pas de proposition de développement ou quoique ce soit. Ils vont peut-être me mettre en relation avec des gens qu'ils connaissent en me disant « tiens, je connais untel, appelle-le ». Ça se limite à ça. Il n'y a pas de notion de conseil. Peut-être que dans le cadre d'une croissance externe, si je leur envoie un bilan, quelques informations en disant « qu'est-ce que tu penses de la valo de ce truc-là », ils vont le faire une fois, peut-être deux, puis à un moment donné, ça les saoulera, si le projet qui m'amène n'est pas terrible. Ça reste quand même très platonique comme relation.

Q : Est-ce que cette relation a évolué dans le temps ?

R : La distance s'est faite petit à petit quand même. Ça ne s'écroule pas. Mais on voit bien que c'est platonique. C'est une relation un peu platonique. Je le ressens un peu comme ça. Ils ne sont pas force de proposition du tout. Vous êtes en permanence en train de montrer, de leur expliquer pourquoi. Ce n'est que dans un sens. Vous êtes toujours en train de donner beaucoup d'informations, puis de l'autre côté, il n'y a pas de retour.

Q : Est-ce une zone de frustration pour vous ?

R : Pour l'instant non, mais ça pourrait l'être. Par exemple, on a un projet de croissance externe, ils ne s'y intéressent pas en fait. Ils attendent d'avoir un projet et ils vont analyser le dossier une fois qu'on aura dit « celui-là, c'est peut-être la bonne ». Il n'y a pas plus de motivation que ça pour l'instant. Parce qu'ils sont sur d'autres sujets. C'est une petite équipe. Ils sont très compétents, les personnes que j'ai en face de moi sont très compétentes, mais c'est un métier difficile, ils sont tirés à hue et à dia. C'est aussi beaucoup de réflexion pour eux. Donc ils n'ont pas le temps. Ce n'est pas qu'ils ne veulent pas, c'est qu'ils n'ont pas le temps.

Q : Qu'est-ce qui pourrait nuire à la confiance, entre vous et eux ?

R : C'est le fait qu'on ne tienne pas nos objectifs, c'est clair.

Q : Qu'est-ce qui pourrait améliorer cette relation de confiance ?

R : Que les objectifs soient réalisés. Qu'on tienne les engagements mutuels. C'est malheureux, l'humain, même si on s'entend bien..., c'est vraiment du business. C'est comme quand vous allez voir votre banquier pour lui demander de l'argent, là c'est un peu pareil. Je n'ai pas cette relation, je ne ressens pas cette relation de vrai partenaire dans le sens développement stratégique. Ils vont m'accompagner financièrement si on a un projet. Par contre, dans la réflexion, dans l'accompagnement, ils posent des questions « t'en es où ? », point barre. Je leur en parle 30 secondes. Il n'y a pas plus d'intérêt, parce qu'ils sont sur d'autres sujets. Ils ont l'entreprise, ils savent ce qui se passe, ils ont tous les mois l'information et ils sont au courant de ce qui se passe. Ils sont toujours en attente. Ils ne vous amènent pas forcément quelque chose. La seule chose qu'ils ont amené, c'est les fonds qu'il fallait pour acquérir cette entreprise. Dans le vécu courant, il n'y a pas grand-chose, quoi.

Q : Le regrettez-vous ?

R : Oui et non. Non, parce que ça me laisse de la liberté. Peut-être qu'à un moment donné, sur des projets de croissance externe, j'aimerais qu'ils soient force de proposition, en disant « tiens, on connait une entreprise », ou qu'ils amènent des idées. Peut-être parce que je ne les sollicite pas non plus. Je ne suis pas sûr que, pour ce fonds en particulier, ce soit leur stratégie. Mes précédentes expériences avec les autres fonds, c'était un peu pareil. S'ils sont majoritaires, ils sont beaucoup plus intrusifs, et là, ils vous imposent un peu la stratégie, ils sont vraiment experts dans le domaine.

Q : Que se passe t'il si la performance n'est pas au rendez-vous ? Si le BP n'est pas en ligne avec ce qui était prévu ?

R : A un moment donné, ils voudraient peut-être sortir plus tôt, ça peut être lourd pour moi. Parce que dans le cadre du deal, si les performances ne sont pas là, vous avez une balance qui se créée, vous êtes majoritaire et puis à un moment donné dans le montage, vous devenez minoritaire. Donc vous perdez des sous. Ils ne perdent pas, il ne faut pas se leurrer.

Q : Ça ne peut pas se traduire par plus de pression ?

R : Si, plus de pression, mais ils n'en ont pas parce qu'ils sont minoritaires. Je ne la ressens pas comme ça, la pression. La vraie pression, c'est sur le cash qu'on a mis au départ et

l'investissement. C'est-à-dire que si on achetait 100, si au final vous avez mis 60 dedans et puis que vous en récupérer que 40, vous avez perdu, quoi. Le risque, il est là. Et puis après, il faut retrouver quelqu'un pour vous accompagner. C'est ça le plus gros risque. Mais bon, dans une phase de sortie, ils sont aussi obligés de trouver quelqu'un, parce que s'il n'y a personne, ils restent. C'est l'avantage d'être majoritaire.

Q : Qu'est-ce que vous a apporté le fonds sur la période amont ? C'est-à-dire jusqu'au closing.

R : Une analyse financière. Il y a des gens qui sont doués pour ça. Sur l'analyse du bilan, sur les chiffres, là-dessus ils sont très forts, et c'est bien. Ça permet d'éclaircir, parce qu'en tant qu'entrepreneur, vous avez un niveau comptable, et en finance, vous n'êtes pas expert. La juste valorisation du bien aussi, ça permet de tempérer. Vis-à-vis de l'équipe de l'entreprise, pas au niveau du cédant, au niveau de l'entreprise, ça amène une certaine aura. Savoir qu'il y a un fonds, on se dit « tiens, il n'y a pas que l'acheteur, il y a deux associés et puis il y a un fonds ». Ça rassure un peu l'équipe. Sur le montage, ils ont été force de proposition. Le montage et puis tout le flux financier. Tout le flux financier, ils l'ont imaginé, ils ont amené une solution.
Voilà. Bon, j'en avais fait une partie, mais ils ont quand même amené une solution.

Q : Depuis le closing, que vous ont t'ils apporté ?

R : Franchement, pas grand-chose. Parce qu'ils sont minoritaires aussi, donc tant que ça marche, tant que ça va et que vous tenez à peu près vos objectifs, ils vous laissent un petit peu autonome dans le développement. Mais étant minoritaires, ils n'amènent pas grand-chose. Franchement pas grand-chose.

Q : Qu'attendez-vous et que vous n'avez pas ?

R : Qu'ils croient un peu plus au projet, c'est-à-dire qu'ils soient vraiment partie prenante. Ils le sont, mais ils n'ont pas la même dynamique que je peux avoir sur le sujet. Parce qu'ils sont sur d'autres sujets. Quand je leur ai présenté le projet, il y avait le projet de croissance externe, je ne suis même pas sûr qu'ils y croyaient au départ. Je n'en sais rien. Il y a certains fonds, ça les inquiétait même plus qu'autre chose. Oui, c'était bizarre.
J'aimerais bien qu'ils soient beaucoup plus moteur. Qu'ils me disent « écoute, si t'as un souci, appelle-moi » ou « tiens, si tu veux que je t'étudie un truc, il n'y a pas de souci, envoie-le-moi », « ça a donné quoi ta visite ? ». Ça permet de dire « bah, je ne suis pas seul concerné ». On se sent quand même un peu seul, il faut être clair. Même si c'est un associé, c'est un associé

passif en fait. Il n'est pas très force de proposition. Il analyse bien ce que je lui donne, il le comprend, mais je trouve qu'il n'y a pas de propositions. Je souhaiterais qu'il s'y intéresse un peu plus. C'est un petit élément moteur en plus, on se dit « c'est bon, il croit au truc ». Un peu plus de soutien. C'est plus psychologique qu'autre chose.

Q : Quel est le sujet le plus difficile dans une relation avec le fonds ?

R : Le plus difficile, ça serait qu'on n'arrive pas à tenir nos objectifs et finalement, ça serait un échec pour moi si je n'arrivais pas à tenir mon objectif, et pour eux aussi. C'est comme dans un couple. Au début, tout est beau et puis peut être qu'on peut se fâcher, qu'on peut divorcer à un moment donné, c'est un peu pareil, là. C'est une situation où on a fait un truc mais bof, ça m'embêterait pour eux comme pour moi. Dire « on n'y est pas arrivé », même s'il y a des événements conjoncturels qui peuvent se passer, ça m'ennuierait, pour moi et pour eux. C'est un vrai associé quand même, donc les efforts que je fais, c'est pour eux et pour moi.

Q : Quels conseils donneriez-vous à un repreneur qui envisage de reprendre avec un fonds ?

R : Initialement, c'est de ne pas se tromper de fonds. Il y a quelques critères de départ, par rapport à la cible et votre apport, il y a une sélection de fonds. Si ce sont de grosses structures, si on n'a pas les moyens non plus, on va forcément être minoritaire. La pression, si vous êtes minoritaire avec un fonds, c'est plus compliqué. Ils sont beaucoup plus exigeants en termes de reporting. Il y a beaucoup moins de latitude, il y a beaucoup plus de pression. Je l'ai vécu comme ça avant. En étant majoritaire, la pression n'est pas la même du tout. Essayer d'être majoritaire pour avoir une certaine liberté. On n'a peut-être pas le choix, ça dépend de la taille du projet. Si c'est un gros projet, on n'a pas le choix. Si le projet se réalise bien, conformément au plan, il n'y a pas de souci. Par contre, si ça commence à se gâter, ils ne laissent pas passer. Ce sont des financiers, ils sont prêts à tout pour ça.

Q : Quels conseils donneriez-vous à un fonds qui envisage de faire un MBI ?

R : Faire confiance à la personne. C'est une question d'humain. S'ils ont fait le deal, ils croyaient au projet, mais ils croyaient aussi en l'homme. J'ai bien aimé leur discours. Des gens qui étaient assez ouverts à la discussion et je leur ai dit dès le début, ils étaient un peu de la profession. C'était vraiment un deal où on sentait qu'ils avaient vraiment envie de dealer. C'était fluide comme truc, donc c'est une question d'homme.

Q : Quel est l'impact du fait que le fonds soit backé à une banque ?

R : Il y a moins de discussions, c'est plus facile. Je pense que s'ils n'atteignent pas leurs objectifs, ce n'est pas pareil. Quand vous êtes sur des fonds qui peuvent être sur du private equity, la pression est beaucoup plus importante. Quand vous êtes un fonds de banque, vous n'avez pas atteint les résultats, ce n'est pas grave. C'est aussi une souplesse supplémentaire. Par contre un petit fonds qui est sur du private equity, de gestions de fortunes ou autres, c'est plus contraignant.

Q : Vous en aviez rencontré ?

R : Oui.

Q : Ils n'ont pas eu le même regard sur le dossier ?

R : Non, non, certains n'ont pas donné suite au deal. Peut-être qu'ils ont senti trop de risques par rapport à la niche du métier, à la personne, peut-être à mon profil. Avec les fonds du private equity, c'était radical, c'était oui ou non tout de suite. Ils ont des critères d'entrée, alors qu'un fonds de banque, c'est un peu plus souple.

Q : Voyez-vous quelque chose à ajouter ?

R : Non.

Q : Merci beaucoup.

Verbatim micro éteint :

. Je n'ai pas la pression de la dette. Le seul risque pour moi est de perdre mon capital et rien d'autre. Mais je crois au modèle économique de la boite.

. Ils ne sont pas super impliqués, super moteur et c'est dommage.

. Sur le projet de croissance externe, ils ne sont pas moteur, ils le considèrent plus comme un risque.

Annexe 9 - Retranscription d'entretien fonds d'investissement - Exemple

Pour des raisons de confidentialité, les identités des répondants ont été modifiées.

Guide d'entretien semi-directif fonds

Entretien : Dyade - Fonds 1 **Date :** 07/02/2020 **Durée :** 1h04mn
Identité : Kevin R.

Fonction : directeur d'investissements
Nature du fonds : captif
Spécialités sectorielles : généraliste
Positionnement géographique : France entière et Europe
Position capitalistique dans le deal : minoritaire
Nombre de participations : 14
Nombre de MBI : 2
Date du closing : décembre 2017

Q : Merci Kevin de m'accorder cet entretien dans le cadre de mon travail doctoral. Je vais peut-être vous laisser présenter le fonds Z. Le fonds, le nombre de participations, le positionnement.

R : Z.Capital, est une société de gestion avec un agrément auprès de l'AMF. Cette société de gestion est filiale de la Banque A. Cette société de gestion a aujourd'hui 4 mandats vers 4 FPCI. Un, qui nous intéresse particulièrement, c'est lui qui a investi dans la société Z, c'est le fonds A PME. Son objectif c'est de prendre des participations entre 1 et 5 millions, dans des sociétés, sur des projets de capital développement ou de capital-transmission, mais toujours sur des sujets matures, des sociétés qui font environ 1 million d'euros d'EBITDA. On ne va pas tant regarder le chiffre d'affaires, mais surtout regarder la rentabilité. Les 3 autres fonds, c'est des fonds de fonds. On reproduit à l'échelle réduite l'exposition de la Banque en private equity, et on le commercialise, auprès de notre banque privée et auprès d'autres institutionnels. Ça donne accès à la classe d'actifs du private equity, à partir d'un ticket de 100 000 euros, sur un portefeuille très diversifié. C'est un produit assez novateur sur le marché. Le fonds PME aujourd'hui détient 14 participations et on a déployé 33-34 millions d'euros, sur les 50, 52 millions qu'on a d'asset.

Q : En position capitalistique ? Majoritaire ? Minoritaire ?

R : Bonne question. On peut être minoritaire ou majoritaire selon le projet, et si on est majoritaire, on ne sera pas majoritaire seul. C'est-à-dire qu'on sera majoritaire du pool d'investisseurs qui est majoritaire. C'est par notre position de filiale de la banque. On ne veut pas que la filiale ait besoin de reconsolider ses comptes dans les comptes de la banque, même si c'est assez théorique, parce que même si on est majoritaire, la filiale ne sera pas consolidée dans les comptes de la banque.

Aujourd'hui, on s'arrête à 49.9 %. Dès qu'on a un projet où il faut racheter 80% du capital, ça ne nous empêche pas d'aller chercher d'autres fonds d'investissements pour co-investir à nos côtés. De toute façon, majoritaire seul, sur un ticket de 5 millions, ça ferait vraiment des boites qui seraient très petites. On peut être majoritaire à plusieurs, sur des boites un peu plus grosses, ça nous intéresse plus.

Q : Avez-vous des spécialités sectorielles ?

R : Non. Pas de spécialités sectorielles. Vu la taille des tickets, on ne peut pas être avec des spécificités sectorielles. On se couperait du marché.

Q : Des spécialités géographique ?

R : Non Plus. France et on a droit à un peu d'Europe. Ç'est dans le règlement du fonds.

Q : Aujourd'hui sur l'ensemble de vos participations, combien y a t'il de MBI ?

R : Il y en a deux à date. Et il y en a un troisième sur lequel on est en exclusivité.

Q : Depuis combien de temps occupez-vous vos fonctions ?

R : Depuis octobre 2015.

Q : Nous allons parler de la société Z. Quand a eu lieu le closing ?

R : En décembre 2017.

Q : Quel était le motif de cession du dirigeant ?

R : Il était en âge de céder.

Q : C'était le fondateur ?

R : Oui.

Q : Quelle était l'origine du deal ?

R : De mémoire, le repreneur a travaillé avec ALTHEO pour chercher une cible. Donc il a trouvé la société Z, le sujet lui a plu. Au moment où il a commencé à réfléchir à son montage financier, il est allé voir les banques et notamment la banque A, qui m'a appelé en me disant, « le sujet est très certainement trop leveragé. Il va falloir l'accompagner avec un fonds ». C'est à ce moment-là que j'ai rencontré le repreneur.

Q : Quelle est la part du capital détenu par votre fonds ?

R : 49 %.

Q : Qu'est-ce qui vous a plu dans la cible ?

R : Il y avait une très forte rentabilité, une très forte résilience du business model. J'ai bien compris que ce n'est pas une boite qui pouvait exploser les compteurs et passer à fois 10 en termes de chiffre d'affaires, pendant la période où je serai au capital, mais au moins, on avait une très forte résilience du chiffre d'affaires. C'était une opération qui se prêtait très bien à une opération, avec un levier important. Une opération de haut de bilan, une opération de LBO.

Q : A quoi ou à qui attribuez-vous le succès de l'opération ?

R : Je pense qu'on a tous les deux œuvrés. D'abord il y a eu une rencontre, il y a eu plusieurs rencontres avec Quentin Z, et aussi une rencontre avec le cédant. J'ai besoin de comprendre la personnalité du cédant, comment est-ce qu'il a construit son groupe, pour voir ce que le nouveau dirigeant peut apporter sur le sujet. Je n'accompagnerai jamais quelqu'un sur une entreprise si je n'ai vu pas le cédant, la personne qui a créé la boite ou en tout cas qui l'a portée. Ce qui a fait la clé de ce dossier, c'est que, quand je compare la personnalité de Quentin par rapport au cédant, je vois bien que c'est quelqu'un, qui, sur un business résilient, peut apporter beaucoup plus que ce que le précédent avait amené. Le précédent dirigeant avait construit quelque chose de très solide, mais qu'il était incapable de développer, sans outils, et Quentin a apporté de la méthode, des outils, une capacité à aller chercher en plus du développement commercial. C'est aussi cette rencontre tripartite entre le repreneur et le cédant et moi. Evidemment, tout le process est très long, parce que c'est toujours un minimum de 6 mois pour closer le deal, entre la première rencontre et le closing. On œuvre tous sur le sujet. Quentin a beaucoup travaillé. On a travaillé ensemble sur la levée de la dette. Je ne sais pas à qui attribuer le succès mais, oui c'est un travail main dans la main, entre le fonds et le repreneur. C'est des échanges quotidiens ou presque, sur les 3 derniers mois avant le closing.

Q : Quand vous réalisez un MBI, qu'est-ce qui est important pour vous dans le choix du repreneur ?

R : En l'occurrence, on ne choisit jamais le repreneur. C'est le repreneur qui vient nous voir avec une cible.

Q : Est-ce toujours le cas ?

R : Oui, on ne source pas les repreneurs. On n'a pas les moyens, et puis on n'a pas le temps. Il faut que le projet arrive avec un repreneur et la cible.

Q : Comment validez-vous le repreneur ?

R : C'est difficile. C'est comme dans tout projet dans le lequel on rentre, de recomposition capitalistique, il faut qu'il y ait un fit avec le repreneur. Il faut qu'on sente que cette personne arrive au bon moment par rapport à la cible, et peut apporter, par rapport à l'entreprise, quelque chose de nouveau. Quelque chose qui va permettre au moins de passer cette transition managériale qui est compliquée, qui est un peu la clé du MBI. Il faut passer le changement de direction, et après, porter la cible sur la trajectoire qu'il a imaginée, sans connaitre encore parfaitement son sujet. Pour lui aussi la difficulté, c'est que un, il y a une transition managériale à assurer, et deux, il faut qu'il travaille sur un BP, il faut qu'il vende une trajectoire, alors qu'il ne connait pas encore parfaitement son sujet. Parce qu'il n'a pas encore accès, il est souvent à la rigueur en exclusivité, mais il ne connait pas parfaitement la cible, il ne connait pas parfaitement les clients et c'est un fait que sur la société Z, on a découvert un nombre incroyable de choses après. Incroyable. Heureusement qu'on avait cet homme-là, qui était en capacité d'absorber la charge de travail, le stress. Parce qu'il y a eu quand même pas mal de choses qu'on a découvert, auxquelles on ne s'attendait pas.

Q : A quel moment du process Quentin est-il venu vous voir ?

R : Assez tôt. Assez tôt, je ne sais plus s'il était en exclusivité. En tout cas, il était en train de rechercher son financement, en train de réfléchir à son montage financier de reprise, donc sur la constitution de la newco. Il pensait au départ pouvoir le faire avec une seule dette. Il manquait quand même un bout d'equity certain.

Q : Qu'est-ce qui vous a plu chez Quentin ?

R : Il avait d'abord une expérience assez solide dans le monde de la direction générale. J'ai senti cette capacité à moderniser cette entreprise qui avait vraiment besoin d'être modernisée,

d'être outillée, d'être challengée, de motiver les commerciaux. C'était ce qu'on appelle une belle endormie. Une boite qui vivait tranquillement, avec un chiffre d'affaires récurrent et une super rentabilité. Ça semblait suffire au cédant. Et clairement, ça ne suffisait pas à Quentin. On sentait qu'il avait cette volonté d'apporter de la structure et du développement commercial.

Q : Avait-il une expérience de la PME ?
R : Oui.

Q : Est-ce que c'était important pour vous ?
R : Je suppose que oui. Je ne sais pas, je ne peux pas dire que c'était un frein mais, je suppose que là, en l'occurrence, c'est un tout. Je ne veux pas dire que ça aurait été deal breaker s'il n'avait pas fait de PME, mais en tout cas, oui, c'était un plus.

Q : Quelles sont les qualités de Quentin ?
R : C'est difficile. Je ne sais pas, il en a beaucoup. Il a beaucoup de qualités. Il est pragmatique, il est très méthodique. Il a en plus apporté beaucoup de communication dans l'entreprise. Il est très transparent sur ce qu'il fait, il est bon en communication avec ses équipes. Il a apporté beaucoup de nouveautés dans le style de management. Il est très moderne. C'est quelqu'un de très moderne dans son approche du management et du business, au contraire du précédent dirigeant.

Q : Le fait qu'il avait une expérience de direction générale, c'était important pour vous ?
R : Pareil, je n'ai pas des points break. Je ne vais pas me dire « s'il n'a pas fait ça, je ne ferai pas le deal ». Je prends l'homme dans son intégralité, tout ce qu'il a fait. Evidemment, une expérience de direction générale, en plus à succès, c'est forcément un plus.

Q : Quelles sont les valeurs qu'il porte et qui sont importantes pour vous ?
R : Il est juste dans son approche des hommes et dans son approche du management. Il est humain. Il est transparent. J'aime bien ce style de management.

Q : Si on parle de son profil de manager, diriez-vous que c'est un développeur, un redresseur, un manager, un gestionnaire ?
R : Ce n'est pas lui le directeur commercial. Il n'est pas dans le développement commercial à proprement parlé. Mais il a tout le reste. Il a amené des process, des outils, pour voir où est-ce

qu'on va avec cette boite, lui donner de la méthode, lui donner des outils de reporting, des outils. Vraiment, il a vraiment travaillé sur l'administration de l'entreprise. Ensuite, il a beaucoup travaillé sur la stratégie, sur comment positionner la boite. Son marché est un peu en mouvance actuellement. Il est en train de se positionner, il regarde l'avenir et il regarde où se positionner. Il va bien manager, mais je n'ai pas le retour des commerciaux sur place. La force commerciale, c'est aujourd'hui le point faible de la boite. Je pense que c'est aussi un bon manager. Il se déplace aussi en clientèle. Ce n'est pas lui qui porte la force commerciale. Il a amené de la méthode, de la communication, de la transparence, du management et de la stratégie, plus que du commercial.

Q : Par rapport à vous, considérez-vous qu'il est plutôt sur un mode compétitif ou coopératif. Compétitif, orienté résultat ou intérêt, ou coopératif, orienté relations humaines, consensus, collaboration ?

R : C'est un bon négociateur. Il est ferme, mais plutôt juste. Il n'est pas jusqu'au boutiste. Il est dans le dialogue, mais il sait ce qu'il veut, il sait où est-ce qu'il veut aller dans sa négociation. Ça c'est globalement très bien passé dans la négociation avec lui. On sait jusqu'où on veut aller et jusqu'où on peut aller.

Q : Quelles sont ses qualités relationnelles ?

R : Ce n'est pas sa qualité première. Ce n'est pas quelqu'un avec qui je m'entends plus que ça. Je lui reconnais beaucoup de qualités. C'est très intuitu personae. Il y a d'autres dirigeants que je suis, avec qui je m'entends beaucoup mieux. Mais ce n'est pas pour ça que ça en fait des meilleurs gestionnaires. Il faut faire abstraction de notre relation personnelle. Je n'ai pas une excellente relation avec Quentin, mais je lui reconnais plein de qualités.

Q : Justement, qu'est-ce qui vous a convaincu de faire le deal avec lui ?

R : Je pourrais avoir du mal dans un MBI, si le cédant est très charismatique, extrêmement, extrêmement compétent. Là, je sentais qu'il y avait une marge de manœuvre importante sur cette société, et il y avait plein de choses à faire. Je pense que Quentin est l'excellente personne pour faire ça. Il y a plein de choses à faire. Reconstruire sur un socle qui était solide, et je suis très, très content d'accompagner Quentin là-dessus.

Q : Qu'est-ce qui a pu vous inquiéter quand vous l'avez rencontré sur ce dossier ?

R : C'est la qualité de notre relationnel. Il y a toujours eu du respect, mais ce n'est pas quelqu'un que j'apprécie plus que ça dans le quotidien.

Q : Quelles étaient ces motivations à reprendre une société ?

R : Il faudrait lui demander. C'est quelqu'un qui a toujours été entrepreneur dans l'âme, et puis, j'imagine qu'il y a une très forte vocation financière, forcément, bien qu'il ait fait un investissement extrêmement lourd, extrêmement risqué pour un MBI. Il a mis beaucoup, beaucoup, beaucoup d'argent. Il s'y investit, et ça aussi c'est une clé. La taille du ticket qu'il a mis, forcément, on se dit « il y laisse 60/70 % de son patrimoine ». Je n'ai pas la notion de son patrimoine, mais vu le montant qu'il a investi, on sent qu'il va y consacrer plus que le temps nécessaire.

Q : Quel a été en interne le processus de validation du manager ?

R : Je ne sais plus exactement. 90 % des relations, c'est moi qui les ai. Je pense qu'il avait rencontré, G.F qui est le président de la société de gestion, à un moment du process. Après, on a débattu en interne, on est une équipe de 5 personnes. Comme on est tous investisseurs dans le fonds, il faut que l'ensemble de l'équipe soit d'accord pour faire cet investissement. Après, on a un autre comité consultatif, de par notre organisation et de par notre actionnariat, on demande l'accord de la banque. Auprès de l'AMF, c'est un avis consultatif.

Q : Est-ce qu'il y a un assessment extérieur ?

R : Non, il y a le sous-comité interne banque qui réunit 4-5 personnes.

Q : Et qu'il a rencontré ?

R : Non. Non, non. Il y a uniquement G.F et moi qui l'avons rencontré. Personne d'autre de l'équipe ne l'a rencontré, en externe non plus.

Q : Aujourd'hui, qui sont les interlocuteurs ? C'est vous Kevin qui êtes son interlocuteur privilégié ?

R : Oui, oui, bien sûr, c'est moi à 80 %, du mail et des téléphones. G.F est membre du conseil de surveillance, du comité de suivi, mais c'est avec moi qu'il échange.

Q : Combien y a-t-il de banques ?

R : Il y a 3 banques. Il y a la banque A, la banque B et la BPI.

Q : Sur le sujet de la négociation du management package et du pacte d'actionnaires, à quel moment cette négociation a t'elle eu lieu ?

R : Ça a eu lieu assez tardivement, parce qu'il faut valider quasiment l'intégralité du montage financier. C'est-à-dire, moi, mon investissement en fonds propres, en quasi-fonds propres et le financement bancaire. Une fois qu'on avait bouclé les financements, on est rentré dans cette phase de négociation de la documentation juridique. C'est un mois avant le deal.

Q : Comment cette négociation s'est-elle passée ?

R : Globalement bien, parce que sur les 6 deals que j'ai réalisés sur ce fonds, ça s'est passé dans la bonne moyenne, largement. Il a fait partie des plus simples à trouver un consensus. Il a été très ferme sur certains points.

Q : Par exemple ?

R : Sa rémunération. J'ai été très ferme sur d'autres.

Q : Par exemple ?

R : Je ne sais plus. Après, il y a d'autres parties, la négociation avec le cédant, là c'est la partie SPA et GAP. Le sujet avec le repreneur, c'est plutôt, management package et pacte. Avec le cédant, c'est plutôt le SPA et la GAP.

Q : Considérez-vous que cette négociation s'est déroulée sur un mode plutôt coopératif ou plutôt compétitif ?

R : Coopératif. On est arrivé assez rapidement à un consensus. On a des points d'achoppements, normal, classique. On n'a pas eu trop besoin de l'intervention des avocats. On a réussi à converger assez rapidement et à dire à l'avocat, aux deux avocats, ça sera plutôt ça.

Q : Des tensions particulières à ce moment-là ?

R : Toujours un petit peu, oui. Ce ne sont pas les moments les plus faciles, à chaque fois qu'on arrive à la fin d'un deal, mais ce n'est pas propre à un MBI. La négociation, la documentation du closing est toujours un moment un peu tendu, où on se dit « est-ce qu'il faut vraiment y aller ou pas ? ». C'est toujours le moment où on se dit « mais est-ce que je ne fais pas une bêtise ? ».

Q : Cette négociation présage t'elle de la relation à venir ?

R : Non, pas forcément. Non pas forcément parce qu'on n'a pas les mêmes sujets avec les mêmes interlocuteurs. En tant que fonds, on avait un vrai sujet sur le pacte avec Quentin. Mais, j'ai eu des discutions très difficiles avec des cédants qui réinvestissent à mes côtés sur le SPA, et notamment sur la GAP, et ça n'a pas grevé la relation du tout. Bien au contraire.

Q : Aviez-vous un conseil pour négocier avec Quentin à ce moment-là ?

R : Oui, oui, bien sûr. On a un avocat qui nous aide. Et lui aussi avait son avocat.

Q : Quel souvenir gardez-vous de cette négociation ?

R : On est tombé assez rapidement d'accord sur le management package. Là, c'est vraiment moi qui négocie. On n'a pas d'avocat, j'ai fait une séance de travail avec lui où je lui ai présenté ce que je voulais faire. On est tombé, globalement, assez rapidement d'accord.
Sur notre relation, ça n'a pas laissé de trace du tout, enfin je ne pense pas.

Q : Etes-vous êtes satisfait de l'accord obtenu ?

R : Oui, oui.

Q : Si c'était à refaire, est-ce que vous négocieriez certaines choses différemment ?

R : On s'est trompé sur quelques sujets. Mais on s'est trompé ensemble, sur les sujets de GAP. On a sous-estimé la filouterie du cédant. Il était assez filou. Je le pensais beaucoup plus honnête et droit. Dans sa gestion, c'était limite. Pas malhonnête, mais limite.

Q : Quels conseils donneriez-vous à un repreneur lorsqu'il négocie le management package avec un fonds ?

R : C'est quand même assez difficilement négociable. On a nos standards de marché, et on arrive avec des idées, avec nos habitudes, sur lesquelles la marge de manœuvre est relativement réduite. Le repreneur n'a pas du tout du tout notre expérience sur le sujet. C'est difficile d'avoir des marges de manœuvre. Il ne sait pas quelles marges de manœuvre il a, de temps en temps on lui dit « voilà, c'est ça » et il ne sait pas, il ne sait pas sur quoi négocier. Il faut qu'il soit accompagné par des personnes qui ont vu beaucoup de management packages, qui sont capables d'analyser le management package et qui sont capables de le conseiller. Ce n'est pas facile à trouver. On est dans les standards de marché. On n'est pas non plus là pour arnaquer le dirigeant sur le management package. C'est un management package à son profit, sur lequel on sait quels

points il faudrait qu'ils puissent négocier. Globalement, ça lui est favorable. Ce sont des outils de rétribution de la plus-value à son profit. On n'est pas là non plus pour se faire de l'argent sur son dos. Il y a une marge de manœuvre, faible, mais il y en a une, et c'est vrai que le repreneur a du mal à la négocier, parce qu'il ne sait pas sur quel levier il peut jouer.

Q : Avez-vous été confronté à des demandes surprenantes ?
R : Non. En l'occurrence, il comprend très vite. Quand j'ai fait la séance d'explications, il a très vite compris.

Q : Est-ce que cette négociation a généré de votre côté, des sentiments particuliers ? Colère, agacement, déception, regrets ?
R : Non, non. Ça s'est fait vraiment sur une ou deux séances de travail. J'ai partagé. Je suis très transparent sur le management package, ce que tous les fonds ne font pas. J'ai un tableau explicatif du management package, que je mets à disposition du repreneur, sur lequel il peut faire toutes les simulations. Il peut se l'approprier. J'ai fait une séance de travail où je lui ai expliqué. Cette transparence, s'il a compris le sujet, ça peut faire la différence.

Q : Concernant la sortie, combien de temps restez-vous dans la participation ?
R : Ça dépend du projet industriel. Ça dépend du projet du repreneur. Dans le pacte, on met un horizon de liquidité qu'on négocie ensemble avec la personne ou les personnes qu'on accompagne. Dans de le cas de la société Z, on est sur un horizon de liquidité autour des 5 ans.

Q : Globalement, c'est ce que vous pratiquez ?
R : On est entre 5 et 7 ans. Enfin plutôt 5. Donc, ça va être 5 ans plus ou moins deux ans. Ça va être entre 3 et 7 ans. Mais, c'est souvent 5.

Q : Ce sujet-là, à quel moment en parlez-vous avec le repreneur ?
R : Ça vient assez naturellement, dès qu'on parle du pacte. C'est une clause du pacte, c'est la clause de rendez-vous et du coup la liquidité du fonds. On peut aussi l'évoquer très en amont, dans les premiers rendez-vous, en disant « voilà, vous vous inscrivez sur ce sujet, quelle est la prochaine étape ? » pour savoir si c'est lui qui va nous offrir notre liquidité ou si au contraire on sera aligné sur notre liquidité pour aller chercher quelqu'un ailleurs.

Q : En l'occurrence sur la société Z, quels sont les scenarios possibles ?

R : A priori, il restera sur la cible. Donc, ça sera un LBO secondaire où il va me racheter.

Q : Ce n'est pas vous qui prendrez l'initiative d'aller trouver un acheteur ?

R : Si. Il y a un moment où je reprends la main. Mais, je reprendrai la main forcément avec lui. Je vais lui dire « moi, j'ai envie de sortir », on va aller chercher un autre fonds pour me remplacer. Je pense que ça va être à peu près ça. La liquidité la plus logique, c'est ça. Au bout d'un moment, je vais lui dire « voilà, maintenant j'ai besoin de ma liquidité, allons chercher ». Bien qu'il ait la majorité sur ce deal, je doute qu'il ait la capacité à me sortir juste avec de la dette. Je pense qu'il y aura un LBO secondaire avec un fonds minoritaire.

Q : A quel horizon ?

R : Là, il nous reste 3 ans.

Q : Qu'est-ce qui sera le plus important pour vous au moment de la sortie ?

R : On va chercher une sortie qui satisfasse toutes les parties. En l'occurrence, c'est différent si l'actionnariat sort en même temps que nous. Là, il va rester, donc il y aura forcément un petit conflit d'intérêt à la sortie. Il va vouloir me racheter, donc il va vouloir tirer le prix vers le bas et moi je vais vouloir le tirer vers le haut, c'est normal. C'est un peu le danger. Normalement, les règles sont assez claires. On est rentré sur un multiple, on devrait ressortir globalement sur le même. On ne va pas faire de l'argent sous le multiple en tout cas.

Q : Le repreneur aura t'il son mot à dire ?

R : Forcément, ils ont toujours un mot à dire. S'ils veulent bloquer une liquidité, ils y arrivent. Etant donné que c'est le directeur général, il a des leviers pour la bloquer, mais il ne faut pas trop lui dire.

Q : Dans quel état d'esprit abordez-vous ce sujet de la sortie. Est-ce que c'est un sujet d'inquiétude pour vous ?

R : Pour l'instant, ce n'est pas un sujet sur lequel je me penche. J'ai envie que la société Z se développe, que le travail de Quentin porte ses fruits, ce qui n'est pas encore le cas aujourd'hui. Le jour où j'aurai 2 ou 3 ans de résultats, où le travail aura porté ses fruits, on commencera à l'évoquer. Aujourd'hui, je n'ai pas de pression sur les liquidités. Le fonds est ouvert jusqu'en 2028, enfin 2026 prolongeable, donc on a le temps.

Q : D'après vous, dans quel état d'esprit le repreneur aborde t'il le sujet de la sortie ?

R : Je pense qu'il n'y pense pas du tout. Il y a trop de sujets au quotidien pour y penser aujourd'hui. Je ne lui mets pas de pression aujourd'hui. C'est un sujet sur lequel on n'a pas du tout échangé depuis 2 ans.

Q : Pour quel type de décisions Quentin doit-il vous demander votre accord ?

R : Ça fait partie du pacte. On a défini dans le pacte plein de clauses. Ça peut être sur des embauches significatives. Ça peut être sur des investissements significatifs, hors budget. Ça peut être sûr une croissance externe. On a listé les sujets. Et puis tout ce qui est conflit d'intérêts, sa rémunération, la rémunération d'un membre de sa famille, des choses comme ça. Là où il y a des conflits d'intérêts. Tout ce qui est opération un peu exceptionnelle, dans le sens hors budget, et tout ce qui est un peu conflictuel.

Q : Quel est le circuit de décision ?

R : Ça se décide en conseil de surveillance, comité de suivi dans lequel il nous soumet « j'ai besoin d'embaucher telle personne, j'en ai besoin pour faire ça, qu'est-ce que vous votez ? ». Et puis on vote.

Q : Sous quel délai vous donnez une réponse ?

R : Ça dépend du sujet. Si le sujet mérite des explications, on se réunit et puis on décide avec lui. Comme ça, au moins, il a le temps de défendre son sujet. Sur les sujets un peu banals, il nous envoie un mail, on peut le décider par mail. On peut le valider par mail.

Q : Quelles sont les vertus de ce processus décisionnel ?

R : On lui confie la gestion d'une boite, dans laquelle on a mis beaucoup d'argent, donc il faut qu'on ait un organe de contrôle. On envoie un bateau sur l'eau, et il faut, avec le radar, qu'on puisse contrôler ce qu'il fait. Quand il prend des orientations stratégiques, il faut qu'on soit en phase. C'est des moments d'échanges, où on va aussi le challenger sur sa gestion, le challenger sur sa stratégie. C'est des moments importants pour lui aussi. Définir sa route et comment il veut y aller, c'est important pour lui. J'imagine qu'il y trouve aussi un intérêt. Pour nous, c'est à la fois le contrôle, le suivi, savoir où est-ce qu'on en est.

Q : Y a t'il des inconvénients à ce processus de décision ?

R : Je n'en vois pas. C'est assez fluide là, aujourd'hui.

Q : Que se passe t'il quand un repreneur, en l'occurrence Quentin, vous fait une demande et que vous la refusez ?

R : Ce n'est pas encore arrivé. Il faut une bonne raison pour refuser. On a tout intérêt à lui faire confiance. Je lui fais confiance, je lui fais vraiment confiance. C'est lui l'opérationnel, c'est lui qui est le stratège. S'il arrive avec des arguments en disant « il faut aller dans cette direction ». Si je lui dis non, je pense qu'il fera avec. C'est quelqu'un de respectueux, j'ai confiance en lui. Ce n'est pas quelqu'un qui ira au conflit, si je lui dis non. Je pense qu'il actera ma décision. Aujourd'hui ça ne s'est pas présenté. Mais ça peut se présenter, je n'en sais rien. S'il y a une croissance externe sur laquelle lui veut mettre un levier monstrueux de dettes pour ne pas être dilué. Je pense qu'on est déjà suffisamment leveragé, qu'il vaut mieux que ce soit moi qui remette de l'argent. Peut-être que ça pourrait arriver un jour, et je lui dirai « c'est comme ça sinon, on ne fait pas ». Ça pourrait arriver. Aujourd'hui ce n'est pas le cas.

Q : Estimez-vous que vous êtes un fonds plutôt hands on, interventionniste, ou hands off, peu interventionniste ?

R : On essaye au maximum de mettre nos atouts, nos qualités, au service de l'entrepreneur. C'est au choix de l'entrepreneur de piocher dans nos qualités. J'ai 7 participations à gérer et la fin du fonds à déployer. Si l'entrepreneur a besoin de moi, je serai toujours là pour l'aider. Si j'ai des qualités que je peux mettre à son service, je le fais. Quentin est très autonome. En l'occurrence, ça fait partie des MBI sur lequel j'ai été étonné par son autonomie dans la gestion, il me sollicite relativement peu. Il est très autonome.

Q : Qui définit la stratégie de l'entreprise ? C'est le manager ou c'est vous ?

R : Bien sûr, c'est lui. C'est lui mais on le challenge et on en parle sans arrêt pour vérifier qu'on est bien en concordance. Sur La société Z, le sujet est relativement simple. Il y a eu une petite mouvance du marché sur l'année 2019, qui a fait que l'année 2019 n'a pas été bonne. Mais il a réussi à prendre un virage relativement rapide. Il a son top 20 clients qui a chuté très fortement, mais il a réussi à le remplacer, encore partiellement, par un nouveau top 20. Il a réussi. On voit que ce virage a bien été amorcé. La stratégie, c'est lui qui la définit. Il a des projets de croissance externe sur lesquels on le soutient, on lui a dit « oui, en effet, on pense que c'est important d'aller chercher de la croissance externe ». On a mandaté un cabinet, bien connu de la place, pour nous aider.

Q : À ce jour, y a t'il des sujets de tension sur la stratégie entre vous ?

R : Non. Il y a des sujets de tension sur le chiffre d'affaires qui plafonne et donc on est en train de perdre un peu de temps sur notre thèse d'investissement, parce que ce chiffre d'affaires plafonne. Il n'y a pas de conflit sur la stratégie. Je suis toujours très agréablement surpris par tout ce qu'il met en place. Sur sa stratégie et sur la mise en place de sa stratégie, sur le déploiement de sa stratégie, je suis tout à fait en phase avec lui. Maintenant, j'attends, malheureusement, ça traine. Il faut savoir être patient, j'aimerais que ça se répercute dans les chiffres, ce qui n'est pas le cas aujourd'hui. Mais j'ai toute confiance en sa stratégie.

Q : Quelles sont les spécificités de la gestion d'une entreprise sous LBO ?

R : C'est une excellente question, il faudrait la poser évidemment aux personnes opérationnelles. On n'est pas trop contraignant. On leur apporte beaucoup de choses. On leur apporte de la hauteur de vue, on leur apporte du reporting, des outils de pilotage qui, à mon avis, sont importants. Les contraintes, je ne pense pas qu'il y en ait beaucoup. Au contraire, on apporte plus que ce qu'on est contraignant. J'imagine qu'ils sont contents de nous trouver.

Q : La pression de la dette, ça change quoi ?

R : La pression de la dette oui, c'est le danger de toute entreprise. Cette pression de la dette, ce manque de liquidités. C'est pour ça que dans nos participations, on aime bien laisser un volant très important de liquidité dès l'investissement. On n'assèche pas la boite sur le LBO, parce qu'on sait que les premières années sont sources de tension. Et si tout le monde veut bien dormir, si on veut que le dirigeant puisse déployer sa stratégie avant qu'elle ne porte ses fruits, il faut de la sécurité, un niveau de trésorerie. Ce qui était vraiment le cas sur la société Z. On avait gardé un bon matelas de trésorerie et on en est très content. Je pense que lui aussi en est très content. Il pilote ça au cordeau, sa trésorerie. Il fait attention, c'est important. Il gère très, très bien, ce stress. Je pense qu'il a envie que sa stratégie se répercute rapidement sur les chiffres. C'est évidemment une source de stress pour le dirigeant. Je le conçois. Il se la met tout seul. Ça suffit, je n'en rajoute pas derrière. C'est pour lui, avant tout, enfin bon, pour moi aussi, évidemment.

Q : Quels sont les risques auxquels vous êtes exposés dans une opération de LBO ?

R : On est investisseur financier, on sera les derniers remboursés. On peut gagner beaucoup plus d'argent évidemment que les autres prêteurs. Mais on n'est pas un prêteur, on est un investisseur, donc on ne gagnera que si la boite arrive à rembourser sa dette, arrive à se

développer et arrive à se revendre. On a des risques de pertes à tous les étages. C'est très dangereux pour nous une ligne à zéro, dans un fonds sur lequel on veut essayer de lever un fonds deux, avec des souscripteurs extérieurs. Si on a des pertes sur le fonds un, le fonds deux n'existera pas et il n'y aura pas de fonds 3. L'objectif de toute société de gestion, c'est d'avoir un fonds dans chaque phase de gestion. C'est-à-dire un fonds en investissement, un fonds en gestion, un fonds en désinvestissement. Normalement, les deux premiers fonds sont un peu difficiles à lever, parce qu'on n'a pas les performances du premier. Au moment où on lève le troisième, là, les performances du premier sont déjà matérialisées. Donc, si on s'est raté sur le premier fonds, l'histoire s'arrête très vite et très violemment. C'est arrivé dans le passé. Il y a plein d'exemples de fonds qui n'ont pas réussi à lever le fonds trois parce que le fonds un n'était pas performant. Donc une ligne à zéro, c'est très problématique. Très problématique.

Q : Et quels sont les risques du repreneur ?

R : Pour lui, pareil. Pour lui, c'est un investissement financier lourd, c'est son salaire, et sa crédibilité dans le futur aussi. Les risques sont nombreux. C'est sa source de rémunération et son investissement, donc c'est la double casquette. Et évidemment son job futur, parce que si il a planté une boite, ça va être plus difficile de se recycler.

Q : Finalement, qui prend le plus de risques dans l'opération ? C'est vous ou c'est le repreneur ?

R : Chacun a son niveau de risques. Forcément, il en prend peut-être plus. Notamment Quentin qui a mis une part conséquente de son patrimoine. Moi je mets une part très faible de mon patrimoine dans cette opération. J'investis quand même très majoritairement l'argent qui m'a été confié dans ce mandat. Après, c'est ma crédibilité sur le marché. Oui, lui, il prend beaucoup plus de risques.

Q : Investissez-vous à titre personnel ?

R : Oui, on est investisseur dans le fonds. On est tous investisseurs dans chacun des fonds. L'équipe de gestion a une part, c'est assez classique, de la structuration de société de gestion et de FPCI, dans lesquelles on est investisseur dans des parts spécifiques, qui sont réservées à l'équipe de gestion, dans chacun des fonds. Au-delà d'un certain rendement offert, rendu à nos souscripteurs, on capte une partie de la plus-value. C'est notre propre management package.

Q : Dans cette opération, la société Z, y avait-il des risques spécifiques ?

R : Oui, oui, oui, il y en avait. On les avait sous-estimés. Il fait fabriquer en Chine, donc il y a des risques d'import et tout ce qui est lié à ce sujet-là qu'on ne maitrise pas. Il y avait des sujets de marché qu'on a un peu sous-estimé. Il y a eu pas mal de modifications du marché. Le marché a souffert en 2019 et ça, je ne l'avais vraiment pas vu venir du tout. Je pensais que ça allait être beaucoup plus stable que ça. C'est une turbulence que je n'avais pas vu venir, mais qu'on a ressenti dans une autre participation aussi, et que Quentin, comme il connait pas mal de monde sur le marché, a pu voir aussi chez ses concurrents, chez ses confrères. Risque marché qu'on n'avait pas vu. Risque lié à l'import qu'on n'avait pas vu et puis la rupture managériale qu'il a mis en place a été assez violente. C'était peut-être le risque le plus fort et qui était le mieux maitrisé. J'espère en tout cas que le plus dur est derrière nous.

De toute façon, on y passe toujours. Il y a le cap des 100 jours. Dans une participation, les deux premières années, on découvre, notamment sur la société Z, on a découvert plus de choses qu'on n'imaginait. Donc, il faut mettre en place les actions correctives, sans oublier d'aller chercher le développement de la boite. Pour un repreneur, les deux premières années sont d'une intensité extrême. Vraiment extrême. En plus, il a dû faire face à un déménagement, donc il avait beaucoup, beaucoup de sujets sur lesquels il a fait face.

Q : Quel est l'état d'esprit du repreneur par rapport à cette notion de risques ?

R : Il est costaud. Il est costaud. Franchement, il résiste vraiment bien. Je n'ai jamais senti le moindre mouvement de panique chez lui. Il a du sang-froid. Il ne m'a jamais fait part de vraies inquiétudes ou de panique. Jamais de panique chez lui.

Q : Selon quelles modalités échangez-vous avec Quentin ? Est-ce des visites, des réunions, des coups de fil ?

R : Tout. Mail, téléphone, visites.

Q : A quelle fréquence ?

R : Les visites c'est une fois par trimestre, les échanges, c'est régulier. Quand j'ai un sujet, je lui envoie un mail, et lui aussi. Des échanges par téléphone. Là, on a quand même quelques petits sujets de GAP, donc on s'appelle régulièrement sur la mise en jeu de la GAP. C'est très régulier. C'est informel, je veux dire, on n'a pas besoin de prendre rendez-vous, il m'appelle, je l'appelle, il décroche et inversement.

Q : Combien de fois par an, vous rendez-vous physiquement dans l'entreprise ?

R : 4 fois au moins. Il faut qu'on se voie, c'est important de sentir l'atmosphère, de voir ce qu'il s'y passe, de voir l'activité. C'est très important de voir l'ambiance de travail, très important, c'est indispensable d'aller dans ces boites.

Q : Qu'est-ce que vous captez ?

R : Plein, plein de choses. Ça fait quand même maintenant plus de 15 ans que j'accompagne des PME, et je me suis toujours déplacé en entreprise. C'est quelque chose d'indispensable et je n'investirais jamais dans une société si je n'avais pas visité l'intégralité des locaux. Je ne sais pas ce que j'y recherche, mais en tout cas j'y trouve beaucoup de choses.

Q : Le reporting, comment s'effectue t'il ? Quel type d'information, à quelle fréquence ?

R : Ça aussi c'est défini dans le pacte. C'est très en amont. C'est marqué dans le contrat de mariage. Là, en l'occurrence, on a pas mal d'informations mensuelles. On se réunit, quand même trimestriellement pour analyser les chiffres en profondeur. Même si, après publication des chiffres mensuels, souvent je passe un petit coup de fil, pour échanger dessus. Mais, trimestriellement, on s'arrête vraiment sur beaucoup de sujets. Lors de la réunion physique, on passe beaucoup de temps à analyser les chiffres. Chaque année on a le budget de l'année d'après. On demande des chiffres mensuels, d'autres trimestriels, d'autres annuels. Et puis le budget une fois par an.

Q : Est-ce que les modalités du reporting ont évolué dans le temps ?

R : Oui, parce qu'au départ, on s'adapte aussi à ce qui était en place et à ce que la boite avait, comme informations disponibles. Quentin a mis beaucoup de choses en place. Si le repreneur n'a pas les capacités, on peut l'aider à mettre en place un système de reporting fiable et efficace. Lui il a réussi à le faire tout seul. Là, c'est assez stabilisé. Dès la première année, enfin à la fin de la première année, c'était assez stabilisé. Comme ça, on a des choses comparables : mois le mois, année par année. C'est important de le mettre en place le plus rapidement possible. Evidemment, on s'adapte à la capacité de l'entrepreneur, de le mettre en place. C'est un sujet qui nous tient à cœur et qu'il faut mettre rapidement en place.

Q : Quelles sont les vertus du reporting ?

R : Savoir où est-ce qu'on va. C'est quand même un outil de pilotage. Il n'y a pas beaucoup d'entreprise qui arrivent à piloter sans ces outils-là.

Q : Quels sont les contraintes du reporting ?

R : Il ne faut pas qu'il soit trop chronophage et inutile. On a des indicateurs qu'on aime bien suivre mais on s'adapte aux indicateurs les plus pertinents par rapport à l'activité et par rapport à ce dont lui il a besoin. Suivre trop d'indicateurs, ça ne sert rien. Il faut suivre les indicateurs les plus pertinents par rapport à l'activité de l'entreprise.

Q : Quel rôle jouez-vous auprès du repreneur ? Vous considérez-vous comme un conseil, comme un coach, comme un mentor ?

R : Pas mentor, non, mais coach et conseil oui. J'ai plus de 15 ans d'accompagnement des PME, j'ai rencontré plusieurs centaines de chefs d'entreprises, je connais les problématiques de chacun, en tout cas j'en connais beaucoup. Je peux l'aider sur certaines situations par rapport à cette expérience-là. Lui, il a une bien meilleure connaissance sectorielle, moi je vais avoir une meilleure connaissance de l'entreprise et de ses difficultés.

Q : Qui sont vos autres interlocuteurs, dans l'entreprise, en dehors de Quentin ?

R : Là en l'occurrence, il n'y a personne. J'aimerais bien qu'il y en ait peut-être un peu plus, notamment le directeur commercial. J'aimerais bien qu'on l'associe peut-être un peu plus, parce qu'il a un rôle-clé dans l'organisation. J'aimerais l'associer un peu plus.

Q : En avez-vous parlé ensemble ?

R : Non je n'en ai pas encore parlé à Quentin. Il faudrait que je le fasse.

Q : Organisez-vous des rencontres entre les managers de vos différentes participations ?

R : Non pas aujourd'hui, mais ce n'est pas impossible que ça puisse se faire dans le futur. S'il y a un intérêt, évidemment, mais là en l'occurrence, on n'en a pas trouvé. On pourrait. Ça ne n'est pas encore produit.

Q : Quelles sont les caractéristiques d'une relation de confiance entre un manager et un fonds d'investissement ?

R : C'est une très bonne question. C'est une relation intuitu personae. Je n'ai pas une réponse type sur la relation de confiance. En fait, ce n'est pas entre un repreneur et un fonds, c'est entre deux personnes. On va mettre des niveaux de confiance différents et des curseurs de confiance différents. Avec Quentin, on apprécie la transparence l'un envers l'autre et la crédibilité qu'on a. Il pourra vous confirmer la crédibilité qu'il a. Je le trouve très crédible, je pense qu'il me

trouve très crédible, et ça suffit à mettre en place une relation de confiance, beaucoup plus qu'une relation forte entre deux hommes. On a une relation de confiance, plus par notre apport technique, notre apport intellectuel, que par notre relation humaine.

Q : Qu'est-ce qui pourrait nuire à cette relation de confiance ?
R : Un manque de transparence. Si un jour je lui reproche un manque de transparence, ça peut nuire. Le manque de transparence peut faire un effet boule de neige en disant « bah, est-ce que j'ai vraiment confiance ? », et là ça peut créer …

Q : Et qu'est-ce qui pourrait améliorer cette relation de confiance ?
R : Si la stratégie qu'il met en place commence à porter ses fruits, je pense que la confiance sera encore améliorée, ça c'est sûr.

Q : On parlait tout à l'heure des performances de l'entreprise qui ne sont pas totalement en ligne avec le BP. Qu'est-ce que ça change dans vos relations ?
R : Aujourd'hui rien, parce que j'ai encore confiance. J'ai encore une totale confiance en lui et je suis en tout cas intimement persuadé, que toutes les actions qu'il a mise en place vont finir forcément par porter leurs fruits. Ce n'est pas possible, que tout ce qu'il fait ne porte pas ses fruits. Donc j'ai confiance en lui. Pour l'instant, j'attends que ça se matérialise, mais j'ai confiance. Je suis très content que ce soit lui qui soit aux manettes de cette boite et pas un autre manager.

Q : Le fait que les chiffres ne soient pas en ligne avec l'attendu, à ce jour, n'impacte pas la qualité de vos relations ?
R : Non !

Q : Quelles sont les sources de tensions que vous rencontrez le plus souvent avec des repreneurs, en amont d'un closing ?
R : Leur rémunération, c'est toujours un sujet. Il faut la mettre sur la table assez rapidement et de façon assez transparente pour ne pas que ça arrive trop tard dans la discussion. Plus tard ça arrive, plus ça va créer de la frustration d'un côté ou de l'autre, voire des deux côtés. Les autres sources de tension, je ne sais pas. Il doit y en avoir plusieurs, mais bon…. Il peut y en avoir un peu à toutes les étapes. Eux, ils veulent que ça avance très, très vite. Nous, on sait ce que c'est qu'un deal, on sait arriver jusqu'au bout. Il faut négocier avec les banques, il faut négocier avec

les avocats. Chaque sujet est important. La négociation du pacte est importante. Dans le contrat de mariage, ça peut prendre beaucoup de temps. Ça peut être source de conflit, il faut savoir prendre du recul avec ça. Il y a plein de sujets. La rémunération en est un. Il y a plein de sujets sur lequel ça peut être source de tension.

Q : Dans la gestion opérationnelle, une fois que le deal est réalisé, quelles sont les sources de tension les plus fréquentes que vous rencontrez avec les repreneurs ?

R : Ça va être un défaut de communication, un défaut de reporting, un défaut de transparence. C'est toujours la même chose. C'est un manque de transparence, un manque de communication. C'est la communication et la transparence qui sont le plus importants dans notre relation. S'il fait ça tout seul dans son coin, ça peut créer des frustrations chez nous. On ne sait plus où est-ce qu'il va. On ne sait plus expliquer les chiffres. S'il y a une petite baisse des chiffres, et bien on n'a plus l'explication. C'est ça qui nous gêne le plus.

Q : Est-ce le cas dans votre relation avec Quentin ?

R : Non, parce que j'arrive à avoir une explication claire sur ce qu'il a mis en place et l'explication sur les chiffres.

Q : Qu'attendez de Quentin que vous n'avez pas aujourd'hui ?

R : J'aimerais bien que le chiffre d'affaires se développe.

Q : Quel est le sujet le plus sensible entre vous ?

R : Il n'y en a pas. On arrive à aborder à peu près tous les sujets. On est assez aligné. On a un vrai sujet sur l'import de son matériel de Chine, on est assez en phase. On sait aussi qu'on a une dépendance envers un homme dans la direction commerciale, qui, en plus, n'est pas facile à gérer, avec une personnalité assez spécifique, qui n'est pas facile à cerner. On est très dépendant de lui, on sait que c'est un risque qu'on a ensemble. C'est des sujets qu'on arrive à aborder sans problème.

Q : Quels conseils donneriez-vous à un repreneur qui veut reprendre avec un fonds ?

R : En amont, c'est un très, très long parcours, de séduction et de réalisation du deal. Il faut avoir un discours hyper bien préparé. Il faut avoir vraiment, vraiment préparé ses « management prez » avant la rencontre avec les fonds. Parce qu'il n'y a pas une chance infinie. Il va y avoir 5-6 rencontres de fonds, et il faut que ça matche au moins avec un, ce qui n'est pas facile. Parce

qu'on regarde plus de 60-70 dossiers pour faire deux deals. La dispersion est forte. Sa capacité à convaincre un fonds, il ne faut pas la rater. Il n'y a pas beaucoup d'occasions. C'est une opération de séduction qu'il faut vraiment travailler en amont. Après, dans la réalisation, dans le suivi de la participation, je n'ai pas plus de conseil que ça. C'est de toujours gérer la relation humaine. On est toujours dans une relation humaine. C'est ce qui me plait d'ailleurs dans ce métier. Ce n'est pas qu'une opération financière, c'est une opération humaine, de travail en commun. C'est vers un objectif commun. C'est ça qui m'intéresse.

Q : Et enfin, quels conseils donneriez-vous à l'un de vos confrères qui ferait son premier MBI ?

R : De regarder les stats du marché. Rien n'est dit dans les stats que les MBI sont plus risqués, ou moins rentables que les autres investissements. On a tous, moi le premier aussi, cette petite attention quand c'est un MBI. Mais, c'est peut-être l'occasion de négocier des multiples un peu moins élevés. En amont de l'offre, avec le repreneur, il faut se dire « attention, on est sur un MBI, on peut « décôter » un peu la boite ». On n'est pas obligé d'appliquer les multiples de marché, et donc faire une bonne opération à l'entrée, ça c'est possible. On a tous ce petit frein côté MBI. Mais, si on sent que la personne a assez de capacités à faire cette rupture managériale, je ne pense pas que le deal soit plus risqué qu'un autre.

Q : Combien de participations gérez-vous ?

R : 7

Q : Merci beaucoup.

Verbatim micro éteint :

. Il n'y a pas plus de différence entre 2 participations qu'entre un MBI et un MBO.
. Le danger du MBI, c'est la rupture managériale.
. On ne sait pas ce qu'on reprend.
. On aime que le cédant réinvestisse. Ça valide le passé, le repreneur, le marché et la stratégie.
. On a besoin de transparence.
. Attention, lorsqu'il y a un conseil acheteur, il y a une couche de frais en plus, c'est un frein.

Annexe 10 - Retranscription d'entretien expert - Exemple

Pour des raisons de confidentialité, les identités des répondants ont été modifiées.

Guide d'entretien semi-directif expert

Entretien : Autre expert 2 **Date :** 5/3/2020 **Durée :** 50 mn
Identité : Zoé D.

Fonction : avocate

Q : Merci Zoé, dans un premier temps je vous laisse vous présenter, pour que vous m'expliquiez qui est votre cabinet et comment vous intervenez auprès des repreneurs, notamment dans le cadre d'opérations de MBI.

R : Je suis co-fondatrice du cabinet R. Avocats. C'est un cabinet tourné vers l'entreprise, la PME et ses dirigeants, avec une activité sur la partie M&A private equity, qui est une activité d'opérations d'acquisitions-cessions et levées de fonds. On fréquente les fonds à deux titres. Pour nos clients start-up ou PME, qui sont en cours de levées de fonds. Là, on est souvent dans des cas d'accueil d'un nouvel associé d'un nouveau type ou de remplacement d'un associé existant de type fonds. Ou alors en accompagnant des croissances externes de sociétés, qui elles-mêmes, font appel à des investisseurs extérieurs pour renforcer, accélérer, leur capacité à se développer. Ou encore, c'est les cas probablement les plus intéressants, en accompagnement de repreneurs individuels, qui compte tenu de la « faiblesse » de leurs fonds propres, versus la typologie de cibles qu'ils veulent aborder, font appel à des fonds. En fonction évidemment des équilibres financiers, soit des fonds majoritaires, soit des fonds minoritaires.

Q : Sur quels sujets, et à quel moment intervenez-vous auprès des repreneurs que vous accompagnez ?

R : On intervient sur deux grands types de sujets de la reprise avec des fonds, au moins deux. Evidemment, le premier c'est l'accompagnement de l'opération de reprise à proprement parler, avec une coordination, plus ou moins amont et plus ou moins forte entre le repreneur et son potentiel ou futur associé. Parce que très souvent, au moment où le repreneur rédige la LOI, en tout cas dans les cas qu'on accompagne, donc vraiment des cas small, très souvent, au moment où le repreneur rédige sa LOI, entame ses négociations, voire signe le protocole sous conditions

suspensives, il n'a pas encore arrêté son tour de table. Même s'il a informé ses futurs ou ses potentiels investisseurs et donc potentiels associés, il ne les associe pas forcément de façon systématique et continue au process d'acquisition, pour la raison de non finalisation du tour de table. Il a évidemment présenté la cible, parce que c'est l'objet même de la rencontre entre l'investisseur et le repreneur. Sur le processus d'acquisition, en tout cas pré-signing et sur la typologie de cibles, en MBI qu'on accompagne, il est rare qu'on ait à ce stade des échanges très fournis avec les fonds, sur le processus d'acquisition. Le deuxième grand point d'accompagnement évidemment, c'est le point de la relation entre le repreneur et les fonds. Il est structuré à la fois par la relation contractuelle, qui est liée aux outils d'investissement, obligations convertibles, equity, OBSA et donc au pacte d'actionnaires qui va venir entourer et gérer ces outils. Deuxième point de cette grande partie qui est la relation, et qui est corrélé au premier, c'est le management package. C'est-à-dire dans quelle mesure la performance ou sur-performance du repreneur sera rémunérée par le fonds, qui lui rétrocèderait une partie de sa plus-value, ou plutôt renoncerait, car c'est les nouvelles modalités qui sont prévues pour des raisons fiscales, renoncerait à une partie de sa plus-value.

Q : Quel est le profil des repreneurs que vous accompagnez dans ces opérations de MBI ?
R : Dans plus de 95 % des cas, il s'agit d'anciens cadres dirigeants de grands groupes, qui ont eu ou pas des expériences de direction générale de filiale, qui sont partis en général avec un pécule sympa, qui ont suffisamment bien gagné leur vie pour accumuler une mise en fonds propres, elle aussi assez conséquente, en tout cas pour du small. Quelque chose qui se situe entre 400 000 et 900 000 €, ou plus rarement 1 million d'euros de mise. Qui cherchent dans le cas d'une charnière de vie, à devenir leur propre patron. Qui n'envisagent pas de créer, pour des raisons à la fois de manque d'idées, de manque d'innovation et de volonté de gain de temps. C'est des gens qui appréhendent, et ça c'est un point de lucidité qui est important, qui appréhendent le fait qu'ils ne sont pas capables de gérer des trop petites structures. Donc la création n'est pas envisagée par eux. Un, parce qu'ils ont aussi un certain nombre de besoins financiers, compte tenu du train de vie qu'ils ont développé depuis 10 ou 15 ans, deux, parce que de toute façon, ils sont conscients qu'ils n'ont pas un pan de capacité qui leur permettra de gérer une structure trop petite. Ça dimensionne aussi le cadrage du type de cibles qu'ils envisagent.

Q : Quelles sont les spécificités d'une reprise en MBI ?

R : La première grande spécificité, c'est qu'on est face à un repreneur, qui très souvent, n'a jamais géré de boite hors groupe, et c'est très important, notamment sur la partie cash, parce que c'est des gens qui ont l'impression, et là le point de lucidité est majeur, qui ont l'impression d'avoir géré déjà des sociétés totalement autonomes et indépendantes, mais qui oublient que, un ils ont bénéficié, à plusieurs titres du support de leur groupe, et que deux, ce support pouvait inclure un support de trésorerie, qui est quand même le nerf de la guerre dans la reprise de PME. Donc, la première spécificité, c'est cette méconnaissance du métier qu'ils s'apprêtent à embrasser. Ce métier d'entrepreneur. Et le deuxième point de méconnaissance, qui est très important, c'est qu'ils ne connaissent pas la cible. Donc, il y a un enjeu extrêmement fort, autant pour le repreneur que pour l'investisseur, en termes de gestion de risques, sur la capacité du repreneur, à nouer une relation de confiance avec le cédant, qui lui permette, toutes choses restant égales par ailleurs, d'accéder à des informations qui soient les plus transparentes et les plus complètent possibles, pour essayer de bridger un peu cette extériorité, qui est factuelle, contre laquelle on ne peut rien. C'est le propre du MBI, cette extériorité à la cible. Le côté étranger, tant sur le métier que sur le lien entre le repreneur et la cible, est une première spécificité. La deuxième spécificité c'est que cette nouveauté, elle est aussi liée au fait que notre repreneur va devoir s'associer. Il ne va pas s'associer, forcément seulement avec quelqu'un qui pourrait être son binôme stratégique et opérationnel, ou son trinôme plus rarement. Il va s'associer avec quelqu'un qui n'est pas forcément désaligné en termes d'intérêts, mais qui a un ADN, évidemment, totalement différent du sien, et qui présente des enjeux en termes de gestion de risques, qui sont assez différents des siens. C'est une autre grande spécificité du MBI. Cette spécificité-là, dans une certaine mesure on la retrouve aussi en OBO. Mais comme dans l'OBO on a cette connaissance très forte de l'intérieur, des managers-repreneurs ou du manager repreneur, ça se ressent un peu moins. Si je devais donner deux tops of mind, ça serait ça.

Q : Pouvez-vous me parler de la relation entre repreneurs et fonds d'investissement ? Quelles sont les caractéristiques, les spécificités de la relation entre un repreneur qui fait un MBI et un fonds d'investissement ?

R : Cette relation, comme je dis toujours, elle est paradoxale et schizophrénique. Donc c'est très compliqué. Le fonds est à la fois le diable vengeur, qui cherche à appréhender, y compris ce qui ne lui appartient pas ; alors que c'est quand même le futur associé de notre repreneur. Je n'ai de cesse de dire aux repreneurs qu'il faut être ferme sur un certain nombre de positions. Ce qui suppose de bien comprendre l'intégralité de l'articulation du package, et là je ne parle pas

seulement du management package. J'avoue que c'est compliqué pour les repreneurs parce que là aussi, c'est toute une mécanique qui est très nouvelle, et qui n'est pas qu'une mécanique de fonction, si je puis dire. C'est aussi une mécanique psychologique et donc d'enjeux. On ne peut pas se contenter d'être en opposition parce que le processus est ainsi fait, que concomitamment, je dois faire front uni et me servir de mon fonds, dans le cadre de ma négociation avec le cédant, parce qu'en fait, le jeu de rôle est extrêmement important, et que mon fonds peut me servir à négocier des choses extrêmement intéressantes, s'il est là assez tôt dans le processus, vis-à-vis de mon cédant. A la fois, j'ai un « face to face » indéniable jusqu'au closing, entre le fonds et le repreneur, qui, dans une certaine mesure sont alignés, notamment sur des problématiques de sortie à forts multiples. Mais comme ces sorties à forts multiples, elles peuvent aussi avoir des conséquences, qui sont plus ou moins négatives pour le manager, si tout ne se passe pas comme le fonds l'espère et comme le fonds le requiert, dans le cadre de ses « compliance criteria » en interne, là nait une opposition et un désalignement d'intérêts qu'il faut gérer. C'est sans cesse, un dedans-dehors, entre la posture d'associé et la posture de négo frontale, de deux personnes qui, quand même, peuvent se trouver très désalignées. Cette relation, elle est du coup, pendant tout le processus, assez chaotique. Elle alterne entre un discours qui se veut très basé sur la confiance, notamment en small, de la part des fonds qui jouent toujours le côté « je t'ai choisi toi, en tant que manager, et par conséquent si je devais te révoquer, le préjudice serait tel pour la cible, que je ne le ferais que dans un cas d'extrême nécessité ». Donc les fonds qui jouent sur le caractère non aléatoire de ces sièges éjectables, et le manager qui, lui, a peur. Parce que un, il a mis beaucoup de fonds propres, souvent une grosse partie de la capitalisation de sa vie précédente. Que bien évidemment, on n'est pas dans une culture particulière de l'échec, donc on n'a pas envie d'y penser. Et donc, il veut maximiser ses chances que ça marche, non seulement opérationnellement, avec une connaissance plus ou moins grande du domaine. En MBI, il peut aussi y avoir des repreneurs qui sont extérieurs au domaine d'activité de la société reprise. Là, ça créé une spécificité et un aléa encore plus grand, évidemment. On sait que c'est moins apprécié des fonds, et moins apprécié des banques, mais on voit quand même, beaucoup d'opérations encore qui se bouclent comme ça. Là, il y a un enjeu de stress pour le repreneur qui est encore plus fort. Notre repreneur qui veut s'assurer qu'il saura gérer l'activité, qui doit gérer cette relation avec le fonds, en mode jeu de rôles vis-à-vis du cédant, mais qui aussi, est en train de gérer cet aléa de « si ça ne marche pas, non seulement j'ai foiré mon projet, ma charnière professionnelle, en plus potentiellement, j'ai perdu une partie de ma capitalisation, avec tout l'impact psychologique que ça peut avoir ». Donc, c'est super fort, notamment sur les outils OC, les capacités des fonds à convertir. En majoritaire, n'en parlons pas ! Quand le fonds

est majoritaire et qu'il a la capacité d'utiliser des outils comme ça, pour faire fondre la table de capitalisation et amoindrir la quotité du manager, sans que le manager puisse faire quoique ce soit, on se trouve dans des situations qui sont vraiment complexes à gérer. Complexes à gérer en amont parce que, bien évidemment notre rôle, c'est quand même d'informer les repreneurs, de les avertir sur les effets de bord, pour le dire poliment, de ces dispositifs.

Q : Quels sont les sujets de tensions que vous rencontrez, et à quels moments ? Est-ce plutôt en amont du deal, au moment de la négociation du package, ou est-ce après, une fois que le deal est réalisé, sur des sujets de reporting, de stratégie ?

R : Les deux mon général ! En amont, bien évidemment, sur tout ce qui est pacte et management package. En général, on ne discute pas trop le mix proposé par le fonds. Parce qu'en général, c'est un mix qui vient aussi de sa pratique interne. Donc le mix equity - OC par exemple ou equity - OBSA, ne sera pas forcément discuté. Par contre, les conséquences que ça peut avoir sur le management package, c'est-à-dire la capacité à reluer ou diluer le manager, et les conséquences que ça peut avoir sur la sanction de l'éventuelle inexécution, par le repreneur, d'une ou plusieurs dispositions du pacte qu'il est en train de négocier et qu'il va signer, ça, ça donne lieu à beaucoup de tensions. Et c'est là qu'on revient à cette logique de confiance, parce que le fonds cherche à tout border. Je raccrochais il y a 5 min, pour un closing de demain, sur un management package exactement sur ce point-là, toujours cette grande différence entre bad leaver et good leaver, et toujours les fonds qui nous disent : « Alors j'ai oublié de te dire, le bad c'est ça, ça et ça, mais aussi tout ce qui ne sera pas good ». « Mais attends, je ne comprends pas, tu m'as déjà listé tous les cas de bad ». « Ouais, mais on ne sait jamais, au cas où ». « Tu fais allusion à quoi ? ». « Non mais t'inquiète pas, je ne vire pas mes managers ». « Non, mais dis-moi, cette clause-balai vise à couvrir quels types de cas ? ». « Bah, on ne sait jamais, on ne peut pas… ». « Donc, justement, si on ne peut pas prévoir, ne me qualifie pas, ne me présume pas fautif dans un cas que ni toi ni moi, ne sommes aujourd'hui en capacité d'anticiper, alors qu'on a quand même tous fait des centaines d'opérations et que du coup la panoplie de cas, on commence un peu à la connaitre ». Et là bim, on est dans la tension entre « Mais tu m'as dit que tu me faisais confiance, pour autant tu écris des choses qui peuvent faire de moi quelqu'un de strictement éjectable ». Et en majoritaire, avec un fonds majoritaire, c'est mortel ! Donc la tension, elle est beaucoup là, en amont. Après, elle peut se trouver là en aval. Ce que je constate, sous le contrôle du reste de la communauté, c'est qu'en règle générale, après la reprise, il y a souvent un apaisement, s'il y a eu des tensions, qui font qu'on a une période de fiançailles un peu, enfin pas de fiançailles mais de première année de mariage. Un peu « lune de miel ».

D'autant que, si les BP sont bien fait, en général, la première année de reprise est une année stagnante, voire parfois, anticipée comme étant une année de potentielle légère récession. Donc, la performance est moins au cœur du sujet. On est plutôt sur le travail des process, l'appréhension bien sûr managériale, la rencontre des équipes, la rencontre des clients, la mise à plat des process, l'acquisition d'outils, la structuration en lien avec les outils et les process, de nouvelles façons de fonctionner, y compris sur la partie pilotage et reporting, qui est évidemment très névralgique pour le fonds. Donc, tout se met en place, et en règle générale, on a aussi à ce moment-là un fonds qui est très « inputant » dans sa capacité à aider le manager. On vit là, un peu, ce dont tout le monde a rêvé, c'est-à-dire, un fond qu'on a choisi pour sa capacité à nous aider stratégiquement, et justement en termes de structuration, si on acquiert une boite un peu foutoireuse, et puis de l'autre côté un manager très bienfaisant. Donc jusque-là, tout va bien. Et si on ne fait pas le BP la première année, on réajuste le budget, mais ce n'est pas forcément à ce moment-là que les tensions naissent réellement. En revanche, c'est certainement beaucoup plus à partir de la troisième, de la deuxième plutôt, voire de la troisième année, que le sujet commence à naitre, ne serait-ce que parce que 3+3 = 6, que 6 est très proche de 7, que certains LBO sont construits sur 6 ans, et qu'on sait très bien que les sorties se font en regardant les 3 dernières années. Donc l'année 3, est aussi potentiellement la première année, qu'on va vraiment commencer à regarder en termes de valorisation. Là, on va beaucoup plus se soucier, évidemment, des phénomènes d'atteinte du manager. Parfois, on a construit des managements packages avec des plans de bons ou de rétrocession, qui commençaient à courir à partir de l'année 3, et donc il y a aussi une tension sur la présentation des comptes, sur la présentation des soldes intermédiaires, sur la gestion des postes de charges. Là, il peut y avoir à nouveau pas mal de tensions. Et puis, on a des cas plus rares, dans lesquels, tout se passe plutôt bien, il y a au contraire une confiance très aveugle du manager, c'est plutôt des cas minoritaires. Et puis on s'aperçoit en 5, 6, septième année que le truc est en train de foirer. Le fonds ne l'avait pas forcément anticipé, parce que du coup, très grande confiance dans un manager, extrêmement bon communiquant, ça c'est un point majeur. Point vraiment majeur, le manager bon communiquant, est quand même un manager en capacité de, je ne dirais pas d'endormir, parce que ça serait certainement trop caricatural, mais d'anesthésier, y compris les interlocuteurs les plus virulents d'un certain nombre de fonds, qui vont quand même faire part de leur scepticisme, voire challenger très sévèrement ce qui leur est présenté, mais, dans des cadres limités de boards. Ça ne va pas dépasser une légère tension à un board. Tandis qu'un manager, mauvais communiquant, il est capable d'instaurer une relation mauvaise, y compris en dehors des boards. Et donc là, quelque chose de beaucoup plus structurel, et qui commence

à beaucoup plus polluer la relation. Sur les tensions avales, c'est ça. Première année good, deuxième moins, troisième ça peut commencer à se tendre. Sachant qu'on a aussi des cas où la tension apparait en fin de course, et que tout ça dépend évidemment éminemment, de la capacité du manager, à savoir mettre en place les process, parce que plus les fonds vont avoir de la transparence et du reporting, et moins ils seront crispés dans l'hypothèse d'une mauvaise performance ou d'une légère sous-performance. Mais aussi, la capacité du manager, tout simplement à savoir communiquer, d'une façon qui sache mitiger les ardeurs du fonds.

Q : Les tensions qui sont apparues au moment de la négociation du package ont t'elles une incidence sur la relation post-acquisition ?

R : Je ne trouve pas. Je ne trouve pas, tout dépend comment elles ont été gérées au moment du package. Pour le coup, les intermédiaires ou les avocats, ont des rôles extrêmement importants à jouer, à ce titre-là, parce que, si la négo est bien gérée, le manager n'est pas en frontal avec le fonds, sur la partie négo de son package. Bien évidemment, il y participe. Mais l'homme ou la femme de la rigueur, du principe, du systématisme, du blocage, du « si c'est ça je n'y vais pas », ça doit être le conseil, que ce soit l'avocat ou l'intermédiaire. Je pense que le binôme a un rôle très intéressant à jouer avec des points de vue très complémentaires. Mais ça ne doit pas être le manager. De même qu'on le dit aux repreneurs dans le cadre de la relation cédant-cessionnaire, dans hypothèse où le cédant reste post-cession, pour une durée un peu plus significative qu'un accompagnement basique de 3 à 6 mois, il ne faut pas abimer la relation. C'est exactement, et à fortiori encore plus la même chose pour une relation avec un fonds, avec qui on est quand même censé rester marié pendant 7 ans. Je n'ai pas beaucoup vu de LBOs qui se débouclaient beaucoup plus tôt. On a quelques succès, ces 10 dernières années, j'ai plutôt vu quelques allongements, que quelques raccourcissements. C'est peut-être le biais de ma pratique, mais ça va durer longtemps cette histoire. Je n'ai pas cette sensation, à tort ou à raison, que c'est la même typologie de tensions. Plus du tout.

Q : Les natures de tensions, en quoi sont-elles différentes selon que le repreneur est minoritaire ou majoritaire ?

R : Le rapport de force est très différent. En minoritaire, je vais devoir subir certains outils, notamment des outils de conversions. Puisque par définition, je n'ai pas de minorité de blocage. Là, on donne toujours, aux managers un retour d'expérience sur des clauses de pacte qui peut être assez pragmatique, en disant « écoute, de toute façon s'il y a une contestation sur la qualification good ou bad leaver, déjà premier réflexe, tu ne signes rien. Parce que tant que c'est

contestable, ou contesté par toi, tu n'as pas à signer la cession de tes actions ». Bien évidemment, ça créé des bras de leviers, qui font qu'il y a des négociations, qui souvent se sortent par le haut d'ailleurs. Il y a très peu de jurisprudences sur ce sujet-là, parce que le temps judiciaire est décorrélé des enjeux. On ne va pas mettre 24 mois à sortir un manager, alors qu'on a besoin de ses titres pour les refiler à un autre manager qui rentre dans le LBO. Et 24 mois en LBO, c'est juste un tiers du temps, donc c'est colossal. Donc, en minoritaire du coup, on va beaucoup plus se méfier de l'effet « automatique » de certains outils, notamment ces outils de conversion ou d'exercice. Là, il va y avoir une tension, qui peut être très, très forte, parce que le risque est réel, et que le risque va s'imposer, il sera subit par le manager. Ce qui est beaucoup moins le cas en majoritaire. Lorsqu'il existe par exemple, des obligations convertibles, mais que c'est quand même au majoritaire de réunir une assemblée générale pour voter la conversion. Là, il y a quand même encore, une capacité du majoritaire, souvent en plus du coup, dirigeant non-révocable, à tenir la rampe de son LBO. Ce sont des tensions, pour certaines de même nature, mais les degrés sont complétement différents. C'est-à-dire, que le degré est beaucoup plus fort en minoritaire qu'en majoritaire. Lorsque le repreneur est minoritaire et le fonds majoritaire. Tandis que le degré est très atténué pour les raisons de pragmatisme et de négociabilité potentielle des éléments, lorsque le repreneur est majoritaire. Ça, c'est pour l'amont. Pour l'aval, je dirais que ça dépend de l'ADN de l'investisseur. Depuis une dizaine d'années, on constate quand même, que le métier a profondément changé, le métier de l'investissement, et qu'il y a tout un tas d'ADN de fonds, qu'on ne connaissait pas il y a 10 ans. Notamment des fonds très accompagnants, qui sont quasiment pour certains des commanditaires. Ceux-là, qu'ils soient majoritaires ou minoritaires, ce sont des gens très, très impliqués dans l'opérationnel, qui ne vont pas se contenter du reporting. Ils ne sont pas la majorité des cas, mais ils existent, et ceux-là, ils prennent peut-être encore plus les rennes s'ils sont majoritaires. Jusqu'à l'administration de la boite, presque. Mais je ne pense pas qu'il y ait des différences majeures entre majoritaire et minoritaire. En revanche, sur les fonds, qui sont des fonds « comité stratégique », avec des exigences de reporting, là c'est pareil. Il y a la distinction minoritaire-majoritaire, et puis ça dépend aussi de l'ADN du fonds, et de la taille évidemment du montant investit parce qu'il y a quand même encore des fonds, ce que j'appelle des années 2000, qui sont juste des fonds plutôt SMID, c'est-à-dire sur des tailles d'entreprises vraiment, un peu plus vertébrées. Et qui eux, ont des exigences formelles, qui tombent un peu comme des couperets, et qui font l'objet, j'ai envie de dire, de montée en pression dans la relation, quel que soit l'enjeu presque. Il y a parfois chez certains investisseurs, une culture de la rudesse, quel que soit l'enjeu. C'est-à-dire que côté manager, c'est perçu comme une

disproportion, comme une incapacité de l'investisseur de trier parfois le principal de l'accessoire. Vraiment le mec du fonds, il est derrière son tableur, il n'a pas les chiffres qu'il lui faut pour mettre dans les bonnes cases de son tableur. Ça lui casse les pieds. Résultat des courses, il fait monter la tension de 0 à 1000, en oubliant qu'il y a une gradation qui est aussi liée à la teneur de l'information qu'il lui manque, parce que c'est comme ça, quoi ! C'est son ADN, c'est sa façon de faire. Ça, je l'ai vu notamment chez un fonds, dont je tairai le nom, qui, dans le cadre d'un OBO, avec un directeur général, qui était là depuis 25 ans et qui fait super bien tourner la boite, dans un secteur hyper mature industriel, d'industrie lourde. Tu dis « mais pourquoi n'as-tu pas l'intelligence de voir que tu es juste en train de casser l'homme de ton développement ? ». Donc parfois, je vois chez les fonds majoritaires, comme un oubli volontaire, du fait que justement ils ont parié sur le manager, et que s'ils cassaient le manager, ils étaient en train de casser leur outil. Une espèce de déficience de finesse psychologique, qui fait que « tu es en train de casser ce dans quoi tu as investi ». Je prends un exemple là, récemment, dans une de mes très belles start-up, dans laquelle on a déjà levé pas loin de 55 millions d'euros, là on est en train de relever 15 millions d'euros pour bridger cette année, avant une très grosse levée qui sera avant une sortie qui est déjà estimée à plusieurs centaines de millions d'euros. Donc, on parle d'une quasi-licorne. Gros fonds allemand, minoritaire, très minoritaire le fonds, tous les managers sont devenus minoritaires aussi, parce qu'on a levé tellement. On est en train de parler de la nouvelle levée, et on est en train de parler de mettre en œuvre, une petite mécanique, parce que la table de capitalisation est très mal fichue, une petite mécanique d'incentive des managers. Et bien le fonds a dit aux managers « si je reçois une seule offre de la concurrence avec une mécanique d'incentive, je refuserai de signer toute la documentation, vous irez en faillite ». Verbatim. Alors que la boite, évidemment perd de l'argent encore, mais est en train de faire un carton, est sur le track de développement, comme prévu, soutenue par sa dizaine d'investisseurs, et tu dis « mais enfin, quelle mouche t'as piqué ? ». Et quand tu remontes un peu dans le top management de ce fonds-là, tu t'aperçois que c'est comme ça. C'est leur discours. Donc les mecs ne sont pas contents d'un mini truc, ça va représenter un pouillème de la table de capi, qui fait que tous les jours les managers qui bossent jours, nuits, week-end, parcourent le monde entier, parce qu'en plus, c'est vraiment une activité mondiale, en matière énergétique et industrielle. Et bien les mecs sont capables d'aller casser leurs managers, à deux semaines d'intervalles. Un, en estimant en termes de revenu variable, qu'ils n'ont atteint que 70 % de leurs objectifs, sans le justifier. Et deux, deux semaines après, pour l'un d'entre eux, pour l'un des investisseurs, en expliquant qu'il va mettre la boite en faillite car il ne signera aucun document. Et là, tu te dis « mais, j'assiste juste à un mauvais

film, quoi ! ». C'est tellement disproportionné à l'enjeu, et c'est tellement cassant de l'outil, qui est supposé te rapporter les multiples que tu attends, que juste, tu ne comprends pas où est le ressort. Et ça, il y en a quand même encore.

Q : Dans une opération de MBI, qui prend le plus de risque ? C'est le repreneur ? C'est le fonds ?

R : Je pense que ce n'est pas la même nature de risques. En termes de montants investis, incontestablement c'est le fonds, en valeur absolue. En termes de proportionnalité du montant investit, c'est très souvent le repreneur. Même si on lui conseille de pas mettre toutes ses billes dans le même panier, s'il veut obtenir des tables de capitalisation correctes, surtout lorsqu'on cible des plus grosses boites, ou des boites industrielles, sur lesquelles souvent il a besoin de beaucoup de fonds, parce que sinon, on est un peu damé par la concurrence, ou par les adossements industriels, c'est très souvent le repreneur. Le repreneur prend également un autre risque que le fonds ne prend pas du tout de la même façon, c'est le risque d'échouer. Pour quelqu'un qui n'a très souvent jamais échoué, qui sort d'un track record de grands groupes, qui a toujours été haut potentiel, récompensé par X ou Y variables. Eventuellement la relation s'est un peu pourrie en fin de course, ce qui a fait qu'il s'est décidé à sortir. Après avoir accusé éventuellement un peu le coup, c'est quand même des gens qui pour le coup, justement par la négociation de sortie qu'ils ont faite, sont en quelque sorte compensé ou récompensé, de tous les efforts qu'ils ont pu fournir au préalable dans ces groupes corporate. Donc, ils ont quand même un égo fort. Ils sont assez boostés en termes de confiance en eux, et même s'ils imaginent, ou en tout cas ils verbalisent en tout cas d'imaginer l'échec, en vrai, et c'est tout à fait normal, je pense qu'on est tous comme ça sinon on n'irait pas, ils ne le vivent pas vraiment. Donc ce risque d'échouer, est pour eux quelque chose de très très fort. Même si ce n'est jamais vraiment dit comme ça. D'ailleurs, c'est très délicat d'aborder ce sujet avec eux. Le risque d'échouer, pour eux, il est multiple, parce que la performance ou non-performance de la reprise, peut être corrélée à beaucoup de facteurs. Il y a un énorme facteur qui est très compliqué pour eux à gérer, c'est le facteur humain. C'est-à-dire que c'est quand même des managers, d'une cinquantaine de personnes ou 60, ou 100, enfin tout dépend de la cible, qui débarquent du jour au lendemain, avec une légitimité qu'ils doivent construire, parce qu'ils n'en ont pas aux yeux des salariés repris, et qui peuvent être totalement inadaptés, à la population dont ils « héritent », parce que très très différents, voire à l'opposé du manager auquel ils succèdent. Donc le repreneur, mais, c'est aussi ma sensibilité, et c'est pour ça que j'aime autant travailler à leurs côtés, mais j'estime que dans la grille de gestion de risques, le repreneur a beaucoup, beaucoup

plus de paramètres à faire rentrer que le fonds. Le fonds, il prend le risque de s'être trompé sur le mec, clairement, et ensuite il prend le risque de « write offer » une ligne. C'est exactement ce que nous disait l'allemand quand il nous a prononcé ces termes, il nous a dit « moi, 4 millions, j'en n'ai rien à foutre ». Et il l'a dit comme ça « 4 millions, de toute façon on sait qu'on doit write offer des lignes ». Limite s'il n'était pas dans son quota de write off de l'année. C'était très, très curieux comme, comme abord. Très curieux.

Q : Quels conseils donneriez à un repreneur au début de son parcours, qui envisage de faire une opération de MBI ?

R : Le conseil que je donnerais, indépendamment de toutes les formations, et on connait la bonne, qui permette au repreneur d'appréhender l'intégralité du processus et de ses enjeux, et aussi ses dimensions psychologiques. Il y a un conseil que je donnerais à un repreneur de MBI, et qui n'est pas tout à fait facile à mettre en œuvre, parce que les portes ne sont très faciles à ouvrir, et les discours de sincérité, pas faciles à obtenir, mais c'est d'aller « butiner du fonds ». Butiner, butiner, rencontrer de l'investisseur, brainstormer avec des investisseurs.

Q : Avant même d'étudier un dossier ?

R : Oui. C'est très compliqué parce que, beaucoup de fonds ne vous ouvrent pas la porte tant que vous n'avez pas un dossier. Mais beaucoup quand même regardent, en se disant « pourquoi pas ? ». Après, ils « tankent » beaucoup de manager. C'est un peu comme les boites de management de transition. Elles ont beaucoup plus de beaux profils que de missions à staffer. Mais quand même, ça peut être intéressant pour le repreneur, parce qu'il s'acculture à un monde dont il est totalement étranger, et qui de surcroît est devenu extrêmement illisible, ou en tout cas très complexe à décoder, parce qu'il s'est beaucoup parcellisé. Il y a évidemment des fonds par secteurs, il y des fonds par typologies, enfin par taille de cibles. Et puis, dans un même secteur, enfin dans un même écosystème, par exemple dans l'écosystème du small, on a des ADN tellement, tellement distants, qu'il faut avoir rencontré beaucoup de personnalités. Après, ce qui est très très difficile, ce que je dis aux repreneurs, c'est que bien évidemment, comme on est des êtres humains, et c'est la beauté de cette pratique en small, le repreneur va avoir tendance à choisir son fonds en fonction de la qualité, évidemment de la relation qu'il a avec le directeur de participations qu'il a devant lui. Sauf que ce directeur de participations, on sait très bien que la probabilité qu'il soit là dans 3 ans est très faible. Elle est faible statistiquement. Donc il faut essayer, non seulement d'avoir un fit de personnalité dans un premier temps, parce que c'est ces gens-là qu'on va accueillir à notre board. Mais derrière ce fit de personnalité, essayer de

déceler, autant que faire se peut, un peu l'ADN de l'investisseur qu'on est en train de pitcher, pour comprendre si, presque indépendamment de la personne qu'on a en face de nous, ça peut fonctionner. Je pense sincèrement que ce conseil est très théorique, parce que c'est très compliqué, mais au moins, si on a cet objectif en tête, on est peut-être un peu plus alerte à certains signaux faibles, qu'on a tendance à ignorer si on se contente de la relation one to one, en se disant « tu es en face de moi, tu as cette étiquette fonds X sur le front, et je vais partir du principe que ce que tu me livres est extrapolable à l'intégralité de ton équipe ». Ce qui est en fait totalement faux. Ça par contre, j'en suis assez intimement convaincue. Je les verrais bien butiner ce monde-là. Et du coup, aller les chalenger sur les mécanismes, aller s'acculturer un peu, sur la capacité des fonds à traiter des managers. Ça donne quand même des bons feedbacks.

Q : Quels conseils auriez-vous envie de donner à un fonds qui envisagerait de faire un MBI ?

R : Je fais un gros blanc parce que c'est des gens qui sont quand même déjà très, très rompus à la joute et notamment très focalisés, en small en tout cas, très très focalisés déjà sur la personne des managers. Ce serait plutôt un conseil un peu utopique mais, essayer d'approfondir toujours plus cette capacité que vous auriez à faire confiance au manager, et essayer de créer des dispositifs qui reflètent cette confiance, et non pas illustrer, au contraire, la non-confiance que vous feriez potentiellement au manager. Là, il y a un paradoxe qui créé des tensions, qui à mon avis pourrait être évitées. C'est très curieux, venant d'une juriste, mais que en plus, les pratiques, les markets practices des fonds sur la rigueur, dans le mauvais sens du terme juridique, sont des markets practices dont, de toute façon, ils ne se servent pas à la sortie ou lorsque le fait générateur arrive. Ils s'en servent comme des leviers de négociation bien entendu, mais ça ne reste que des leviers, parce qu'encore une fois, la résistance d'un repreneur, et le temps judiciaire, qu'il faudrait pour dénouer cette résistance, sont de toute façon décorrélés de leurs enjeux. Ils sont décorrélés des enjeux du repreneur mais encore plus décorrélés du fonds qui reste, et pour qui le temps tourne, et pour qui en effet le départ d'un manager est un gros problème. Ça serait peut-être ça, d'essayer d'être dans une logique de mise en œuvre de la confiance, qui soit non-écrite plutôt. Puisque les contrats ne peuvent pas tout gérer et qu'encore une fois on a des hiatus entre des discours de confiance et la documentation qui est présentée à l'appui de ces discours, qui sont quand même très compliqués à décoder pour le repreneur, et qu'il est quand même très compliqué de faire une pédagogie convaincante au repreneur.

Q : Merci à vous. Avez-vous d'autres choses à ajouter sur cette relation très particulière repreneur-fonds lors des opérations de MBI ?

R : Je la trouve fatigante. C'est vrai que cet éternel « David contre Goliath » est fatiguant. C'est exactement le call que j'avais ce matin, avant de vous rejoindre. Où je disais au client « J'en ai ras-le-bol de ces faux discours-là », où justement, on était encore en train de me servir la confiance à J-1 du closing, alors que j'ai deux actes, dans lesquels j'ai deux paragraphes qui sont justes inacceptables. J'ai déjà réussi à faire beaucoup, beaucoup bouger le client, grâce au fait de lui dire « t'inquiète pas, toute façon, ça se gèrera différemment si le fait générateur se produit ». C'est dommage, parce que ça use tout le monde. Ce manager par exemple, je le trouve déjà très usé. A J-1 du closing. Je le trouve déjà très usé dans la relation. On revient en fait au point de confiance que je citais. C'est un peu fatiguant, cette espèce de « on en oublie qu'on est associés ». On est en train de chercher un associé. Par contre, c'est inspirant, parce que si on avait le quart du tiers de la méfiance qu'on a vis-à-vis de l'associé fonds, à l'égard de celui qu'on pense être notre associé naturel, natif, évident, complémentaire, tout ce que vous voulez, on prendrait aussi beaucoup moins de risque dans le processus de reprise. Donc à la rigueur, si on devait en tirer quelque chose de positif, c'est que si on pouvait avoir un peu de cette alerte aux signaux faibles, lorsqu'on parle à la personne qu'on a choisi comme étant l'associé binôme de reprise, je pense qu'on gèrerait aussi un grand nombre de risques. Mais c'est un autre sujet.

Q : Parfait, merci beaucoup à vous.

Verbatim micro éteint :

. Dans la négo du package, les mecs « timent » le moment où ils te livrent la documentation, pour que tu sois dans le corner, dans la seringue et que tu ne puisses plus reculer. Ça fait 2 mois qu'on te parle du package et quand tu le reçois, tu t'aperçois qu'il y a des cas où il y a dans la documentation des choses pas prévues, après deux mois et demi d'un discours de confiance.

. La documentation arrive à un moment où le fonds pense qu'on ne sera pas en mesure de refuser, avec des clauses comme des OBSA exerçables à tout moment. C'est en opposition au discours de confiance.

. A la base, la cible est un prétexte. Ils font confiance à l'homme et à l'adéquation avec la cible. Ils font un pari sur l'humain. Il faut distinguer le pari et la confiance. Leur pari est humain. La notion de confiance est usurpée.

. Cette stratégie de « cornérisation », de la remise de la documentation vient en contradiction avec la notion de confiance. Beaucoup plus encore avec un fonds majoritaire.

. En termes de tension, il y a un côté tableau Véléda. Après le closing, la tension disparait, le tableau s'efface. Le côté « Véléda » pour le fonds. Avant il est passé par une zone de gestion de risques et après il passe par une zone d'accompagnement, d'analyse, de challenge.
Le mot juste, c'est ardoise magique.
. Côté repreneur, il ne pense qu'à une chose, que la reprise soit un succès. Il s'oublie. Il est souvent en conflit d'intérêt avec lui-même, souvent à partir de la 3ème année. Le repreneur s'oublie beaucoup.
. Il y a une profonde modification de l'identité pour le repreneur, on n'est plus dans les mêmes enjeux. Avant, il est un ancien salarié, maintenant, il est chef d'entreprise, il est là pour gérer ses troupes. On voit l'évolution de la relation.
. On est souvent questionné sur la stratégie de communication avec le fonds, sur le niveau de confiance ou de transparence que le repreneur peut ou doit faire auprès de son fonds.
. Le repreneur a quitté le salariat pour s'affranchir d'une hiérarchie, de son boss, et là, il doit à nouveau rendre des comptes à son actionnaire, qu'il soit majoritaire ou minoritaire.

Annexe 11 - Grille de codification - Exemple

Thèmes	Sous thèmes	Variable	Modalité	Verbatim
Présentation du repreneur	Expérience PME	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Expérience sectorielle	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Expérience de direction générale	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Profil de manager	Développeur	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Manageur		
		Redresseur		
		Gestionnaire		
		Généraliste		
	Profil de négociateur	Compétitif / coopératif	Case à cocher	Extraits
	Qualités relationnelles	Ecoute	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Adaptation		
		Contact - relationnel		
		Délégation		
		Confiance		
		Autonomie		
		Autre		
	Valeurs	Respect	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Travail		
		Gout de l'effort		
		Honnêteté		
		Franchise		
		Direct		
		Recherche de performance		
		Autre		
Projet de reprise	Motivation	Indépendance	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Réaliser un projet entrepreneurial		
		Motivation financière		
		Accomplissement		
		Autre		
	Elément déclencheur	Revente d'une précédente société	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Age		
		Sortie du salariat / PSE		
		Projet ancien		
		Lassitude		
		Autre		
	Eléments de cadrage	Localisation	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Taille de l'entreprise		
		Secteur d'activité		
		Potentiel de développement		
		Autre		
	Nombre de dossiers étudiés	Nombre	A renseigner	Extraits
	Nombre de LOI signées	Nombre	A renseigner	Extraits
	Déménagement	Oui / non / célibataire géographique	Case à cocher	Extraits
	Motif de cession	Retraite / Autre motif	Case à cocher	Extraits
	Cédant	Créateur de l'entreprise / repreneur	Case à cocher	Extraits
	Sourcing du dossier	Conseil acheteur	Case à cocher	Extraits
		Dossier intermédié		
		Approche directe		
		Autre		
	Durée du processus	Durée à renseignée	A renseigner	Extraits
	Choix / validation du projet de reprise de la cible	Proximité	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Activité		
		Performances financières		
		Contact avec le cédant		
		Taille de l'entreprise		
		Perspectives de développement		
		Autre		
Représentation du repreneur concernant les fonds	Présence d'un fonds d'investissement envisagée en amont	Oui /non /NSP	Case à cocher	Extraits
	Représentation des fonds en amont du processus	Positive / négative / NSP	Case à cocher	Extraits
	Evolution de la représentation relative à la présence d'un fonds d'investissement	Oui /non	Case à cocher	Extraits
	Position capitalistique souhaitée au début du processus	Majoritaire / Minoritaire / NSP	Case à cocher	Extraits
	Rôle du fonds	Conseil	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Coach		
		Mentor		
		Investisseur		
		Gestionnaire		
		Associé		
		Sparring partner		
		Autre		

Montage financier et sélection des fonds	Nombre de fonds	Nombre	A renseigner	Extraits
	Position capitalistique du repreneur	Majoritaire / Minoritaire	Case à cocher	Extraits
	% du capital détenu par le repreneur	% à renseigner	A renseigner	Extraits
	Nombre de banques	Nombre	A renseigner	Extraits
	Nombre de fonds rencontrés	Nombre	A renseigner	Extraits
	Nombre de fonds qui ont refusé	Nombre	A renseigner	Extraits
	Motifs de refus des fonds	Critères d'investissement relatifs à la cible	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Profil du repreneur / adéquation cible - repreneur		
		Business plan		
		Disponibilité des fonds		
		Autre		
	Moment de la rencontre avec les fonds qui accompagnent	Très en amont	Case à cocher	Extraits
		Avant la LOI		
		Après la LOI		
		En fin de processus		
	Choix du fonds par le repreneur	Réponse positive	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Aspects techniques		
		Aspects relationnels		
		Nature du fonds indépendant / captif / public		
		Aspects liés au montage financier		
		Valeurs portées par le fonds		
		Autre		
	Choix du repreneur par le fonds	Adéquation cible / repreneur	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Adéquation cible / critères d'investissement		
		Aspects relationnels		
		Projet / Business plan		
		Autre		
	Processus d'assesment extérieur	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Nombre d'interlocuteur au sein du fonds	Nombre	A renseigner	
	Changement d'interlocuteur au sein du fonds	Oui / non	Case à cocher	Extraits
Tension 1 - Le management package	Tension explicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Tension latente / implicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Moment de la négociation	En amont / tardivement		
	Demandes surprenantes	Oui / non		
	Négociation	Rapide / longue	Case à cocher	Extraits
	Négociation	Simple / compliquée	Case à cocher	Extraits
	Nature de la négociation	Collaborative / compétitive	Case à cocher	Extraits
	Satisfaction à l'issue de la négociation	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Impact de la tension sur la suite de la relation	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Conseils sur le management package	Texte	A renseigner	Extraits
	Alignement des intérêts sur le management package	Oui / non	Case à cocher	Extraits
Tension 2 - Les modalités de sortie du LBO	Tension explicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Tension latente / implicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Moment où le sujet a été évoqué	En amont du processus / tardivement dans le	Case à cocher	Extraits
	Horizon de sortie du fonds	Donnée à renseigner	A renseigner	Extraits
	Scenarii possibles	LBO secondaire	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Sortie industrielle		
		Reprise par le repreneur		
		Réinvestissement par le fonds		
		Mandat de vente		
		NSP		
	Le repreneur a-t-il sont mot à dire	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Le repreneur souhaite t'il rester à la tête de l'entreprise	Oui / Non / NSP	Case à cocher	Extraits
	Scénario souhaité par le repreneur	LBO secondaire	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Sortie industrielle		
		Reprise par le repreneur		
		Réinvestissement par le fonds		
		NSP		
	Etat d'esprit du repreneur sur le sujet de la sortie	Positif	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Anxieux / Négatif		
		Neutre		
	Alignement des intérêts	Oui / non	Case à cocher	Extraits

Tension 3 - La latitude managériale	Tension explicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Tension latente / implicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Antériorité d'un refus	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Circuit de décision	Rapide / lent	Case à cocher	Extraits
	Conséquences potentielles d'un refus / d'une dissension	Texte	A renseigner	Extraits
	Perception du processus décisionnel	Positif / négatif	Case à cocher	Extraits
	Disponibilité du fonds	Très disponible / peu disponible	Case à cocher	Extraits
	Niveau d'intervention du fonds	Hands on	Case à cocher	Extraits
		Hands off		
Tension 4 - La stratégie de l'entreprise	Tension explicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Tension latente / implicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Pilotage de la stratégie	Le repreneur / Le fonds	Case à cocher	Extraits
	Désaccord sur la stratégie	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Alignement des intérêts	Oui / non	Case à cocher	Extraits
Tension 5 - Les performances de l'entreprise	Tension explicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Tension latente / implicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	L'entreprise a-t-elle connue des difficultés, des moments de contre-performances	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Impact de la contre-performance sur les relations	Oui / non	Case à cocher	Extraits
Tension 6 - La relation aux risques	Tension explicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Tension latente / implicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Risques pour le repreneur	Risque de non remboursement de la dette	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Risque de perte de capital / patrimoine		
		Risque de retour sur investissement faible		
		Risque de révocation par le fonds		
		Risque émotionnel		
		Risque managérial		
		Risque pénal		
		Risque réputationnel		
		Risque sur la rémunération		
		Autre		
	Risques pour le fonds	Asymétrie d'information	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Risque de non remboursement de la dette		
		Risque de perte de capital		
		Risque de retour sur investissement faible		
		Risque de révocation du manager		
		Risque managérial / rupture managériale		
		Risque réputationnel		
		Risque sur le business plan		
		Autre		
	Pression de la dette	Forte / mesurée / inexistante	Case à cocher	Extraits
	Etat d'esprit du repreneur en termes de risques	Anxieux / serein / NSP	Case à cocher	Extraits
	Le risque repose principalement sur	Le repreneur / le cédant	Case à cocher	Extraits

Tension 7 - Le contrôle / le reporting	Tension explicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Tension latente / implicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Modalités d'échanges	Réunions formelles	Case à cocher choix multiples	Extraits
		Echanges informels appels / réseaux sociaux		
		Visites sur site		
	Autre interlocuteur dans l'entreprise	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Présence d'un reporting régulier	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Perception sur le reporting	Négative / positive	Case à cocher	Extraits
	Evolution des modalités du reporting dans le temps	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Echanges avec d'autres managers sous LBO à l'initiative du fonds	Oui / non	Case à cocher	Extraits

Tension 8 - La confiance	Tension explicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Tension latente / implicite	Oui / non	Case à cocher	Extraits
	Caractéristiques d'une relation de confiance	Alignement des intérêts	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Confiance mutuelle		
		Connaissance du rôle de chacun		
		Crédibilité / fiabilité		
		Ethique / valeurs		
		Transparence		
		Autre		
	Situation actuelle en termes de confiance	Satisfaisante / insatisfaisante	Case à cocher	Extraits
	Evolution dans le temps de la confiance	Renforcée / Détériorée / Identique	Case à cocher	Extraits
	Eléments qui peuvent nuire à la confiance	Baisse des performances de l'entreprise	Case à cocher choix multiple	Extraits
		BP non tenu		
		Désalignement des intérêts		
		Dissension sur la stratégie		
		Manque de fiabilité		
		Problème de Latitude managériale		
		Rôle néfaste des conseils		
		Mis devant le fait accompli		
		Opacité du repreneur / rétention d'information		
		Relation interpersonnelle détériorée		
		Autre		
	Eléments qui peuvent améliorer la confiance	Projets communs	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Amélioration des performances de l'entreprise		
		Autre		

Autres tensions	Autres tensions amont	Tensions sur la valorisation de l'entreprise / le prix	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Tensions lors des négociations avec le cédant		
		Tensions sur le montage financier		
		Tensions sur le pacte d'actionnaires		
		Tensions sur la rémunération du repreneur		
		Tensions sur la liquidité		
		Tensions lors de la négociations avec le fonds		
		Tensions relatives au rythme du processus d'acquisition		
		Tensions relative au choix des co-investisseurs		
		Tensions relatives à l'alignement / désalignement des intérêts		
		Autre		
	Autres tensions aval	Tensions relatives à la direction d'une PME	Case à cocher choix multiple	Extraits
		Tensions relatives à l'évolution de la rémunération du dirigeant		
		Tensions relatives à la vie personnelle du repreneur		
		Tensions relative à la pression exercée par le fonds sur le repreneur		
		Tensions concernant la rémunération des collaborateurs		
		Attentes non satisfaites		
		Tensions relatives à l'alignement / désalignement des intérêts		
		Autre		

Autres sujets	Bilan lié à la présence d'un fonds	Positif / Négatif / neutre	Case à cocher	Extraits
	Alignement des intérêts	Texte	A renseigner	Extraits
	Conseils à un repreneur	Texte	A renseigner	Extraits
	Conseils à un fonds	Texte	A renseigner	Extraits

Annexe 11 - Sphinx : rapport d'étude. Analyse qualitative de 50 entretiens exploratoires

Rapport d'étude

Analyse qualitative de

50 entretiens exploratoires

A l'attention de Mme Story-Lamarque

Julie CHAPPAZ
Chef de projets
LE SPHINX DEVELOPPEMENT
jchappaz@lesphinx.eu

SOMMAIRE

PERIODE D'INTERROGATION DES REPRENEURS P. 3

PROFIL DES REPRENEURS P. 4

CARACTERISTIQUES DU PROJET P. 6

ANALYSE LEXICALE EXPLORATOIRE P. 7

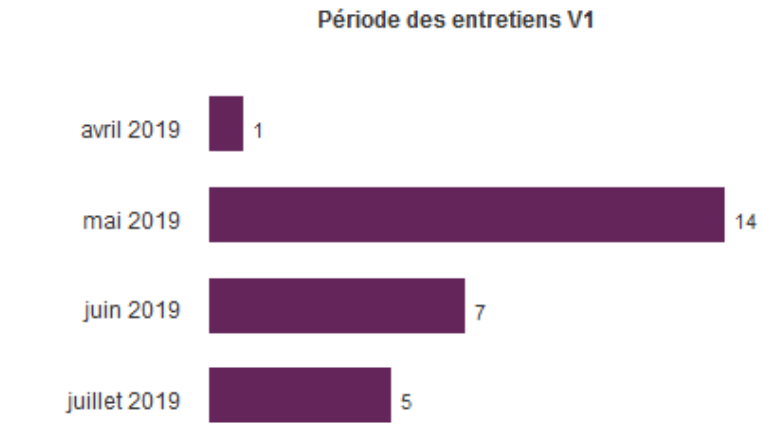
I. Aperçu lexical et sémantique P. 7
1. Nuage de mots global P. 7
2. Nuage de mot par partie P. 8

II. Analyse des opinions P. 16
1. Orientation des réponses et sentiments P. 16
2. Caractérisation selon l'orientation P. 17

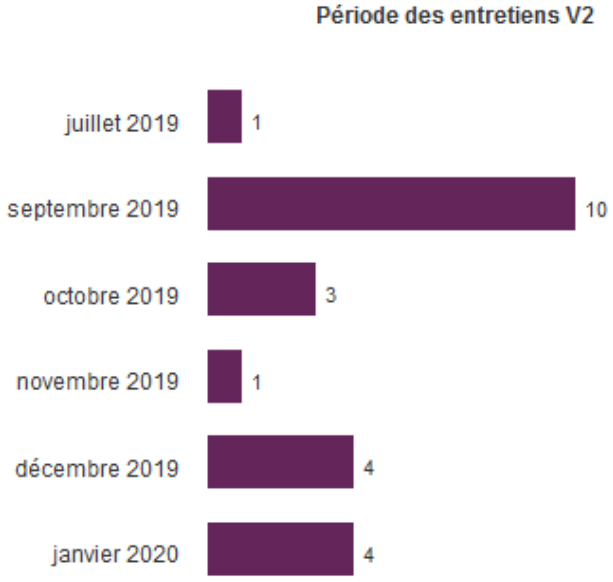
III. Analyse de contenu P. 18
1. Thématiques identifiées dans les entretiens P. 18
2. Thématiques identifiées par profil de repreneur P. 19
3. Extraits de verbatims par thématique identifiée P. 19

PERIODE D'INTERROGATION DES REPRENEURS

Première vague d'entretiens exploratoires :

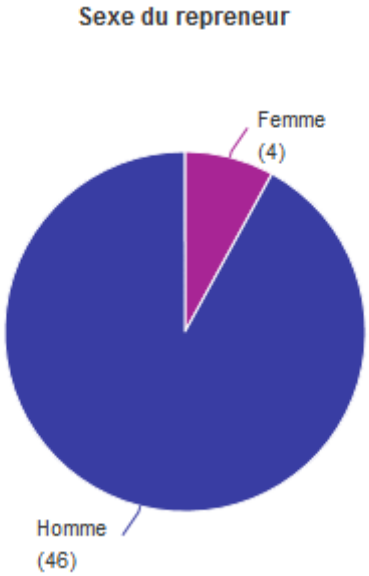


Deuxième vague d'entretiens exploratoires :

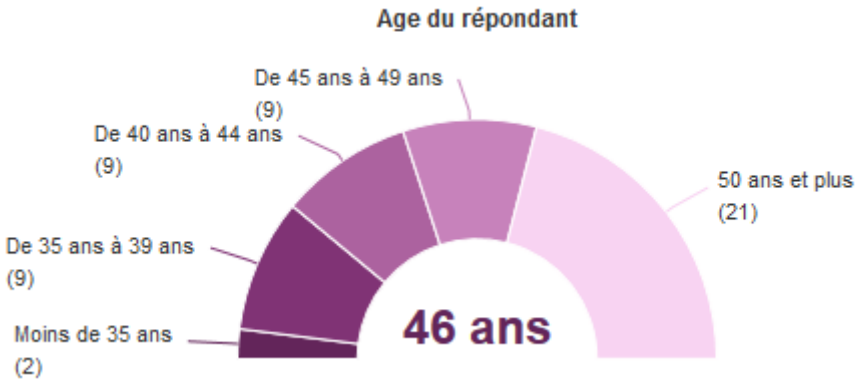


PROFIL DES REPRENEURS

Les repreneurs interrogés sont principalement des hommes :



L'âge moyen des repreneurs interrogés est 46 ans :



Les repreneurs interrogés sont situés majoritairement à Paris ou en Ile-de France (36 repreneurs sur 50)

PROFIL DES REPRENEURS

Les repreneurs ont tous fait des études dans des écoles différentes : une grande partie des personnes interrogées sont « ingénieur » dans différents secteurs d'activité, certaines ont fréquenté des « écoles de commerce ; HEC ; ESSEC ; … ».

Formation

Au niveau de l'expérience professionnelle, elle est également variée en fonction des repreneurs, les mots les plus cités sont « groupe, direction, PME, commercial… ».

Expérience professionnelle

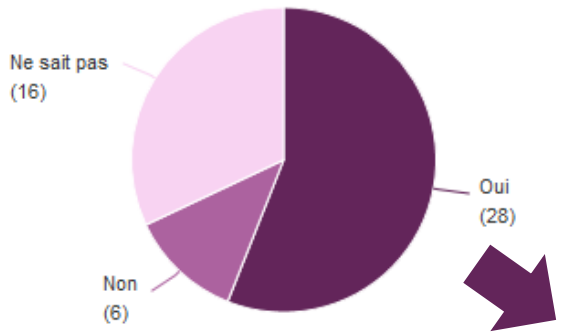
L'apport des repreneurs varie entre 100 K€ et 1 à 2 millions d'€. Environ la moitié des repreneurs sont prêts à mettre entre 100 et 300 K€ d'apport, 8 repreneurs sont prêts à mettre plus de 500 K€ d'apport.

Le type de cible recherchée est principalement dans les secteurs de l'industrie et des services et dépend également du nombre de personnes présent dans la société.

Type de cible recherchée

Les repreneurs sont au tout début de leur projet, certains d'entre eux ne sont encore qu'aux prémices du projet et d'autres sont dans le projet depuis quelques mois.

Le repreneur envisage la présence d'un fonds d'investissement à ses côtés dans le cadre de son projet de reprise d'entreprise :



Type de fonds d'investissement envisagé

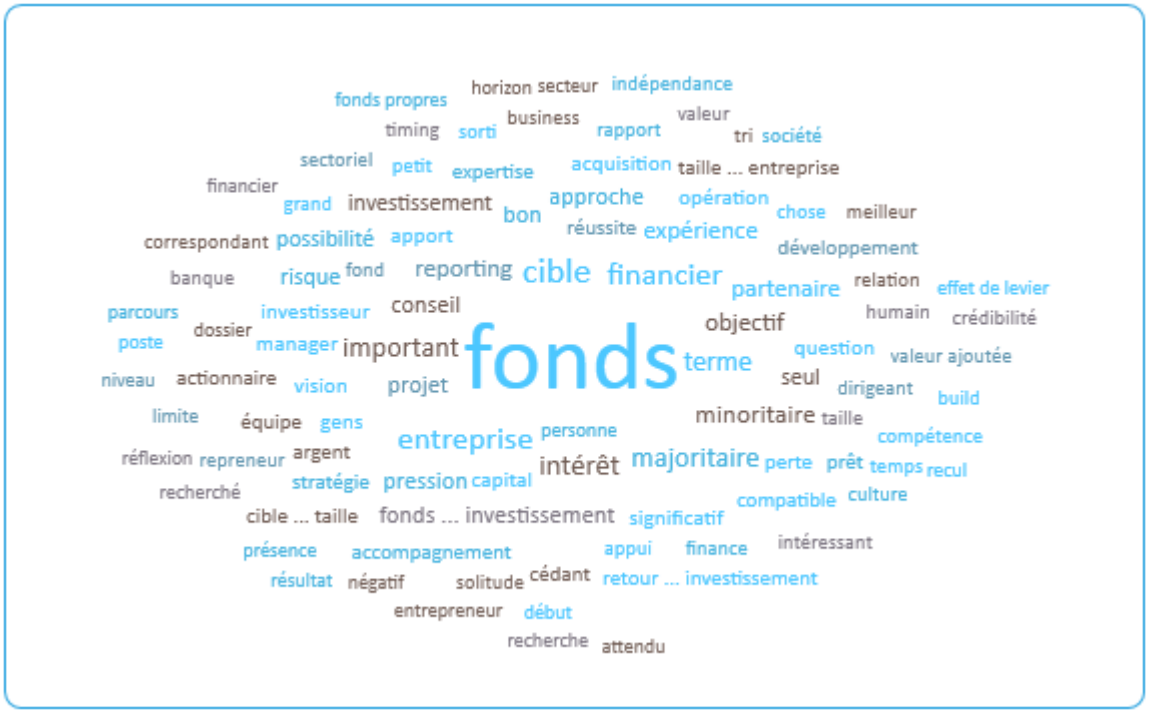
Objectif de l'analyse lexicale : analyser le contenu des entretiens réalisés avec les repreneurs au début de leur parcours en partant des mots qu'ils ont cités pour en déduire le contenu sémantique de leur réponse.

I. Aperçu lexical et sémantique

1. Nuage de mots global

La synthèse globale des entretiens réalisés s'appuie sur une approche sémantique et statistique du corpus. Elle donne une vision générale du corpus analysé.

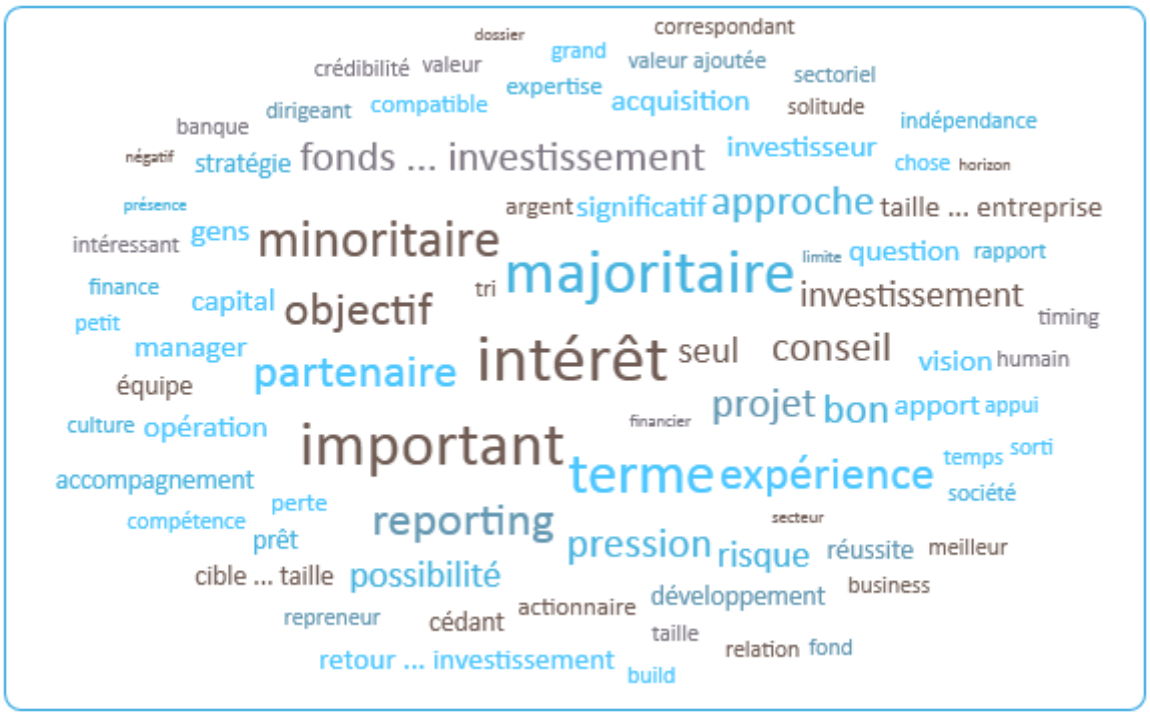
Objectif : le nuage de mots ci-dessous permet d'illustrer les idées générales abordées dans l'ensemble des entretiens.



Lecture : le nuage regroupe les mots-clés les plus cités par les repreneurs. La taille du mot indique la fréquence à laquelle celui-ci a été cité.

On constate que le mot cité le plus par les repreneurs est : « fonds ». Les mots « cible ; entreprise ; investissement ; financier » sont également cités plusieurs fois par les repreneurs. Ces mots mettent en évidence le sujet général des entretiens.

Un second nuage de mots, dans lequel ces notions sont mises de côté, nous permet d'affiner les idées générales évoquées par les repreneurs.



Cette analyse permet de mettre en évidence d'autres notions clés telles que : « l'intérêt » des potentielles parties prenantes, « majoritaire et minoritaire » pour qualifier la place de chacun dans la transaction, « expérience », « objectif », « reporting » et « partenaire ».

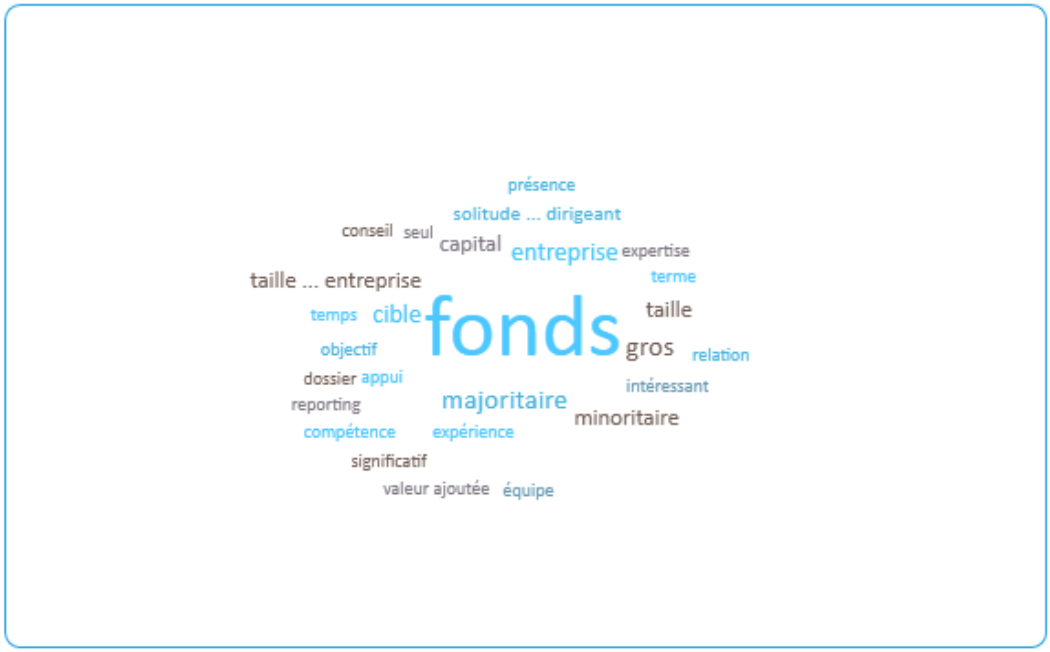
On constate également que des mots sont associés avec d'autres pour former des expressions par le repreneur : « fonds d'investissement ; cible de taille importante ; retour sur investissement ; taille de l'entreprise ».

2. Nuage de mots par partie

5 sections distinctes composent le guide d'entretien et ont été abordées au cours des entretiens :

- Les verbatims prononcés par les repreneurs
- « Que représente un fonds d'investissement pour vous ? » (cette section n'est présente que dans la seconde version des entretiens exploratoires).
- « Quels sont les avantages à réaliser une opération en présence d'un fonds d'investissement ? » (uniquement deuxième version)
- « Quels sont les inconvénients à réaliser une opération en présence d'un fonds d'investissement ? » (uniquement deuxième version)
- Les notes d'analyse relevées dans l'ensemble des entretiens

Partie 1 : Verbatims

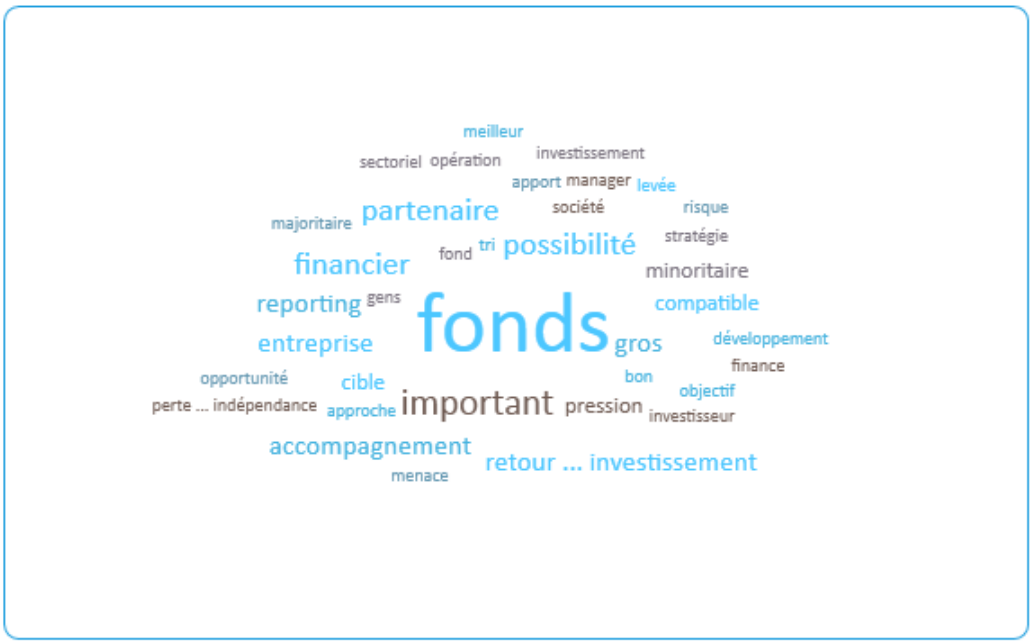


Le mot « fonds » est le plus cité dans les verbatims prononcés par les repreneurs dans la première version des entretiens.

Lorsque l'on enlève le mot « fonds », les principaux mots qui ressortent sont les suivants : « majoritaire ; gros ; cible ; taille ; entreprise ; capital ».

Partie 2 : « Que représente un fonds d'investissement pour vous ? »

Avec le mot « fonds » :

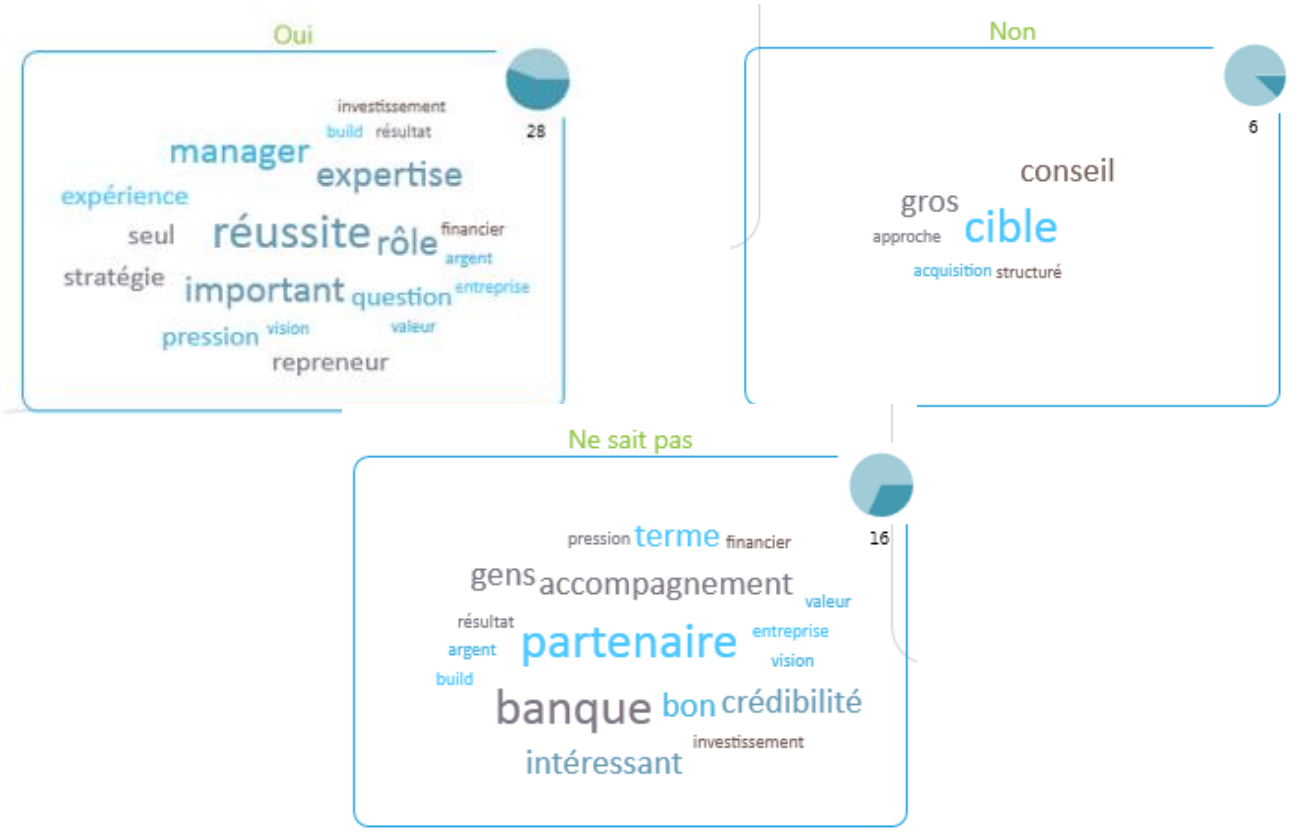


Sans le mot « fonds » :

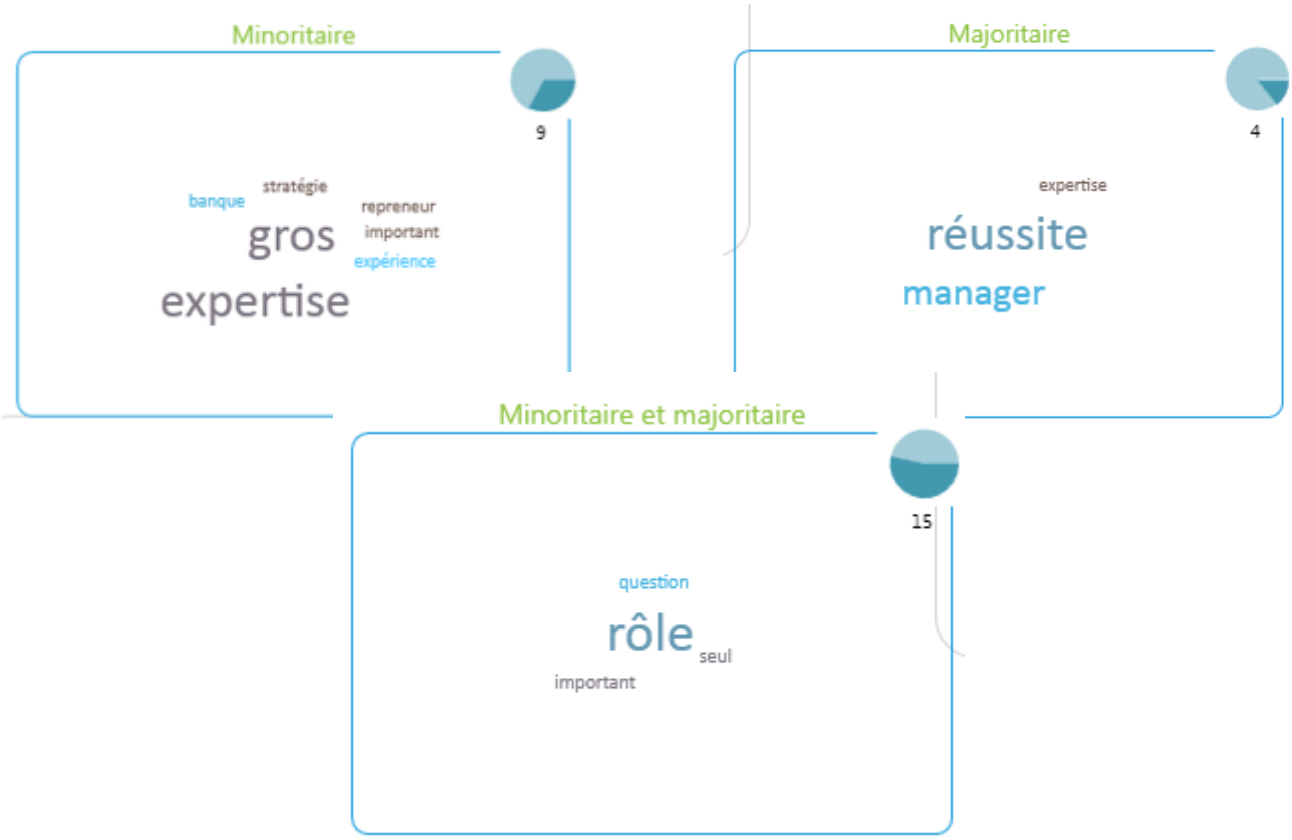
Partie 3 : « Quels sont les avantages à réaliser une opération en présence d'un fonds d'investissement ? »

Dans cette partie, c'est là encore, le mot « fonds » qui est le plus cité. Veuillez trouver ci-dessous uniquement le nuage de mots sans le mot « fonds ».

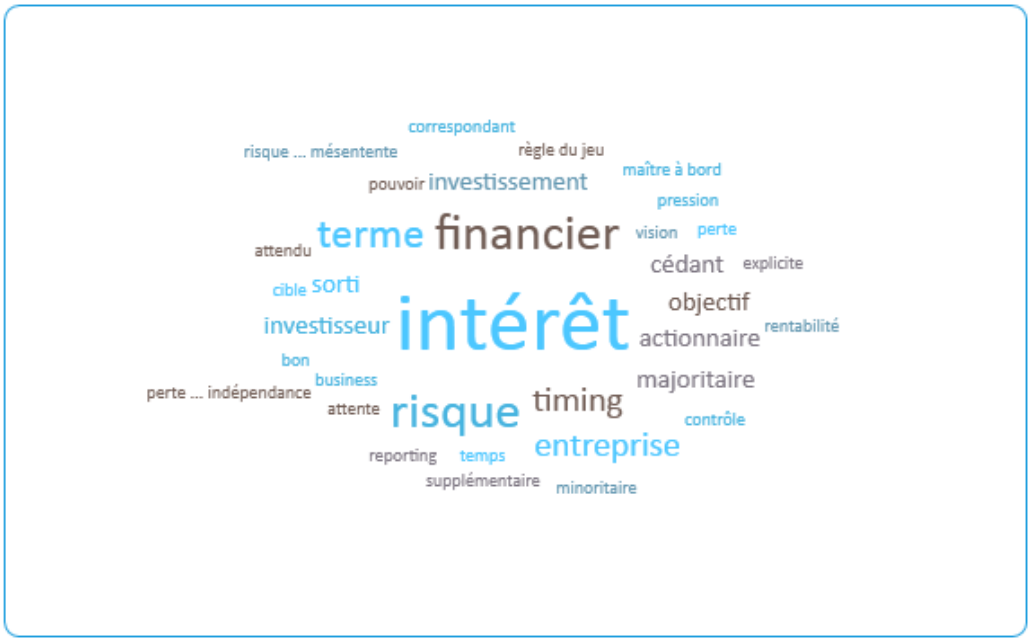
Les nuages ci-dessous résument les mots abordés spécifiques lorsque le repreneur envisage la présence d'un fonds d'investissement, lorsqu'il ne l'envisage pas ou qu'il ne sait pas :



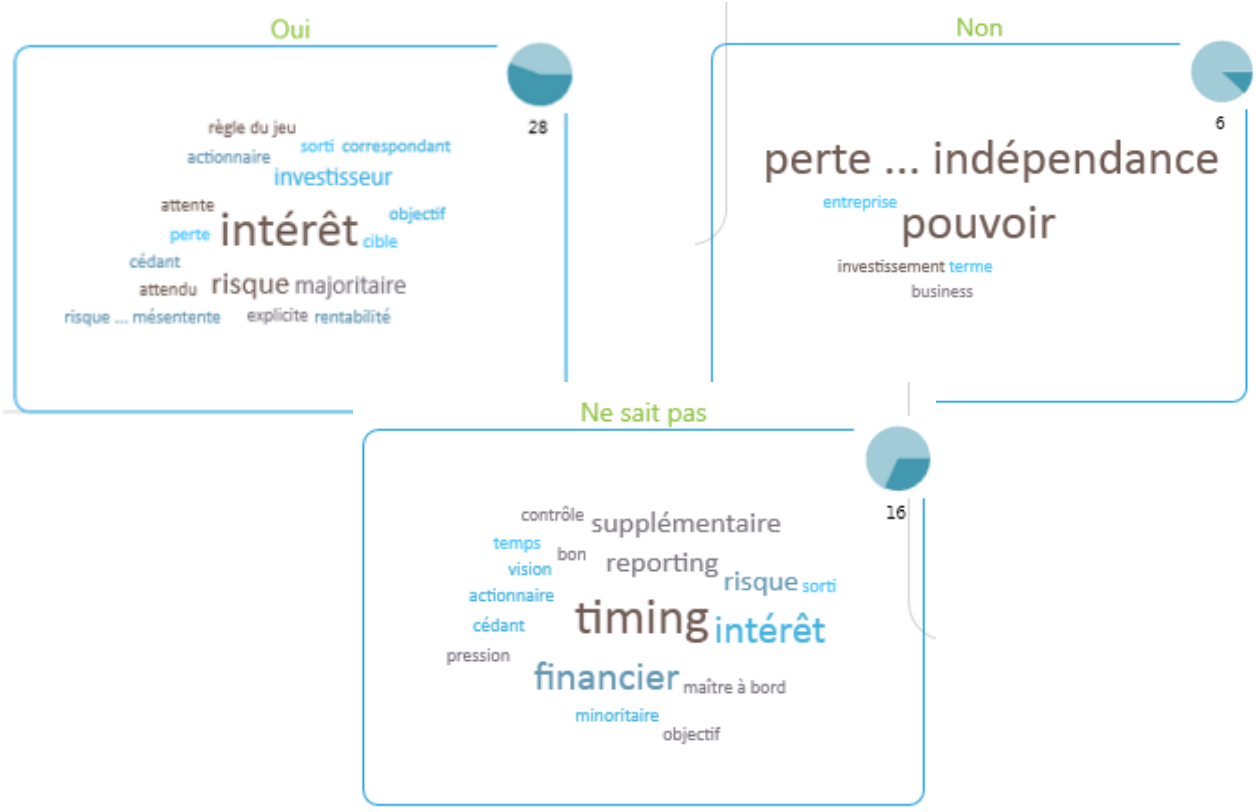
Les nuages ci-dessous résument les mots abordés spécifiques selon le type de fonds d'investissement envisagé (sur la base des repreneurs qui envisagent la présence d'un fonds d'investissement dans le cadre de leur projet) :



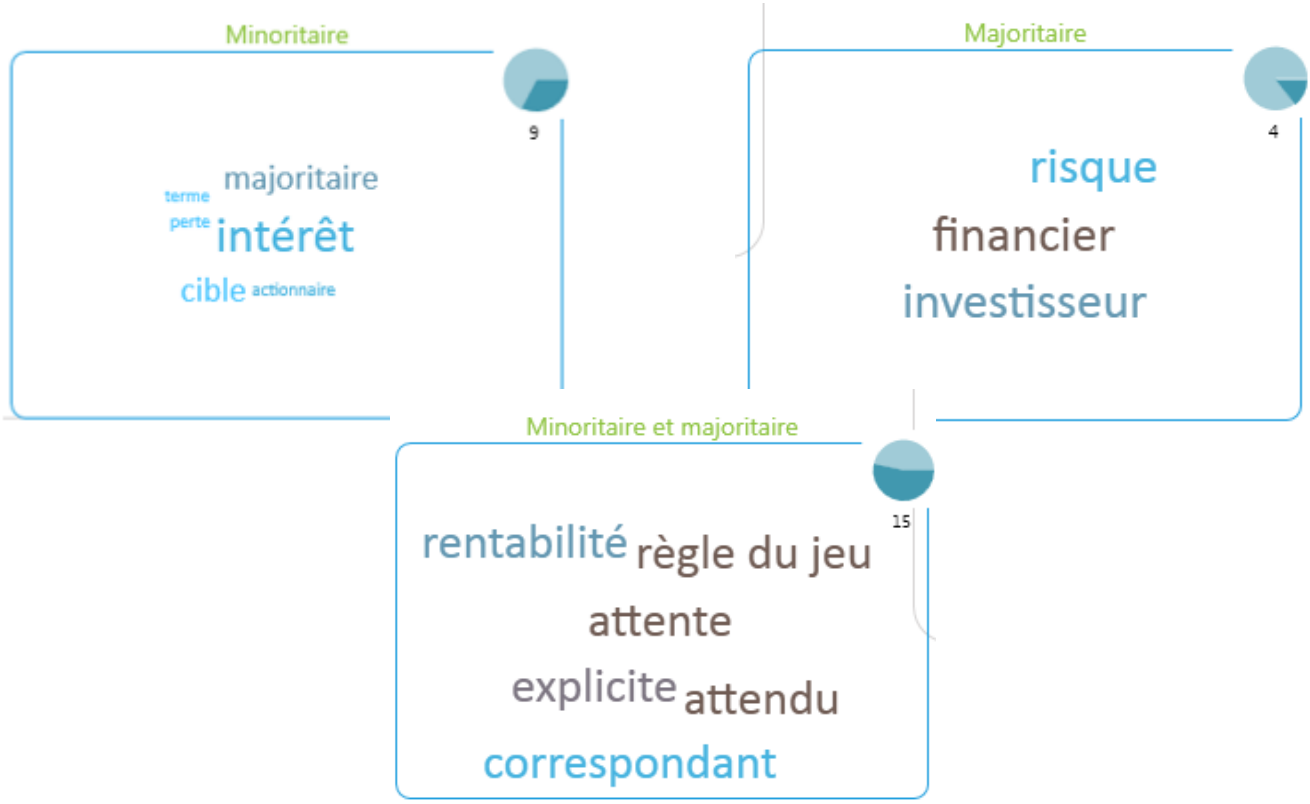
Partie 4 : « Quels sont les inconvénients à réaliser une opération en présence d'un fonds d'investissement ?»



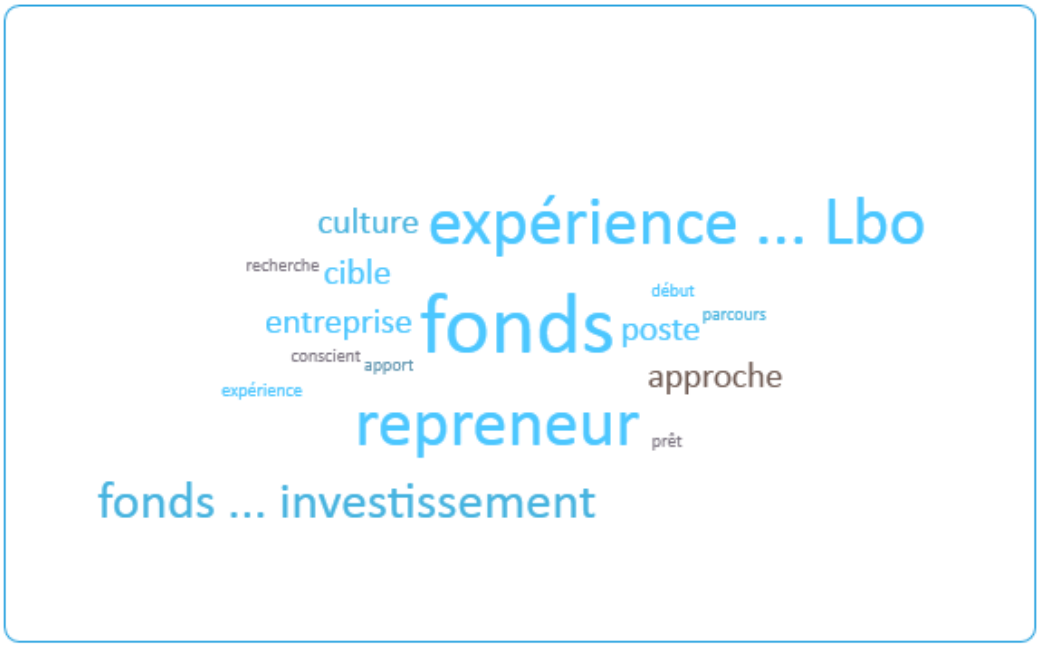
Les nuages ci-dessous résument les mots abordés spécifiques lorsque le repreneur envisage la présence d'un fonds d'investissement, lorsqu'il ne l'envisage pas ou qu'il ne sait pas :



Les nuages ci-dessous résument les mots abordés spécifiques selon le type de fonds d'investissement envisagé (sur la base des repreneurs qui envisagent la présence d'un fonds d'investissement dans le cadre de leur projet) :



Partie 5 : Notes d'analyse



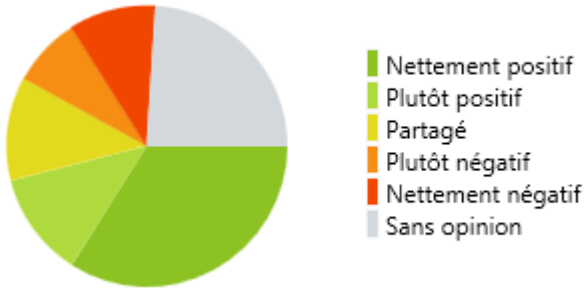
II. Analyse des opinions

1. Orientation des réponses et sentiments

Objectif : le moteur d'analyse de sentiments détermine dans l'ensemble du corpus les opinions exprimant un sentiment, un jugement ou une évaluation, ce qui nous permet d'identifier la tonalité de fragments d'entretiens. Ce protocole vise à qualifier la polarité de la réponse du repreneur : de « très négative » à « très positive ».

Le graphique met en évidence la répartition des observations selon l'orientation des opinions positives ou négatives qu'elles contiennent. Le tableau caractérise les opinions positives ou négatives en indiquant la taille moyenne des observations concernées ainsi que les mots et contextes surreprésentés dans chacun des cas.

Résultats :



L'analyse ci-dessus montre que la tendance dominante des réponses des repreneurs reflète une orientation positive. On note néanmoins que les verbatims présentent une forte proportion de réponses neutres ou ambiguës, l'analyse de l'orientation n'est pas très polarisée.

	Positif	Négatif
Longueur	34 mots	28 mots

On constate que la longueur moyenne des commentaires positifs est légèrement plus grande (34 mots).

2. Caractérisation selon l'orientation

Objectif : cette analyse met en évidence ce qui caractérise l'orientation des réponses. Les spécificités mettent en évidence les mots, concepts, sentiment, orientation, contextes et classes thématiques surreprésentés pour chacune des catégories d'orientation.

	Effectifs	Longueur moyenne	Les 5 mots spécifiques
Nettement positif	17	21 mots	entreprise - intérêt - terme - expérience - projet - ...
Plutôt positif	6	73 mots	financier - bon - investissement - partenaire - pression
Partagé	6	29 mots	minoritaire - important - risque - terme - apport - ...
Plutôt négatif	4	34 mots	approche - minoritaire - reporting - financier - majorita
Nettement négatif	5	24 mots	financier - cible - approche - possibilité - acquisition - .
Sans opinion	12	14 mots	cible - majoritaire - gros - entreprise - expérience

Le tableau ci-dessus indique la longueur moyenne des commentaires des repreneurs selon l'orientation du commentaire, ainsi que les principaux mots caractérisant chacune des orientations.

III. Analyse de contenu

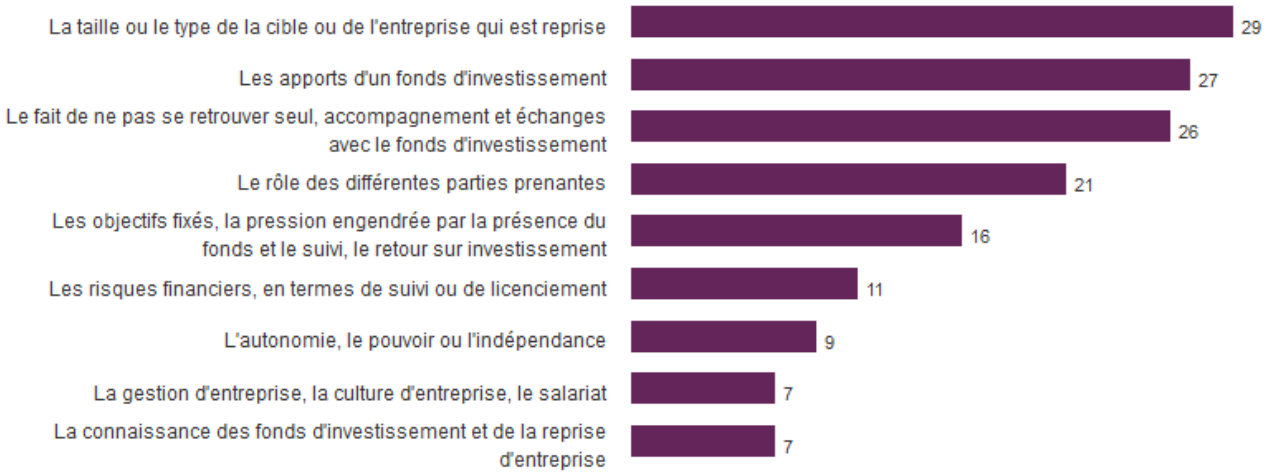
Objectif : proposer une analyse synthétique du corpus en mettant en lumière les principales idées contenues dans les entretiens.

Dans cette partie, une analyse de contenu a été effectuée à partir d'une grille de codage construite à la lecture des verbatims.

Neuf thématiques ont été identifiées :

- La taille ou le type de la cible ou de l'entreprise qui est reprise
- Les apports d'un fonds d'investissement (en termes de capital, d'expertise, de crédibilité ou financiers)
- Le fait de ne pas se retrouver seul, accompagnement et échanges avec le fonds d'investissement
- Le rôle des différentes parties prenantes (majoritaires, minoritaires, multiplicité…)
- Les objectifs fixés, la pression engendrée par la présence du fonds et le suivi, le retour sur investissement
- Les risques financiers, que ce soit en termes de suivi, de licenciements
- L'autonomie, le pouvoir et l'indépendance
- La connaissance des fonds d'investissement et de la reprise d'entreprise
- La gestion d'entreprise, la culture d'entreprise, le salariat

1. Thématiques identifiées dans les entretiens



2. Thématiques identifiées par profil de repreneur

THÉMATIQUES	ENVISAGEZ-VOUS LA PRÉSENCE D'UN FONDS D'INVESTISSEMENT À VOS CÔTÉS DANS LE CADRE DE VOTRE PROJET DE REPRISE D'ENTREPRISE ?		
	OUI	NON	NE SAIT PAS
La taille ou le type de la cible ou de l'entreprise qui est reprise	21	3	5
Le rôle des différentes parties prenantes	15	1	5
Le fait de ne pas se retrouver seul, accompagnement et échanges avec le fonds d'investissement	14	2	10
Les apports d'un fonds d'investissement	14	1	12
Les risques financiers, en termes de suivi ou de licenciement	7	1	3
L'autonomie, le pouvoir ou l'indépendance	6	3	0
Les objectifs fixés, la pression engendrée par la présence du fonds et le suivi, le retour sur investissement	6	3	7
La gestion d'entreprise, la culture d'entreprise, le salariat	3	0	4
La connaissance des fonds d'investissement et de la reprise d'entreprise	1	0	6

Les repreneurs qui n'envisagent pas la présence d'un fonds d'investissement dans le cadre de leur projet de reprise d'entreprise ont tendance à davantage évoquer la thématique « l'autonomie, le pouvoir ou l'indépendance ».

Ceux qui ne savent pas encore s'ils envisagent la présence d'un fonds d'investissement évoquent davantage « la connaissance des fonds d'investissement et de la reprise d'entreprise » (cela est basé également sur les notes d'analyses de l'interviewer) et moins « la taille ou le type de la cible ou de l'entreprise qui est reprise » et « l'autonomie, le pouvoir et l'indépendance ».

3. Extraits de verbatims par thématique identifiée

<u>Thème 1 : La taille ou le type de la cible ou de l'entreprise qui est reprise</u>

« Tout dépend de la taille du dossier »
« Capter des cibles de taille significative »
« Reprendre une grosse cible »
« Capter des cibles de taille significative et profiter de la compétence du fonds en tant que conseil »
« Augmenter la taille de l'entreprise recherchée »
« J'envisage les fonds pour des questions de taille d'entreprise »
« Avoir une taille critique »
« Taille de la cible en rapport avec expérience d'équipes importantes (100 à 150 collaborateurs) »
« La possibilité de capter des sociétés au-delà de ses capacités financières »

Thème 2 : Les apports d'un fonds d'investissement (en termes de capital, d'expertise, de crédibilité ou financiers)

« Il apporte de l'argent et l'expertise »
« Crédibilisation du projet vs banquier »
« Finances, compétences, appui en termes de stratégie »
« Profiter de la compétence du fonds en tant que conseil »
« Ils sont super utiles. Il y a des fonds spécialisés qui ont une bonne vision »
« Les partenaires des petits fonds sont investis, ils sont plus facilitateurs, plus aidants »
« Optimiser la structure financière. Négocier avec les banques des termes plus intéressants »

Thème 3 : Le fait de ne pas se retrouver seul, accompagnement et échanges avec le fonds d'investissement

« Intérêt : avoir quelqu'un avec qui échanger »
« Si, ça peut être intéressant de se confronter à un avis. Ne pas être seul à bord »
« Conseils, vison du fonds. Sortir de la solitude du dirigeant »
« Ne pas être seul sur le projet »
« Je veux que le fonds m'offre autre chose que de la finance : du développement à l'international, du développement commercial. Je préfère travailler avec des petits fonds, avec un réel apport opérationnel. Il faut des conseillers qui soient des facilitateurs »
« A la fois un partenaire financier et un conseil. Rôle de conseil du fonds »
« Les fonds ont évolué depuis 10 ans. Ils ont été obligés d'assouplir leur positionnement. Ils sont plus pertinents. J'ai été étonné par la qualité de l'accompagnement. Il existe une vraie intelligence de fonctionnement »

Thème 4 : Le rôle des différentes parties prenantes (majoritaires, minoritaires, multiplicité…)

« Si je peux faire sans les fonds c'est mieux »
« Avec un fonds on n'est plus deux, on est trois »
« Tout dépendra des prétentions du fonds en termes de capital »
« Majoritaire ++- C'est vertueux de reprendre avec un fonds car 1+1 = 3 »
« Un fonds minoritaire, pourquoi pas mais pas idéal »
« Besoin de faire les choses en accord avec ses convictions sociétales et environnementales »
« L'approche purement économique et financière des fonds ne me convient pas »
« J'ai besoin d'être aligné sur mes valeurs »
« Si MBI intéressant où je suis minoritaire, je dis oui »
« Si je peux faire sans, je fais sans, mais à partir d'un certain niveau d'investissement, ça va être compliqué »
« Il faut vraiment que le jeu en vaille la chandelle pour intégrer un fonds »

Thème 5 : Les objectifs fixés, la pression engendrée par la présence du fonds et le suivi, le retour sur investissement

« Être challengé »
« Je n'ai pas envie de faire du reporting tous les mois »
« Je changerai d'avis si je trouve une cible qui me passionne et qui nécessite la présence d'un fonds »
« Si l'objectif était de peser de 5 à 50 M€ de CA, j'aurais besoin d'un fonds. Ce n'est pas le cas »
« C'est un investisseur qui exige un TRI important et qui vise une durée de 7 ans, peut-être 3-4 ans »
« J'ai du mal à mesurer le rythme de la pression. Si le fonds entre, le TRI c'est 30 % par an »
« Je suis " fonds compatible" car je suis " pression compatible ". Il faut que le fond soit compatible en termes de reporting. »
« Des gens qui autour de leur nom ont rassemblé des investisseurs et qui espèrent un retour sur investissement, dans un horizon donné. Ils investissent dans des entreprises en espérant un retour sur investissement »
« Cela permet de structurer l'entreprise par des reportings »

Thème 6 : Les risques financiers, que ce soit en termes de suivi, de licenciements

« Ça peut être risqué, avec des taux de retour importants. Si on est minoritaire le risque est plus important. C'est à la fois une aide et un risque. Je ne diabolise pas »
« Risque financier supplémentaire »
« En position minoritaire, risque de se faire licencier »
« Risque de se faire sortir violemment »
« Risque de mésentente avec le fonds sur les objectifs et les intérêts de l'entreprise »
« Risque en termes de gouvernance : alignement des intérêts repreneur/cible/fonds ? »
« Risque de mésentente avec le fonds sur les objectifs et les intérêts de l'entreprise »
« Si les correspondants changent c'est compliqué. Si la personne qui a le premier contact n'assure pas le suivi, s'il y a volatilité des correspondants c'est compliqué »
« Une opportunité et une menace, une opportunité par le coaching financier et une menace s'ils ne comprennent pas le modèle. Ça dépend qui est derrière »

Thème 7 : L'autonomie, le pouvoir et l'indépendance

« Garder de l'autonomie »
« Pour avoir les mains libres »
« Avec un fonds oui, si j'ai les mains libres sur le plan opérationnel »
« La possibilité de capter des sociétés au-delà de ses capacités financières, mais aussi une perte d'indépendance »
« Il n'y a pas d'enjeu de pouvoir entre le fonds et le manager. Risque d'être plus dommageable à court terme »
« Perte d'indépendance, partage du pouvoir »

Thème 8 : Le manque de connaissance des fonds d'investissement et de la reprise d'entreprise

« Peu de connaissances des fonds et de leur mode de fonctionnement »
« Je ne connais pas suffisamment les rapports avec les fonds. Je maîtrise mal la présence du fonds »
« Absence de culture sur les fonds »
« C'est encore un peu nébuleux, on est dans le monde de la finance »
« Je n'ai pas côtoyé beaucoup de fonds »

Thème 9 : La gestion d'entreprise, la culture d'entreprise, le salariat

« Fonds majoritaire, autant revenir vers le salariat »
« Je n'ai pas nécessairement une grosse expérience de gestion d'entreprise »
« S'il se comporte comme un employeur, c'est l'aspect négatif »
« Des contraintes en termes de reporting qui pourrait entraver le système »
« Il peut exercer une pression sur le manager qui n'est pas bénéfique »

Annexe 12 - Sphinx : rapport d'études. Analyse qualitative de 22 entretiens approfondis

Rapport d'étude

Analyse qualitative de 22 entretiens

A l'attention de Mme Story-Lamarque

Julie CHAPPAZ
Chef de projets
LE SPHINX DEVELOPPEMENT
jchappaz@lesphinx.eu

SOMMAIRE

I. DESCRIPTIF DES ENTRETIENS 3

1. Nature des entretiens 3
2. Agenda des entretiens 3
3. Durée des entretiens 3
4. Délai entre la date de closing et l'entretien 3

II. PROFIL DES PERSONNES INTERROGEES 4

1. Les fonds d'investissement 4
2. Les repreneurs 6
3. Les experts 7

III. ANALYSE LEXICALE EXPLORATOIRE 10

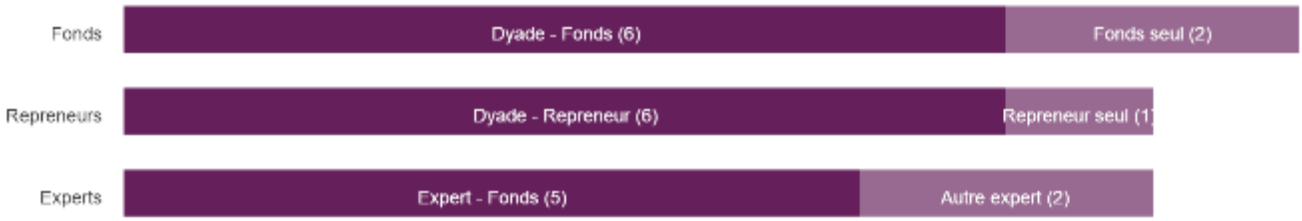
1. Aperçu lexical et sémantique 10
   a. Nuages de mots globaux 10
   a. Verbatim spécifique à chaque partie 12

IV. ANALYSE DE CONTENU MANUELLE 17

1. Thème 1 : Le repreneur 17
2. Thème 2 : Le projet de reprise / Le MBI 39
3. Thème 3 : Les représentations concernant les fonds d'investissement 61
4. Thème 4 : Le montage financier de l'opération 70
5. Thème 5 : Tension 1 – Le management package 89
6. Thème 6 : Tension 2 – Les modalités de sortie du LBO 108
7. Thème 7 : Tension 3 – La latitude managériale 123
8. Thème 8 : Tension 4 – La stratégie de l'entreprise 131
9. Thème 9 : Tension 5 – Les performances de l'entreprise 137
10. Thème 10 : Tension 6 – La relation aux risques 144
11. Thème 11 : Tension 7 – Le contrôle / le reporting 162
12. Thème 12 : Tension 8 – La confiance 179
13. Thème 13 : Autres tensions 194
14. Thème 14 : Autres sujets 207
15. Thème 15 : Opérations contre-productives / échecs 220

DESCRIPTIF DES ENTRETIENS

1. Nature des entretiens



2. Agenda des entretiens

Les 22 entretiens se sont déroulés entre janvier et mars 2020 :

	Janvier 2020	Février 2020	Mars 2020
Fonds	-	6	2
Repreneurs	1	1	5
Experts	1	3	3
Total	*2*	*10*	*10*

3. Durée des entretiens

Les entretiens ont duré en moyenne 64 minutes.

	Durée moyenne	Durée minimale	Durée maximale
Fonds	75 min	56 min	94 min
Repreneurs	66 min	58 min	80 min
Experts	49 min	30 min	68 min
Total	*64 min*	*30 min*	*94 min*

4. Délai entre la date de closing et l'entretien

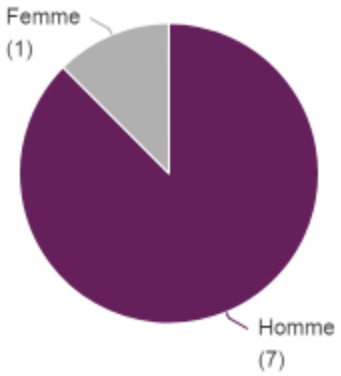
Les entretiens se sont déroulés entre 3 et 61 mois après le closing.

	Délai moyen	Délai minimum	Délai maximum
Fonds	37,7 mois	3 mois	86 mois
Repreneurs	30 mois	3 mois	61 mois
Total	*34,6 mois*	*3 mois*	*86 mois*

II. PROFIL DES PERSONNES INTERROGEES

1. Les fonds d'investissement

Sexe des répondants



Fonction des répondants

Les personnes interrogées occupent des fonctions de direction.

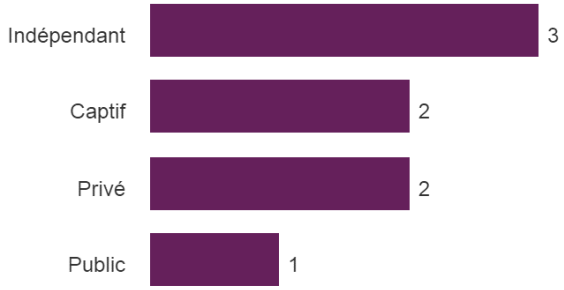
Localisation

- « France entière et Europe »
- « Rhône-Alpes »
- « France entière »
- « France »
- « fonds régional »

Secteur

Les fonds interrogés sont tous généralistes.

Nature



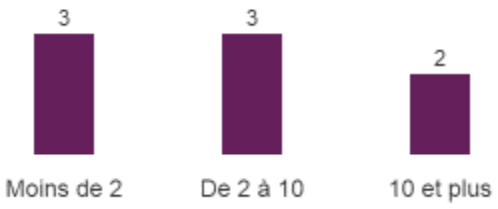
Position

Nombre de participations gérées

Le nombre de participations gérées varie de 2 à 450.

Nombre de MBI

Le nombre de MBI varie de 1 à 45.



2. Les repreneurs

Sexe

100 % des repreneurs interrogés sont des hommes.

Âge

Les repreneurs interrogés sont âgés **de 45 à 59 ans**, avec un **âge moyen de 51 ans**.

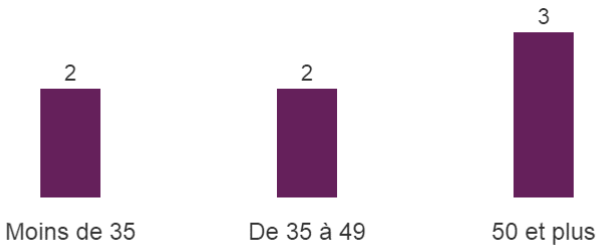
Formation

Chiffre d'affaires

Le CA de la société varie de 4,5 M€ à 32 M€.

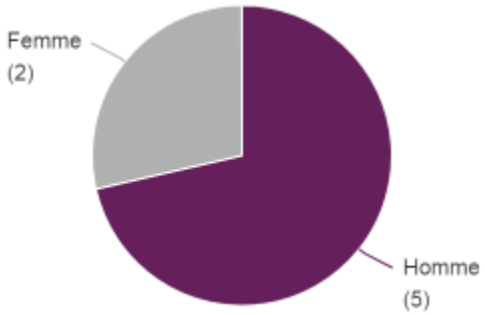
Effectif

L'effectif de la société varie de 17 à 150 salariés.

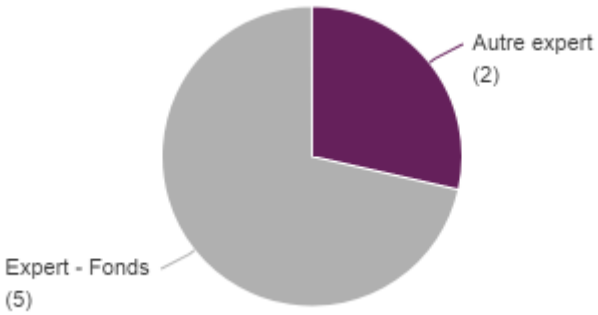


3. Les experts

Sexe



Types d'experts



Fonction des répondants

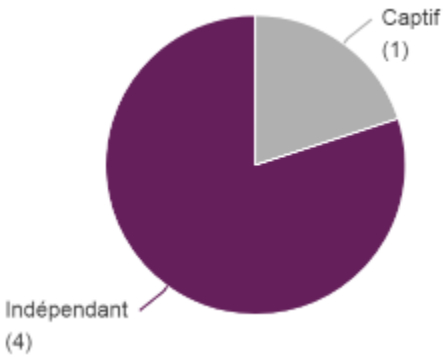
Les experts des fonds exercent des fonctions de direction. Les autres experts sont avocats et associés.

Localisation des fonds experts

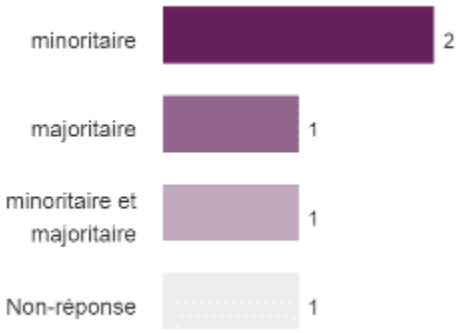
Les fonds experts rayonnent sur la France entière.

Secteur des fonds experts

Nature des fonds experts



Position des fonds experts

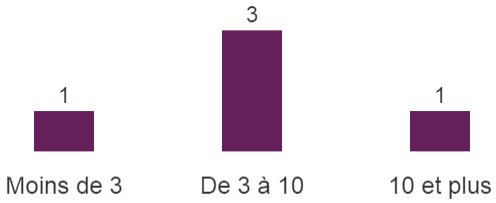


Nombre de participations gérées par les fonds experts

Le nombre de participations gérées varie de 8 à 150.

Nombre de MBI des fonds experts

Le nombre de MBI varie de 2 à 25.



III. ANALYSE LEXICALE EXPLORATOIRE

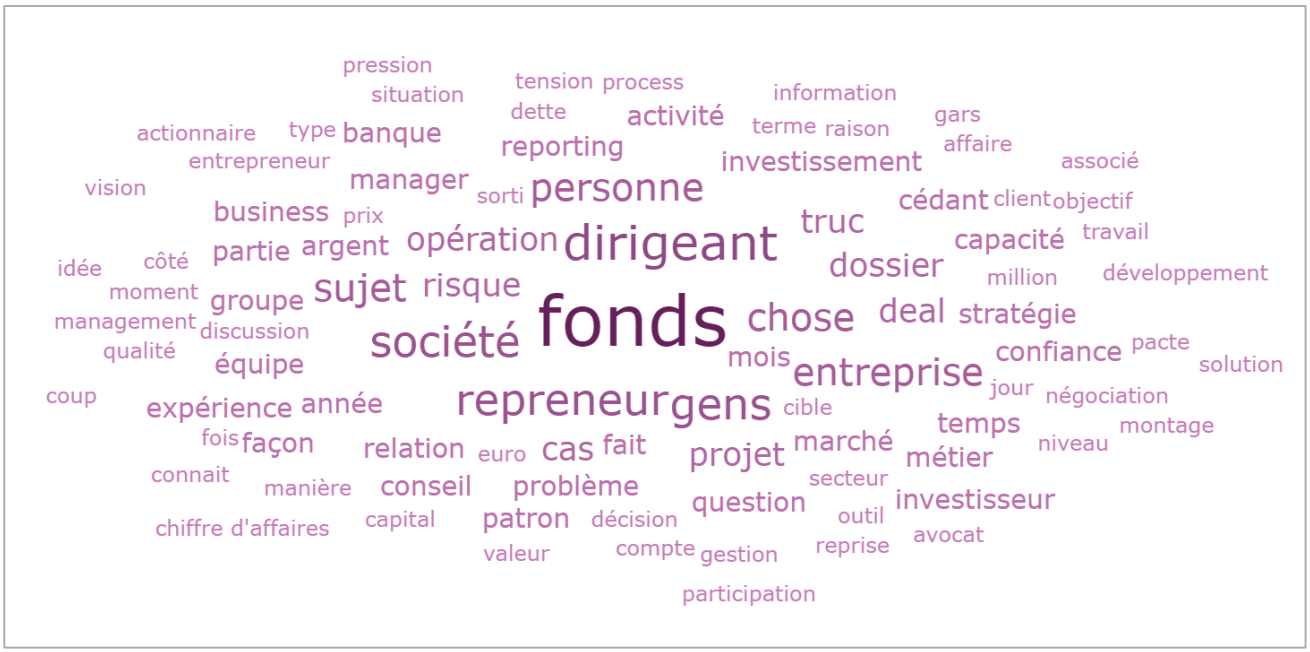
1. Aperçu lexical et sémantique

Objectif de l'analyse lexicale : analyser le contenu des entretiens réalisés avec les repreneurs, les fonds d'investissement et les experts, en partant des mots qu'ils ont cités pour en déduire le contenu sémantique de leur réponse.

a. Nuages de mots globaux

La synthèse globale des entretiens réalisés s'appuie sur une approche sémantique et statistique du corpus. Elle donne une vision générale du corpus analysé.

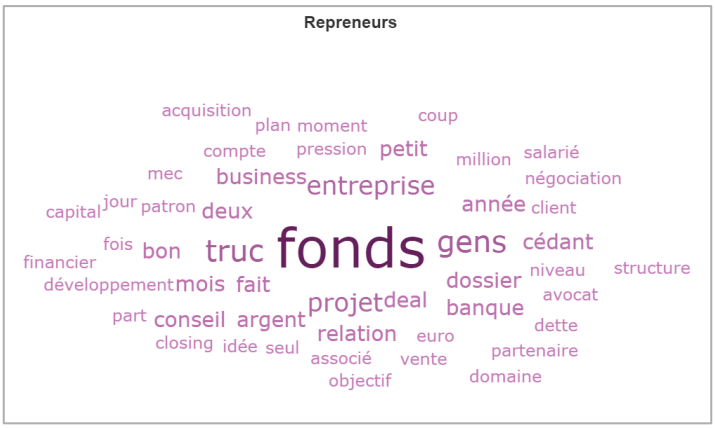
Objectif : le nuage de mots ci-dessous permet d'illustrer les idées générales abordées dans l'ensemble des entretiens.

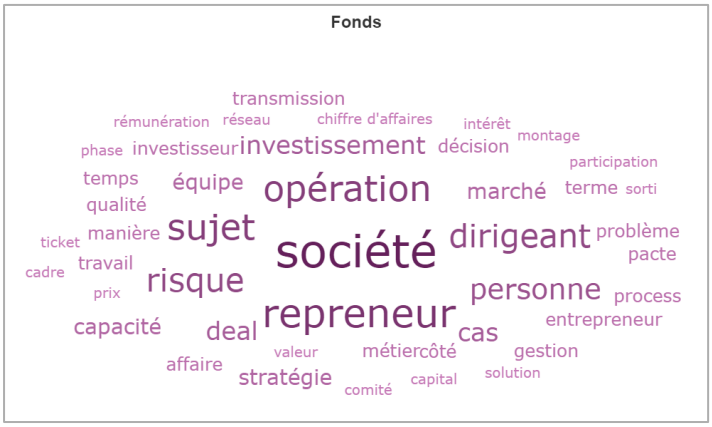


Lecture : le nuage regroupe les mots-clés les plus cités. La taille du mot indique la fréquence à laquelle celui-ci a été cité.

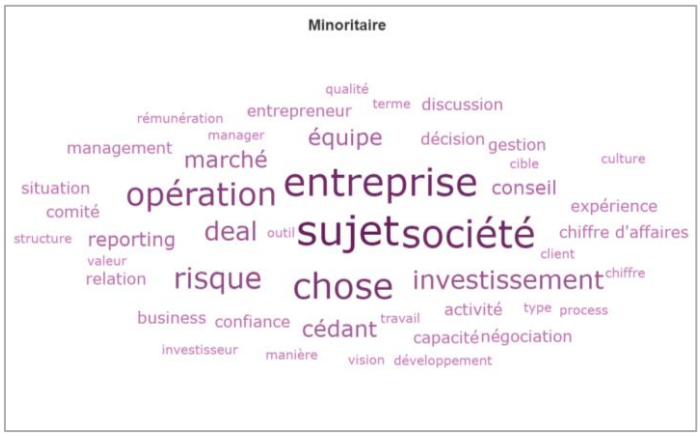
On constate que les principaux mots cités par les repreneurs, les fonds d'investissement et les experts sont : « fonds, dirigeant, société ». Les notions de « gens, repreneur, entreprise, personne, opération, risque » sont également abordées fréquemment au cours des entretiens. Ces mots-clés mettent en lumière le sujet et la problématique générale des entretiens.

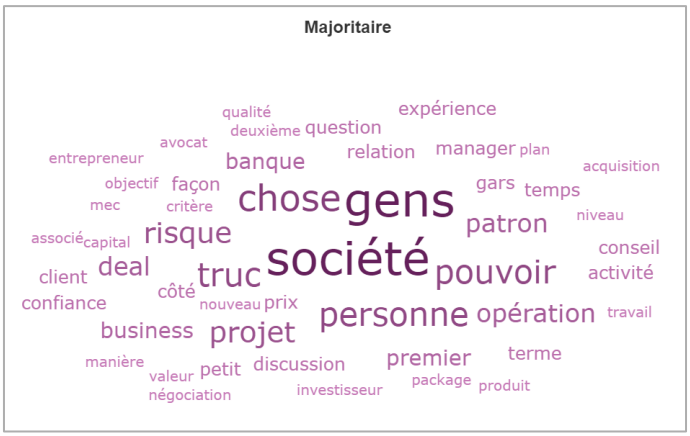
Les nuages de mots ci-dessous présentent les mots plus spécifiquement abordés par profil de répondant (repreneurs, fonds ou experts) :

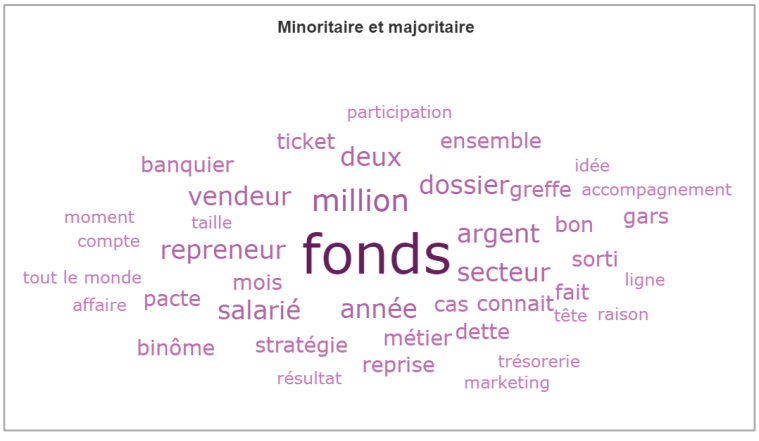




Ceux ci-dessous présentent les mots plus spécifiquement abordés selon la position dans le projet (majoritaire ou minoritaire) :







a. Verbatim spécifique à chaque partie

Partie	Extraits	Source
Le fonds ou l'expert	*« On ne veut pas que la filiale ait besoin de reconsolider ses comptes dans les comptes de la banque, même si c'est assez théorique, parce que même si on est majoritaire, la filiale ne sera pas consolidée dans les comptes de la banque. »*	*Dyade - Fonds 1*
	« Mon métier, c'est d'investir des montants de 500 000 euros jusqu'à 7 millions d'euros, à la fois sur des problématiques de développement mais également sur des problématiques de transmission. »	*Dyade - Fonds 3*
	« Ce qui ne nous empêche pas de faire des opérations majoritaires à plusieurs fonds, mais on reste minoritaire dans l'opération, on est avec un consortium de 3 fonds par exemple et le management est minoritaire. »	*Dyade - Fonds 3*
	« On a fait rentrer à notre capital le groupe D., qui détient aujourd'hui une participation minoritaire, mais significative, au capital de la société de gestion, et qui investit aussi dans le fonds. »	*Fonds seul 8*
	« Le marché que nous sommes à-même de viser, ce sont des petites PME, qui vont se valoriser entre 5 et 12 millions d'euros, lors d'opérations de transmissions pures et dures, où 100 % du capital est transmis. »	*Fonds seul 7*
Le repreneur	*« Pour des raisons financières, pour des raisons de stratégie, pour des raisons d'organisation, et pour des raisons de personne, d'analyse de personnalité. »*	*Dyade - Fonds 2*
	« Après 7 ans de marketing, j'ai basculé dans la vente où j'ai eu différentes fonctions, de comptes-clés, de directeur de développement des ventes, de directeur des ventes. »	*Dyade - Repreneur 6*
	« Pour Denis, son parcours professionnel avant, hors sa personnalité et son cadre familial, ne lui était d'aucun secours pour reprendre une affaire comme la société K. »	*Dyade - Fonds 2*
	« Dans le cas de la société T., Robert avait zéro expérience des produits, par contre il avait une grosse expérience des réseaux. »	*Fonds seul 7*
	« C'est de ressentir quelqu'un qui soit suffisamment armé pour être le nouveau numéro 1 d'une société, et qu'il y ait des adéquations fortes entre la cible et son propre profil. »	*Dyade - Fonds 6*
Le MBI ou le projet de reprise	*« Parce qu'on se rendait compte que dans cette activité, elle est assez flat, et avec un bon commercial, un bon animateur de réseau commercial, on peut avoir, même sur l'activité traditionnelle, une croissance. »*	*Dyade - Fonds 4*
	« On peut l'avoir fait en grand groupe, il y a des grands groupes qui sont structurés comme étant des empilements de PME, où on peut avoir une expérience PME en grands groupes. »	*Autre expert 1*
	« Il y a forcément une prise de risque quelque part, et pour nous l'enjeu était plutôt sur la capacité à créer de la valeur sur le robot, et donc on a plutôt accentué ces qualités-là, et des qualités commerciales aussi. »	*Dyade - Fonds 4*
	« Il avait eu un parcours marketing, commercial, produits, et la société en question était dans le domaine de l'alimentaire, avec une dimension commerciale, marketing, produits. »	*Dyade - Fonds 6*
	« Le deuxième, l'activité, le produit, les marchés, qui était un domaine de compétences que j'avais, un peu loin, mais quand même un domaine de compétence. »	*Dyade - Repreneur 1*

La représentation concernant le fonds	*« Lui, il a une bien meilleure connaissance sectorielle, moi je vais avoir une meilleure connaissance de l'entreprise et de ses difficultés. »*	*Dyade - Fonds 1*
	« Ne pas être dans l'hyper détail opérationnel, car ça c'est le rôle du dirigeant, et ne pas être non plus dans la vision stratosphérique, en dehors de toute réalité. »	*Dyade - Fonds 2*
	« C'était plutôt des gens qui étaient là pour m'encourager à développer mon projet, avec les difficultés qu'on connait, pour moi, c'était un investisseur, éventuellement un associé. »	*Dyade - Repreneur 1*
	« Dans une entreprise de distribution de produits bio, le dirigeant avait envie de se diversifier sur les épiceries fines. »	*Dyade - Fonds 5*
	« Je lui ai envoyé régulièrement des idées, ou des gens que je lui ai fait rencontrer, d'univers différents, en fonction de ce que je pressentais ou de ses questions. »	*Dyade - Fonds 2*
Le montage financier et la sélection du fonds	*« Il vaut mieux avoir une petite part d'un très gros gâteau, qu'une grosse part d'un petit gâteau. »*	*Dyade - Repreneur 5*
	« Le jeu un peu compliqué, c'est qu'il y avait une négociation sur le package avec le fonds. »	*Repreneur seul 7*
	« Il pensait au départ pouvoir le faire avec une seule dette. »	*Dyade - Fonds 1*
	« On a fait notre analyse de notre côté, et X, qui était le conseil de ce repreneur-là, a fait l'analyse aussi pour le compte du repreneur. »	*Dyade - Fonds 4*
	« Au risque de les décevoir, mais c'est la grosse différence entre être minoritaire et être majoritaire. »	*Dyade - Repreneur 1*
Tension 1 – le management package	*« Le management package et les conditions de liquidité de la sortie sont évidemment deux sujets majeurs. »*	*Expert - Fonds 3*
	« Ce ne sont pas les moments les plus faciles, à chaque fois qu'on arrive à la fin d'un deal, mais ce n'est pas propre à un MBI. »	*Dyade - Fonds 1*
	« Les gens, quelque soient leurs compétences, il faut qu'ils arrivent à accepter que ce qui était leur valeur de rémunération dans un univers groupe, ça n'a plus de raison d'être dans une problématique PME. »	*Dyade - Fonds 2*
	« Sur un premier deal, c'est plus difficile d'engager les gens sur " je mets ma chemise sur la table". »	*Dyade - Fonds 4*
	« On fait le closing, après, je suis rentré dans la phase de vie, de relation avec mon fonds. »	*Dyade - Repreneur 6*
Tension 2 – les modalités de sortie	*« On laisse le choix tant que le prix est un prix de marché, résultat d'un processus compétitif qui nous a permis d'obtenir ce prix de marché. »*	*Fonds seul 8*
	« C'est une clause du pacte, c'est la clause de rendez-vous et du coup la liquidité du fonds. »	*Dyade - Fonds 1*
	« S'il n'y pas de prix d'équilibre, ou s'il n'a pas de discussion loyale et de bonne foi et qu'on n'arrive pas à un prix d'équilibre, il y a un mandat qui est donné pour trouver une solution. »	*Dyade - Fonds 6*
	« Aujourd'hui, j'ai moins la pression du résultat, parce que la pression du résultat, je ne l'ai pas pour rembourser la dette senior. »	*Dyade - Repreneur 6*
	« Ça n'a aucun sens, c'est le meilleur moyen de se retrouver en litige, sauf des cas extrêmes, mais qui sont très atypiques. »	*Dyade - Fonds 2*
Tension 3 – la latitude managériale	*« Ça peut être l'embauche d'un cadre ayant une certaine rémunération, ça peut être une relation client trop importante, qui pourrait mettre en danger l'entreprise. »*	*Dyade - Repreneur 1*
	« Sur des sujets de prise de participations dans une autre entreprise, sur des dépenses de plus de 100 000 euros, recruter un cadre avec un salaire de plus de je ne sais pas combien, une augmentation de salaire de plus de 10 %. »	*Dyade - Repreneur 4*

	« Toutes les cessions de fonds de commerce, cessions d'actifs stratégiques ou acquisitions d'actifs stratégiques. » *« Tout le reste, on considère que ça fait partie de la vie normale de l'entreprise. »* *« A ce moment-là, oui, on essaie d'avoir un véto, ou en tout cas d'avoir notre mot à dire sur les investissements les plus importants. »*	*Dyade - Fonds 2* *Dyade - Fonds 2* *Dyade - Fonds 3*
Tension 4 – la stratégie de l'entreprise	*« Il y a un comité stratégique où sont aussi présents les anciens dirigeants, ce qui est assez utile. »* *« Ensuite, le dirigeant il a sa vision, c'est pour ça qu'on l'a fait venir sur le développement d'un produit comme le robot. »* *« Le seul truc, c'est que les cédants ont peut-être été un peu optimistes sur le business plan qu'ils nous ont vendu. »* *« On a demandé à cet ancien industriel d'aller travailler avec le dirigeant sur cette thématique-là de restructuration, de veille de marché. »* *« Il y a eu une petite mouvance du marché sur l'année 2019, qui a fait que l'année 2019 n'a pas été bonne. »*	*Dyade - Fonds 4* *Dyade - Fonds 4* *Dyade - Repreneur 4* *Expert - Fonds 4* *Dyade - Fonds 1*
Tension 5 – les performances de l'entreprise	*« La première année, on n'a pas perdu le client, c'est la deuxième année où on a perdu le client. »* *« Parce que dans le cadre du deal, si les performances ne sont pas là, vous avez une balance qui se créée, vous êtes majoritaire et puis à un moment donné dans le montage, vous devenez minoritaire. »* *« Les cycles d'acquisition des produits, le cycle d'acquisition de connaissance du marché sont longs, quel que soit ton câblage. »* *« Et puis, on a des cas plus rares, dans lesquels, tout se passe plutôt bien, il y a au contraire une confiance très aveugle du manager, c'est plutôt des cas minoritaires. »* *« Quand les chiffres ne sont plus au rendez-vous, fatalement, on se pose des questions sur le fait que ce soit l'homme de la situation. »*	*Dyade - Repreneur 2* *Dyade - Repreneur 1* *Dyade - Repreneur 2* *Autre expert 2* *Dyade - Fonds 6*
Tension 6 – la relation aux risques	*« Quelquefois, quand on peut avoir un dirigeant avec une personnalité différente, une culture différente, plutôt commerciale ou de gestionnaire, ça peut beaucoup apporter. »* *« Au-delà des risques techniques et sociaux, qui sont les deux principaux risques qu'on a sur ce groupe-là, il y a le risque lié au développement. »* *« On a des sociétés qui peuvent être très dépendantes du fondateur, que ce soit dans le contact avec les clients, dans le savoir-faire opérationnel, dans l'attachement des salariés à cette personne. »* *« Il avait une culture très technique et finalement le dirigeant repreneur n'avait aucune culture technique, mais il s'est appuyé sur les techniciens qu'il y avait dans la société. »* *« C'est s'assurer que la greffe peut prendre au niveau de la personnalité, de la culture du repreneur, par rapport à l'entreprise. »*	*Expert - Fonds 4* *Dyade - Fonds 3* *Fonds seul 8* *Expert - Fonds 4* *Expert - Fonds 4*
Tension 7 – le contrôle/le reporting	*« Il avait fait une formation financière de repreneur, mais entre cette formation théorique et la réalité des choses, il y a une différence. »* *« Ce que j'aime bien dans nos comités, c'est avoir une présentation des points-clés de l'activité depuis la dernière revue, depuis le dernier comité. »* *« Quand on fait des réunions avec la finance, c'est des demandes d'informations ou c'est des choses où ils sont présents en même temps que le patron. »*	*Dyade - Fonds 4* *Dyade - Fonds 3* *Fonds seul 8*

	« Mois le mois, année par année. » *« On l'a défini au départ " tous les mois, tu nous envoies ton chiffre d'affaires, et puis on fait un point comptable tous les 3 mois". »*	*Dyade - Fonds 1* *Dyade - Fonds 6*
Tension 8 – la confiance	*« La transparence est importante, tout en jugeant le niveau d'information et le niveau de transparence sur lequel on veut aller. »* *« On a une relation de confiance, plus par notre apport technique, notre apport intellectuel, que par notre relation humaine. »* *« C'est peut-être naïf de ma part, je fais assez facilement confiance, mais je pense qu'on a un très bon niveau de relation. »* *« C'est hyper important pour un dirigeant d'avoir des conseils qui sont de bon niveau et qui sont eux-mêmes fiables. »* *« Je n'ai pas cette relation, je ne ressens pas cette relation de vrai partenaire dans le sens développement stratégique. »*	*Fonds seul 8* *Dyade - Fonds 1* *Dyade - Repreneur 4* *Dyade - Fonds 5* *Dyade - Repreneur 1*
Autres tensions	*« Mais les valorisations, c'est des sujets qui peuvent être des éléments de tensions sur certains deals bien sûr, car on souhaite acheter le moins cher possible. »* *« On voit beaucoup de repreneurs dont la motivation, au-delà de leurs qualités propres, au-delà de leurs compétences et de leur caractère entrepreneurial, est d'être son propre patron. »* *« Mais on est plus aligné dans un MBI que dans une opération de cap dev, parce que quand on rentre dans une opération de cap dev, on se prend un peu la tête sur des problèmes de valorisation. »* *« Le problème de la relation avec un fonds, c'est que quand vous êtes, comme moi, un individu, vous faites totalement confiance à votre avocat et vous avez des gens en face de vous qui sont dans une mécanique qu'ils connaissent par cœur. »* *« On avait en face une banque conseil qui était une espèce de pitbull, qui était complètement sur la défense d'intérêt de ses clients, qui n'a pas compris que ses clients devaient vivre avec nous pendant 5 ans. »*	*Dyade - Fonds 3* *Dyade - Fonds 2* *« Dyade - Fonds 3 »* *Dyade - Repreneur 6* *Fonds seul 7*
Autres sujets	*« Dans ce type d'opération où il n'y a pas un vrai fonds majoritaire, il n'y a pas une vraie culture du deal majoritaire, c'est compliqué. »* *« C'est des opérations qui demandent plus de temps, plus d'énergie et qui sont un peu plus risquées que les opérations très classiques de LBO. »* *« Ce n'est pas qu'une opération financière, c'est une opération humaine, de travail en commun. »* *« On n'est pas obligé d'appliquer les multiples de marché, et donc faire une bonne opération à l'entrée, ça c'est possible. »* *« En termes de la qualité de la relation, la qualité humaine, la transparence, on est content. »*	*Dyade - Fonds 3* *Fonds seul 8* *Dyade - Fonds 1* *Dyade - Fonds 1* *Dyade - Fonds 4*
Opérations contre-productives / échecs	*« Le dirigeant avait à la fois une connaissance du secteur et des métiers du chantier, puisque ce sont des métiers de chantier, mais pas suffisamment opérationnelle. »* *« On finit par trouver un dirigeant qui n'est pas du secteur d'activité de la chaudronnerie, mais qui est un ingénieur qui a travaillé dans la métallurgie, au sens général, et plutôt un parcours grands comptes. »* *« Le nouveau dirigeant fait prendre des photos, comme dans les grands groupes, et puis nous écrit en nous disant " j'ai des témoignages, ça peut plus durer". »*	*Expert - Fonds 4* *Expert - Fonds 1* *Expert - Fonds 1*

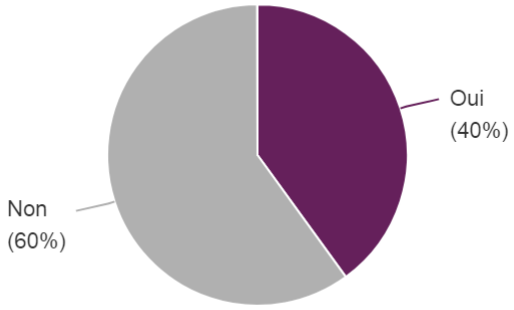
	« Non seulement il ne permet pas au nouveau dirigeant d'installer son organisation, et c'est une organisation qui est légitime et normale, et en même temps il y a des actes de violence. »	*Expert - Fonds 1*
	« 6 mois après, dérapage total de trésorerie et 6 mois après on s'est séparé du nouveau dirigeant. »	*Expert - Fonds 1*

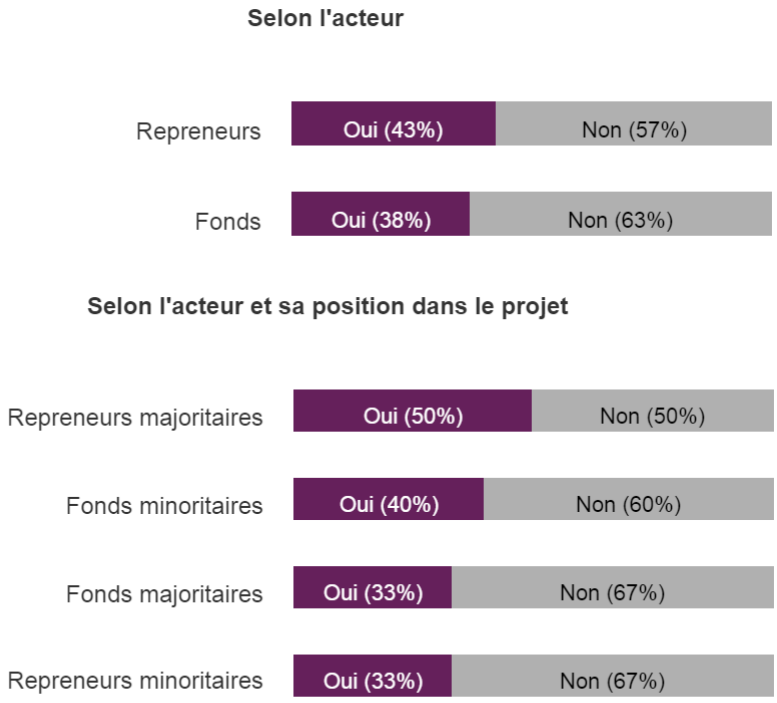
IV. ANALYSE DE CONTENU MANUELLE

Objectif de l'analyse de contenu : qualifier le corpus en fonction d'une grille de codification établie au préalable ou constituée au fur et à mesure de la consultation des données, dans le but de mettre en évidence plus finement les thèmes mentionnés par les répondants.

1. Thème 1 : Le repreneur

Expérience de la PME





Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Oui, c'est important. Quant au deuxième, c'est un repreneur multirécidiviste. Il en était à sa troisième reprise. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« C'était un plus. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« C'était une boite qui faisait 18 millions de CA. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Patron de PME. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Réponses	**Extraits**	**Acteurs/Positions**	**Source**
Non	*« Le deuxième point, c'est quelqu'un qui a une expérience de la PME. Quand on reprend une société de 6 millions d'euros de chiffre d'affaires, ou de 10 ou de 20, et qu'on a un profil grande entreprise, ça peut ne pas le faire du tout. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

	« Notre repreneur n'avait pas d'expérience, à proprement parlé de la PME. Il avait travaillé plutôt dans des grands groupes, mais à des niveaux de business unit. C'est un vrai plus pour nous, l'expérience de la PME. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« C'était une préoccupation, forcément. Ce repreneur en MBI, il venait d'un grand groupe. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« J'étais mon propre patron au sein d'une grosse structure. Donc, c'est de l'entrepreneuriat. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« Zéro expérience de la PME.»	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« Non. Pas du tout. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

Points de vue concernant l'expérience de la PME du repreneur

Verbatim :

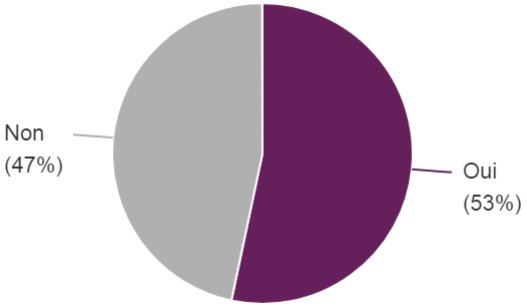
Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Mais c'est quand même un gros plus que d'avoir l'expérience de la PME, sur les notions de prise de décisions, de travail en équipe, de besoin de support, de capacité à faire, tout simplement, parce qu'en grand groupe, on peut assez vite être dans des fonctions où on ne produit plus rien. Donc on fait faire. Or, en PME c'est rare de se limiter simplement au faire faire. Et puis, savoir réfléchir en environnement contraint par les ressources. L'emphase mise sur le cash, dans le monde de la PME, à fortiori quand il y a un fonds, c'est le sujet numéro un. »	*Experts*	*Autre expert 1*
« L'expérience de la PME est-elle importante ? Pas toujours. »	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*

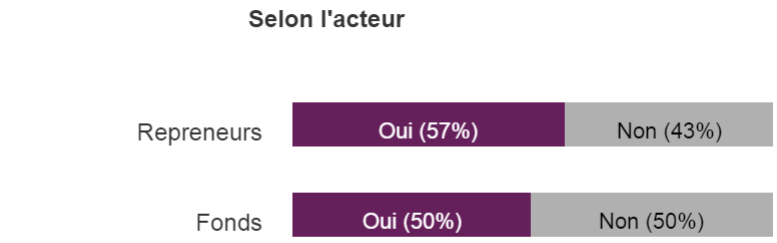
Point de vue relatif au pilotage d'une PME

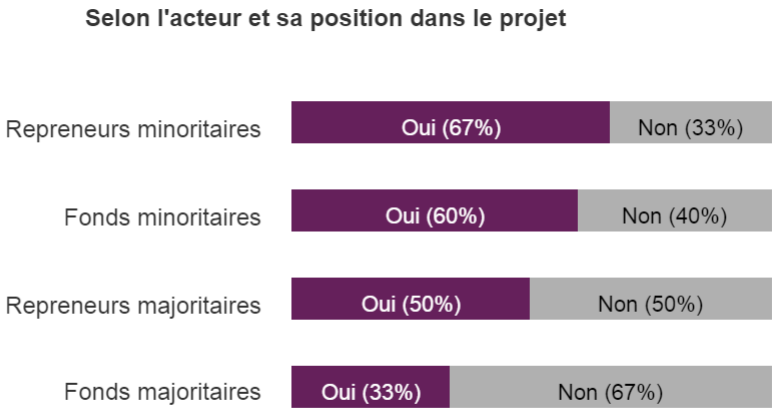
Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Sauf qu'il était dans un grand groupe. Là, on parle d'une PME, qui va représenter un centième de la taille du grand groupe dans lequel il était. C'était hyper processé, là, il va être dans un truc qui est complètement dans l'agilité. Il faisait faire, là il va devoir remonter les manches et faire lui-même. Avoir pratiqué la PME c'est quand même un gros plus quand on va dans ce genre d'environnement. On peut l'avoir fait en grand groupe, il y a des grands groupes qui sont structurés comme étant des empilements de PME, ou on peut avoir une expérience PME en grands groupes. On a tendance dans des groupes à avoir pas mal d'horizon long terme, sur pas mal de choses. Là, on est très souvent sur des horizons beaucoup plus court terme. Il faut un vrai niveau d'engagement, pour l'exemplarité, pour ce que ça demande en termes d'efforts, surtout en environnement PME. Il faut avoir conscience de cette pression, que c'est une réalité, c'est une donnée. Il faut l'intégrer comme une donnée. »	*Experts*	*Autre expert 1*
« Le deuxième, je l'ai senti très fébrile, donc je me suis dit, la boite, elle a besoin de quelqu'un de solide. »	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*
« Le repreneur doit vraiment être quelqu'un à la fois capable de prendre de la hauteur et de mettre les mains dans le cambouis. S'il veut acquérir une légitimité forte tout de suite, il faut qu'il soit sur le terrain. S'il n'y a pas cette greffe-là, c'est très très compliqué, sauf si on est sur une société d'une certaine taille, avec du middle management. Il faut s'assurer de ça très très vite, et que le dirigeant puisse faire au moins aussi bien que le cédant, dans les 6-12 mois post-reprise. Il y a vraiment le plan des 100 jours, c'est un peu caricatural, mais s'il n'arrive pas à honorer ça, on sait que ça ne le fera pas. Ce qui est un prérequis, c'est d'être à l'aise avec la matière PME. On challenge très fort là-dessus. Dans les diligences qu'on peut faire, indépendamment de l'assessment par le cabinet externe, on va chercher à l'apprécier, au travers des travaux qu'on va faire avec lui, au travers de son parcours antérieur. Ça peut être un dirigeant qui a été dans un grand groupe, mais en position de gérer des filiales avec des tailles comparables avec la cible qu'il envisage de reprendre. Et puis, quelqu'un qui est costaud. Costaud mentalement, capable d'avoir à gérer des aléas très forts et des impondérables très forts en PME. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*
« Un psy qui fait des recrutements internes qui est là, qui le juge, le jauge, qui se fait une opinion. Il faut avoir une idée de ce que va devenir le chef d'entreprise face au stress. Parce que ce n'est pas un long fleuve tranquille. Sur les 7 ans, il y a toujours une année ou deux années de mauvaises, soit conjoncturelles, soit pour toutes sortes de raisons, soit parce qu'il y a un client qui est parti ou un homme-clé qui est parti. Donc, il faut avoir une idée de sa résistance au stress. »	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*

Expérience sectorielle du repreneur







Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Il avait été dans l'industrie. il comprenait le monde de l'entreprise, il avait déjà managé une entreprise, et en même temps, il était familier de notre métier. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
	« Une expérience de l'industrie en général. Je pensais que ça n'aurait pas trop d'importance dans ce projet et puis au bout de deux mois, je me rends compte que ça en a pas mal. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*

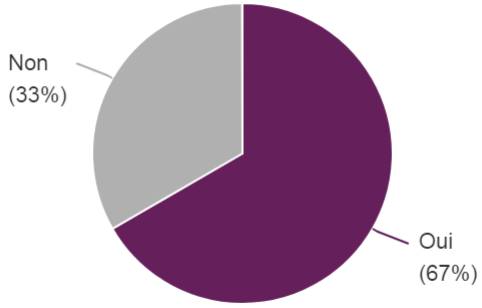
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Non	*« Est-ce qu'il connait bien le marché ? C'est extrêmement important, bien sûr. En l'occurrence, je ne suis pas certain qu'Éric connaissait très bien le marché des centres d'appels. La plupart du temps, on cherche quand même à avoir quelqu'un qui connait très bien le marché. C'est fondamental. »* *« Ça n'a aucune importance. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3* *Dyade – Fonds 2*
	« Il y a des secteurs qui sont pointus. Dans ce cas, il vaut mieux être passé par là, ou quelque chose d'assez proche. Dans le cas de la société T., Robert avait zéro expérience des produits, par contre il avait une grosse expérience des réseaux. C'est ça qu'on est allé chercher. C'est un garçon qui sait développer du réseau, qui sait faire du marketing, qui sait animer un réseau. La compétence première que l'on recherchait, ce n'était pas de connaître les produits, ça viendrait après sur le tas. » *« Il n'avait pas d'expérience du secteur, et ce n'est pas important pour nous. Il ne faut pas forcément un spécialiste de la boulonnerie, pour reprendre une société de boulonnerie. C'est pour ça aussi qu'on s'intéresse à des sociétés d'une certaine taille, avec une certaine forme de structure. Ce qu'on cherche, c'est des gens qui ont une capacité à intégrer rapidement le métier, par leur force de travail et leurs compétences. Le patron nous disait " non mais moi, des gens qui savent faire pousser des plantes, j'en ai plein. Ce n'est pas ça qui manque. Ce qui me manque, c'est des gens qui savent diriger une PME de 150 personnes, qui savent la développer et lui redonner une ambition. Et ça, j'en n'ai pas ". »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7* *Fonds seul 8*

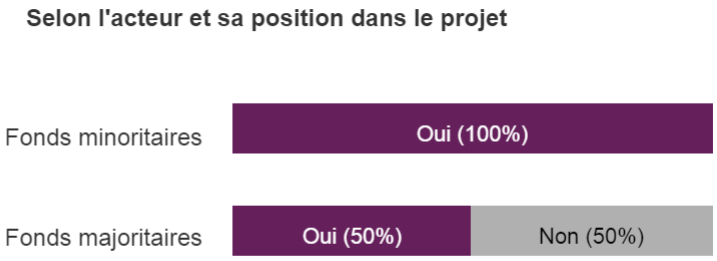
Points de vue sur l'expérience sectorielle du repreneur

Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« En MBI, il peut aussi y avoir des repreneurs qui sont extérieurs au domaine d'activité de la société reprise. Là, ça créé une spécificité et un aléa encore plus grand, évidemment. On sait que c'est moins apprécié des fonds, et moins apprécié des banques. »	*Experts*	*Autre expert 2*
« Je veux bien en faire, volontiers, quand les gens sont du secteur, et surtout, pouvoir analyser et mesurer ce qu'ils peuvent réellement apporter, au-delà de l'argent qu'ils mettent sur la table. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 3*
« Ce n'est pas un prérequis. Qu'on ait à la fois quelqu'un qui ait une culture de développeur et de gestionnaire. S'il n'y pas les deux, ça ne le fait pas. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*
« Un MBI, c'est un secteur qui est en progression et une personne qui connait bien le secteur. C'est un critère de choix. Vous avez deux types de MBI, celui qui connait le secteur et celui qui ne le connait pas. Ne pas être issu du secteur, ce n'est pas rédhibitoire ? Non, mais enfin, c'est exceptionnel. »	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*
« Ils sont très, très sensibles et raisonnent très souvent en termes d'expérience sectorielle. C'est même là un des grands pièges. C'est, "ah ben lui, il va super bien marcher, il connait très bien le secteur du meuble". On pense qu'il y a presque trop d'importance sectorielle. D'une manière générale, c'est la chose la plus valorisée par les fonds. Ils ont tendance à valoriser ça de manière exagérée. Lorsque le fonds est minoritaire, effectivement il y a une tendance à se rassurer par l'expérience sectorielle. Ça c'est ce qu'on voit tout le temps, de manière déraisonnable, c'est-à-dire que dans pas mal de secteurs, ça ouvre un peu, histoire de connaître un peu le secteur, mais ce n'est pas suffisant, et c'est même pas forcément nécessaire. Il y a beaucoup d'échecs de gens qui connaissent parfaitement le secteur et se sont parfaitement plantés pour plein d'autres raisons, alors qu'ils connaissent parfaitement le secteur. Ce n'est pas du tout suffisant. »	*Experts*	*Autre expert 1*
Il y a quand même une grammaire et un vocabulaire qui sont propres au secteur. La vitesse de pénétration dans l'univers en question, ça aide quand on connait. Pour nous aussi, quelque part, ça facilite les choses quand il y a quelqu'un du secteur, il a une légitimité plus forte pour nous vendre un dossier. Si je prends une caricature, quelqu'un qui a travaillé dans une SS2I et qui en a ras le bol de la SS2I et décide de racheter une boite qui fabrique des yaourts, il sera peut-être un excellent dirigeant, peut-être que la boite de yaourts est excellente, mais il va avoir une légitimité plus difficile. Il va être tenté de nous vendre l'entreprise de yaourts, mais sans avoir de légitimité sectorielle pour nous la vendre. Ça va être plus dur. Quelque part, on a besoin que le dirigeant soit plus convaincu que nous. Il y a aussi la connaissance du secteur.»	*Experts*	*Expert - Fonds 2*

Famille d'entrepreneurs

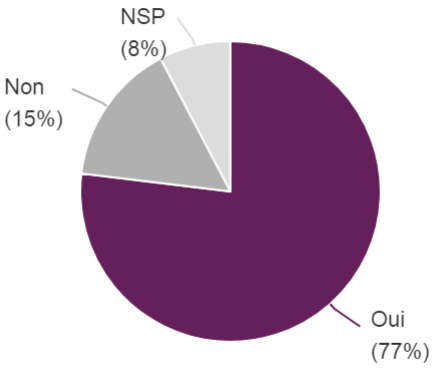


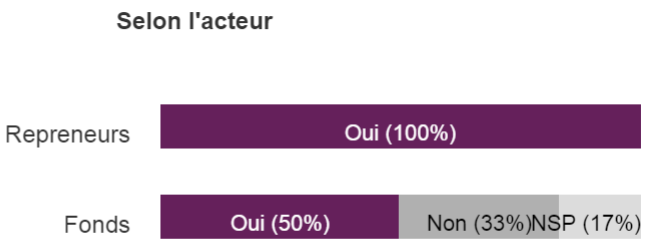


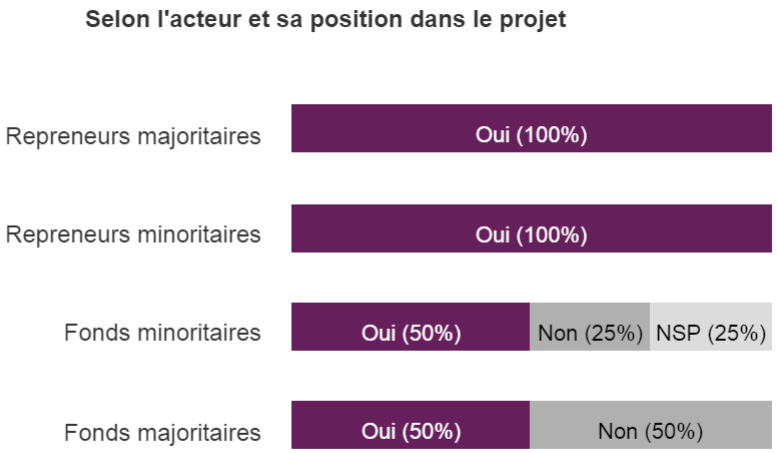
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Oui, c'était important. Il avait le côté univers d'entrepreneurs, une approche assez pragmatique. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
	« Ce n'est pas clé. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Sans réponse	*« Non. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« Je n'ai jamais eu cette réflexion dans mes analyses. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
	« Oui, père et grand-père. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« Non, pas du tout. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*

Expérience de direction générale



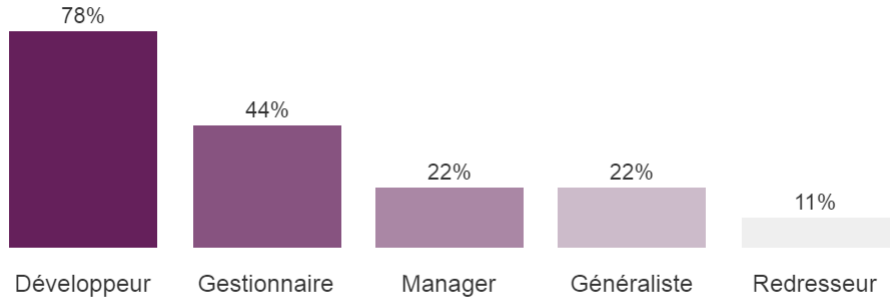




Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Une expérience de direction générale, en plus à succès, c'est forcément un plus. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« Il avait été responsable de division chez L, qui est le numéro 1 en distribution de matériel médical. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
Non	*« Une capacité à avoir géré déjà un P&L. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*

Profil de manager du repreneur



Selon l'acteur

	PROFIL DE MANAGER				
TYPE D'ENTRETIEN	DÉVELOPPEUR	GESTIONNAIRE	MANAGER	GÉNÉRALISTE	REDRESSEUR
Fonds	80%	40%	40%	20%	0%
Repreneurs	75%	50%	0%	25%	25%

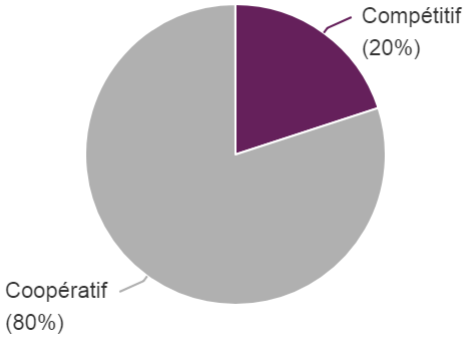
Selon l'acteur et sa position dans le projet

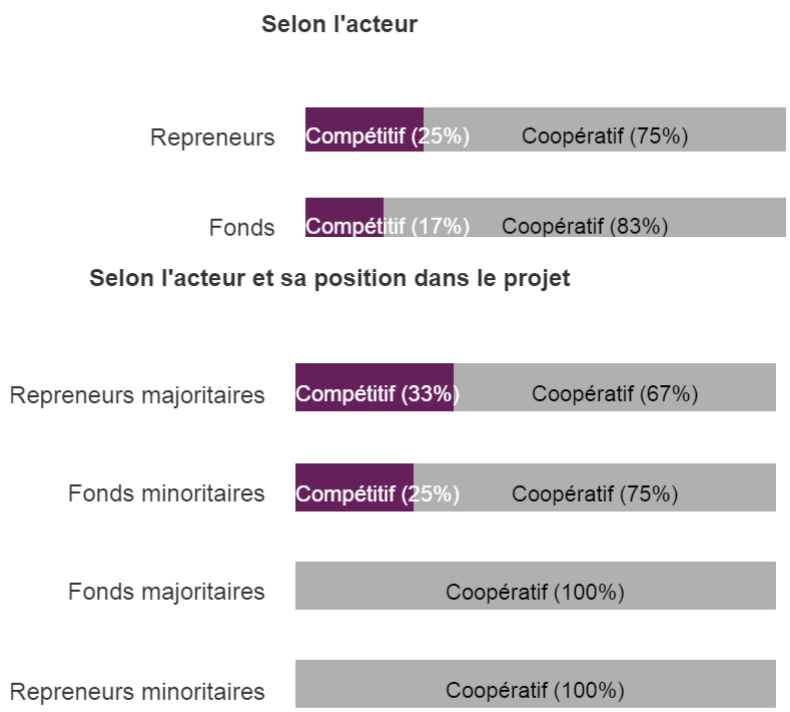
	PROFIL DE MANAGER				
ACTEUR/POSITION	DÉVELOPPEUR	GESTIONNAIRE	MANAGER	GÉNÉRALISTE	REDRESSEUR
Repreneurs minoritaires	100%	100%	0%	0%	0%
Fonds majoritaires	100%	0%	50%	0%	0%
Fonds minoritaires	67%	67%	33%	33%	0%
Repreneurs majoritaires	67%	33%	0%	33%	33%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Développeur, gestionnaire	*« Je dirais surtout gestionnaire et développeur. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« C'est quelqu'un de gestionnaire. C'est un excellent développeur aussi. Il a ces deux qualités là, gestionnaire et développeur. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
Développeur, manager	*« Des capacités de développement et dans une certaine mesure de management. On cherche des managers de manières générales, mais c'est souvent des développeurs, le patron d'une PME étant le premier développeur de sa société. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Développeur	*« C'est plus un développeur. A mon goût, il n'est pas assez gestionnaire. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Développeur, mais très rigoureux aussi dans le reste. Beaucoup de process, beaucoup de rigueur administrative, mais un tempérament de développeur. Ça en fait un gars assez incroyable. Un défaut, il ne délègue pas trop. Beaucoup de choses reposent sur lui. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
	« Je suis vraiment dans la perspective de développement. Tout le temps. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
Gestionnaire, manager, généraliste	*« Il n'est pas dans le développement commercial à proprement parlé. Mais il a tout le reste. Il a amené des process, des outils, pour voir où est-ce qu'on va avec cette boite, lui donner de la méthode, lui donner des outils de reporting, des outils. Il a amené de la méthode, de la communication, de la transparence, du management et de la stratégie, plus que du commercial. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Généraliste	*« Pour être entrepreneur dans une PME, il faut savoir tout faire. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*

Profil de négociateur

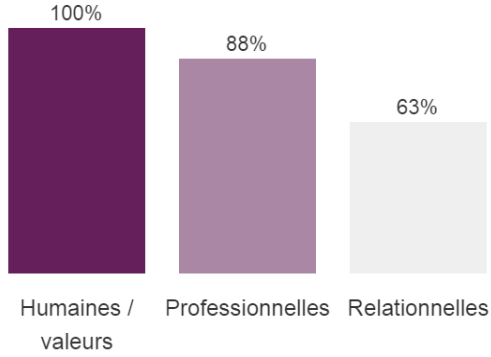




Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Compétitif	*« Je dirais les deux avec une dominance sur les performances. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« Il est très compétitif. Il est très fair play, mais très, très compétitif. Des fois, notamment dans sa relation avec nous, c'est extrêmement compétitif. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
Coopératif	*« Je suis plutôt disponible, technique et facilitateur, trouveur de solutions. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« Collaboration orienté performances. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« Il est très transparent avec nous. Vraiment très, très transparent. Ce qui n'est pas le cas évidemment sur plein de dossiers. Par rapport à vous ? Il est parfaitement coopératif. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
	« Il est dans le dialogue, mais il sait ce qu'il veut, il sait où est-ce qu'il veut aller dans sa négociation. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« D'une position très assertive, il est passé à très coopératif. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
	« On n'a jamais eu de négo très tendue. On déteste travailler avec des pinailleurs. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« Avec mon évolution professionnelle, plutôt vers le deuxième (coopératif). »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Sans réponse	*« Les deux. C'est un commercial, donc il va aller chercher du chiffre et du développement. Et en même temps, par rapport à ses équipes, je trouve qu'il est équilibré. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*

Qualités du repreneur



Selon l'acteur et sa position dans le projet

	QUALITÉS DU REPRENEUR :		
ACTEUR/POSITION	HUMAINES / VALEURS	PROFESSIONNELLES	RELATIONNELLES
Fonds majoritaires	100%	100%	67%
Fonds minoritaires	100%	80%	60%

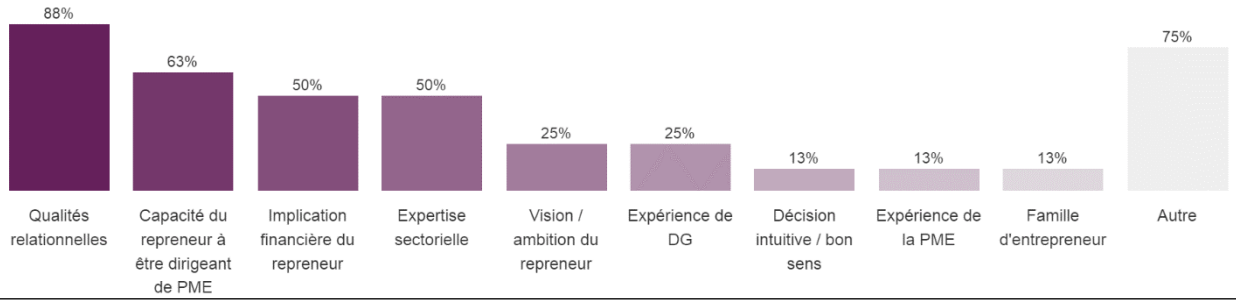
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Humaines / valeurs, professionnelles	*« Qualités commerciales, l'énergie, la volonté, l'enthousiasme et l'écoute. Donc quelque part, il a envie de gagner de l'argent, et en même temps, il a envie de faire des choses qui ont des valeurs et qui apportent quelque chose à la société et aux hommes, au bien-être des hommes. C'est un peu la conjonction des deux. Des qualités humaines. Je savais qu'il n'allait pas rentrer et tout casser. C'est dangereux dans une boite si vous avez un chien fou qui arrive et qui dit "je vais tout changer, je suis le meilleur ", et qui casse tout. Je sentais qu'il y avait une capacité d'écoute. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Il a beaucoup de qualités. Il est pragmatique, il est très méthodique. Il a en plus apporté beaucoup de communication dans l'entreprise. Il est très transparent sur ce qu'il fait, il est bon en communication avec ses équipes. Il a apporté beaucoup de nouveautés dans le style de management. Il est très moderne. C'est quelqu'un de très moderne dans son approche du management et du business. Il est juste dans son approche des hommes et dans son approche du management. Il est humain. Il est transparent. Ce n'est pas sa qualité première (qualité relationnelle). Ce n'est pas quelqu'un avec qui je m'entends plus que ça. Je n'ai pas une excellente relation avec Quentin, mais je lui reconnais plein de qualités. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Humaines / valeurs, professionnelles, relationnelles	*« C'est un gars enthousiaste et curieux. C'est une grande qualité, parce que, de toute façon, ça ne se passera pas comme prévu. A plus forte raison dans les situations de MBI, où l'entreprise et le dirigeant ne se connaissent pas, ils se découvrent. Comme il n'avait pas les codes et ne venait pas du secteur, l'apprentissage était compliqué à certains égards, mais à l'inverse, il a fait des choses qui étaient atypiques et qui aujourd'hui ont permis de rentrer dans une phase de croissance, avec un effet retard. Ce côté enthousiaste. C'est un gars positif, il a une ambition positive. Il a envie de faire des choses et de réaliser des choses. Très moteur en fait. Très engagé positivement. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
	« C'est la fidélité, l'honnêteté, le travail, l'implication. Il faut qu'il y ait de la transparence, il faut qu'il y ait de la fidélité. C'est quelqu'un qui crée du lien assez rapidement. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« On est très attaché à la droiture. Par exemple, on est toujours très attaché à ce qu'il y ait des plans de participation, d'intéressement, qui soient mis en place. On est très attaché à ce que tout soit fait dans les règles de l'art. On apprécie que les gens partagent ces valeurs de droiture, de transparence, d'honnêteté. Les qualités relationnelles font partie de la compétence du manager. Etre un meneur d'hommes, ça fait partie du relationnel. Même quelqu'un qui n'est pas un grand commercial, un grand marketeur comme Hervé, c'est un vrai meneur d'hommes. Il sait écouter les gens, il sait analyser avec eux, et puis il sait trancher, il sait tenir un cap. Ce sont des dirigeants qui vont serrer la main de leurs équipes, tous les jours. Donc gestionnaire, oui. Il y a une certaine empathie quand on est un meneur d'hommes dans une PME. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Humaines / valeurs, professionnelles, relationnelles	*C'est quelqu'un de charismatique, d'humain, de courageux, qui prend les sujets les uns après les autres. C'est quelqu'un qui avait de grosses expériences avec un gros carnet d'adresses, je pensais qu'il allait effectivement développer. Sa principale qualité, c'est qu'il n'a jamais laissé tomber, il y avait vraiment beaucoup de problèmes, beaucoup de choses qui se sont manifestées. Il n'a jamais baissé les bras, il a toujours su rebondir. Très positif. Il est extrêmement positif. Son côté un petit peu négatif, c'est qu'il veut toujours trop bien faire. Il est un peu stressé. C'est quelqu'un de courageux, qui prend les sujets les uns après les autres, qui fait avancer sa boite, qui sait résoudre les problèmes. Le côté social est hyper important dans sa boite, il sait aussi gérer ça. C'est quelqu'un de très humain. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
	« Il a une grande rigueur dans ce qu'il fait. Il se met à la place de tout le monde. Il n'est pas dans une bulle avec ses coéquipiers. C'est le premier à être dans l'entreprise. Il n'est pas dans une tour d'ivoire, comme on pourrait le supposer, alors qu'il avait des postes à très fortes responsabilités chez E., avec un très bon salaire. Il faut avoir de l'humilité. C'est se mettre à la place de l'autre. Il a une aisance relationnelle avec ses équipes, quelle que soit la hiérarchie, dans la société. Et puis un tempérament commercial. Quand vous reprenez une boite, il y aura toujours une dimension commerciale importante. Il est très attaché à bien se comporter avec son associé, son actionnaire. C'est la principale valeur. C'est d'être un peu comme un couple. C'est la fidélité, c'est l'engagement, c'est ça les valeurs de Gérard. Il a un degré d'exigence qui est très fort et une culture du résultat qui est très forte aussi. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
Humaines / valeurs	*« C'est quelqu'un qui a plutôt une approche ouverte. Il a un côté assez convivial, un relationnel plutôt sympathique. C'est aussi quelqu'un qui a une vraie détermination dans ses projets. On sent qu'il analyse beaucoup les choses. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*

Critères de validation du repreneur



Selon l'acteur et sa position dans le projet

	CRITÈRES DE VALIDATION DU REPRENEUR :									
ACTEUR/POSITION	QUALITÉS RELATIONNELLES	CAPACITÉ DU REPRENEUR À ÊTRE DIRIGEANT DE PME	IMPLICATION FINANCIÈRE DU REPRENEUR	EXPERTISE SECTORIELLE	VISION / AMBITION DU REPRENEUR	EXPÉRIENCE DE DG	DÉCISION INTUITIVE / BON SENS	EXPÉRIENCE DE LA PME	FAMILLE D'ENTREPRENEUR	AUTRE
Fonds minoritaires	100%	60%	40%	60%	20%	20%	20%	20%	20%	80%
Fonds majoritaires	67%	67%	67%	33%	33%	33%	0%	0%	0%	67%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Qualités relationnelles. Capacité du repreneur à être dirigeant de PME. Famille d'entrepreneur. Autre	*« C'est la capacité d'entrepreneuriat...la capacité à l'assumer et à le vivre. On est très attentif au goût qu'ont les gens pour être opérationnel, pour faire les choses. Dans la PME, ça compte plus que tout. Des gens qui ont le goût de l'opérationnel et qui savent mettre les mains dans le cambouis, être dedans, là oui. La décision concernant le repreneur est finalement intuitive. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
Qualités relationnelles. Implication financière du repreneur. Vision / ambition du repreneur. Expérience de DG. Autre	*« Des critères objectifs : son historique, son track record, une capacité à avoir géré déjà un P&L, une capacité à avoir fait du commercial, une capacité à avoir géré des équipes assez larges. Des éléments plus subjectifs, qui sont les capacités à convaincre un dirigeant, à créer du lien, et à convaincre un dirigeant de vous céder votre boite, une capacité à entrainer une équipe dans une nouvelle aventure après une cession. C'est sa capacité à dire : « je peux amener la boite à l'étape d'après. J'ai les compétences, j'ai l'énergie, j'ai la vision pour le faire. C'est quelqu'un qui a investi beaucoup d'argent. C'est important d'arriver à créer du lien avec les salariés, avec les clients de la société, avec le cédant. C'est quelqu'un qui inspire confiance rapidement et qui sait créer du lien rapidement avec les personnes qu'il rencontre. « Est-ce qu'il est capable de convaincre un dirigeant ? ». C'est lui qui a fait le travail de conviction auprès du dirigeant. Les deux opérations qu'on a faites, on ne les aurait pas*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*

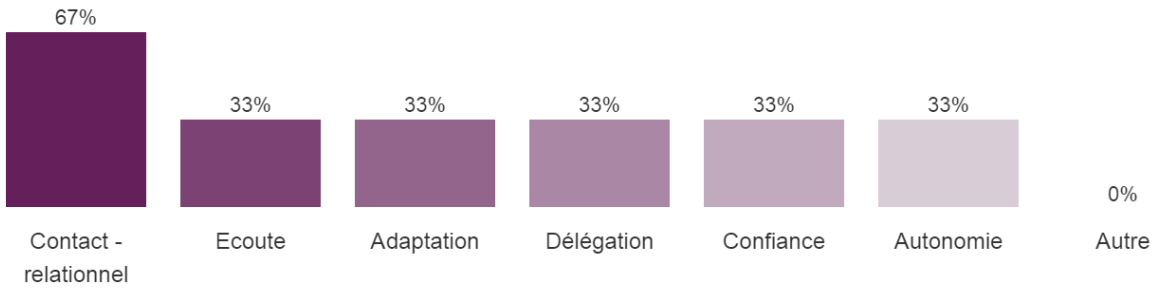
	faites tout seul, si le repreneur n'avait pas été là, on n'aurait pas réussi à convaincre le dirigeant. »		
Réponses	**Extraits**	**Acteurs/Positions**	**Source**
Qualités relationnelles. Capacité du repreneur à être dirigeant de PME. Expertise sectorielle	*« L'expertise sectorielle. On sentait vraiment une envie de faire, et ce n'était pas sur un coup de tête, en disant « je veux gagner de l'argent et je veux être propriétaire », avec la suffisance du gars qui sort du grand groupe en disant « de toute façon, c'est forcément facile ». C'est important dans un MBI, d'avoir quelqu'un qui est suffisamment fort pour avoir des principes, des objectifs et de savoir les mener, mais en même temps, qui ait l'humilité d'attendre et de bien comprendre, avant de dire « j'arrive avec la science infuse et je vais tout révolutionner ». La qualité essentielle qui nous manquait, c'était quelqu'un qui avait cette expérience-là, l'envie de faire, et le savoir-faire. Il faut trouver la bonne personne pour assurer la pérennité de la boite. Donc il faut qu'il soit adapté en termes de culture. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
Qualités relationnelles. Capacité du repreneur à être dirigeant de PME. Expérience de DG. Autre	*« Il faut qu'il y ait un fit avec le repreneur. Il faut qu'on sente que cette personne arrive au bon moment par rapport à la cible, et peut apporter, par rapport à l'entreprise, quelque chose de nouveau. Il avait d'abord une expérience assez solide dans le monde de la direction générale. On sentait qu'il avait cette volonté d'apporter de la structure et du développement commercial. Je pense que Quentin est l'excellente personne pour faire ça. Il y a plein de choses à faire. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Qualités relationnelles. Implication financière du repreneur. Expertise sectorielle. Autre	*« Ça peut être la qualité du profil du repreneur, on a aussi besoin de voir qu'il est vraiment motivé pour avancer. Tout indicateur qui nous permet de penser que le repreneur qu'on a en face de nous est bien armé pour les négociations, qu'il a un réseau à sa disposition, qu'il a une capacité d'investissement. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
Qualités relationnelles. Expertise sectorielle. Vision / ambition du repreneur. Expérience de la PME	*« C'est plutôt le tempérament d'Éric, son charisme qui nous a convaincu. Il nous faut quelqu'un, à la fois d'expérimenté au niveau du secteur, et quelqu'un qui connaisse très bien les PME, qui sache gérer les petites équipes. Dans les PME, on a des problématiques tous les jours. Les process ne sont pas bien ficelés. Il faut être capable de gérer tout et n'importe quoi. Ça a été le cas d'Éric, qui s'est pris très rapidement des problèmes RH, des problèmes de techniques, des problèmes commerciaux. C'est lui qui a tout géré. Il faut être capable d'absorber une telle pression. Il avait ses*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

	axes de développement, il savait où il voulait aller, c'était clair. »		
Réponses	**Extraits**	**Acteurs/Positions**	**Source**
Implication financière du repreneur. Capacité du repreneur à être dirigeant de PME. Autre	*« En les rencontrant, on voit rapidement si la personne est claire dans sa tête, si c'est vraiment une personne qui est taillée pour la reprise d'entreprise. Si c'est une personne qui est taillée pour avoir les épaules de dirigeant. Si c'est une personne qui a vraiment la mentalité d'un associé et pas d'un employé. Avoir les épaules assez larges pour être patron. Quelqu'un qui n'a pas peur de prendre des décisions, quelqu'un qui est un meneur d'hommes. Quelqu'un qui peut prendre du recul pour mettre en œuvre des décisions aussi bien opérationnelles, que pour comprendre ses marchés, travailler avec nous sur une stratégie. On va choisir la personne qui convient au mieux, et de manière suffisante. La personne pourra avoir une dominante plus commerciale. C'est le cas de Robert. C'est un garçon qui est très marketing, animation de réseaux. Il a fait un travail monumental pour la promotion de la marque, l'adhésion du réseau. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Qualités relationnelles. Implication financière du repreneur. Décision intuitive / bon sens. Capacité du repreneur à être dirigeant de PME. Expertise sectorielle. Autre	*« Le premier critère, c'est le feeling. C'est d'humain à humain, voir s'il y a un fit qui se crée. Un peu comme dans une séduction. Est-ce que, humainement, il y a quelque chose qui se passe ? S'il y a quelque chose qui se passe, ça donne envie d'aller plus loin. C'est le premier point. Deuxième point, est-ce qu'il a réellement envie de reprendre une entreprise ? D'être le nouveau numéro un ? Le troisième point, c'est la capacité, à être le nouveau numéro 1 d'une boite. La capacité à tous niveaux, psychologique, et puis compétences, pour sentir qu'on a en face de nous, un patron de boite et pas quelqu'un qui va être numéro deux ou qui va gérer ça de loin, et se dire que de toute façon il aura des fonctions supports comme il avait avant. Il faut que ce soit quelqu'un qui ne soit pas dans un choc de culture entre un grand groupe et une petite société. La tête sur les épaules et une volonté de mettre les mains dans le cambouis et de ne pas se reposer sur des fonctions supports lorsqu'il sera à la tête d'une PME, puisque, dans une PME, par nature, il n'y en a pas. si un repreneur nous dit : « moi je suis pressé, dans 3 mois je veux avoir repris une boite », ça ne va pas le faire. C'est des critères assez humains de se dire « est-ce qu'il y a une adéquation entre son parcours et un projet de reprise d'une PME ? ». Il avait un apport significatif, il était impliqué financièrement. Il y avait cette adéquation entre la société et son parcours. Il avait envie d'être majoritaire, ça montrait qu'il voulait…. Gérard est quelqu'un qui est un vrai numéro 1, et qui n'a pas besoin de nous pour avancer. Il prend les décisions. c'est un leader. Il est charismatique, c'est un leader, ça on l'avait tout de suite vu. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

Qualités relationnelles

*Note : Cette partie concerne uniquement les **repreneurs majoritaires**.*

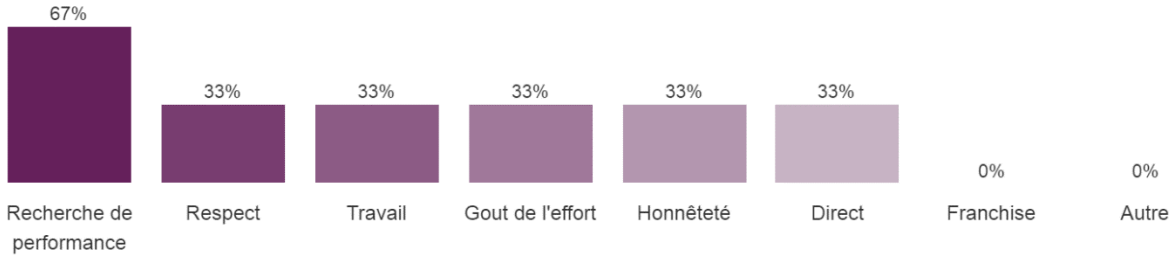


Verbatim :

Réponses	Extrait	Source
Ecoute. Délégation. Confiance. Autonomie	*« Je pense être à l'écoute, et savoir déléguer, faire confiance. Ici, au niveau de l'équipe, c'est ce qui les motive fortement. Bien entendu, il y a du contrôle, mais il y a une vraie liberté dans l'action. »*	*Dyade - Repreneur 1*
Contact - relationnel	*« Je crée de la relation avec toutes les personnes avec lesquelles j'interagis dans l'entreprise. »*	*Dyade - Repreneur 5*
Contact - relationnel. Adaptation	*« Je suis sympa. Je sais m'adapter à tous types d'interlocuteurs. »*	*Dyade - Repreneur 2*

Valeurs

*Note : Cette partie concerne uniquement les **repreneurs majoritaires**.*



Verbatim :

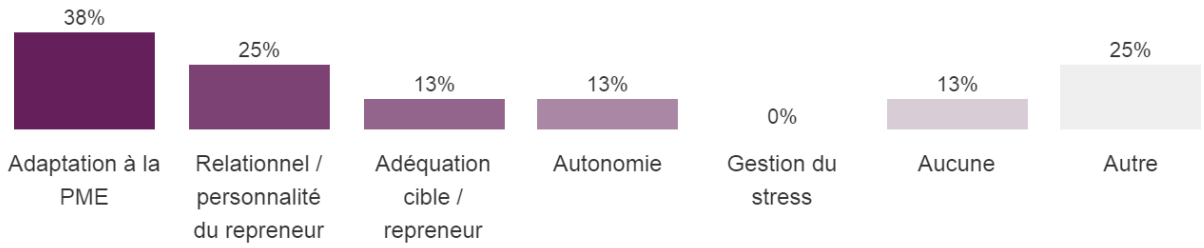
Réponses	Extraits	Source
Recherche de performance	*« Je me fixe un objectif, et je me donne vraiment tous les moyens pour essayer d'y arriver. »*	*Dyade - Repreneur 1*
Recherche de performance. Honnêteté. Direct	*« L'honnêteté, et le côté assez direct. La performance. »*	*Dyade - Repreneur 5*

Point de vue sur la personnalité et les valeurs du repreneur

Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« On pense que les éléments de personnalité sont majeurs. Personnalité et motivation. Si on va sur les motivations plus profondes des gens, ce n'est pas simplement l'intérêt objectif de l'augmentation de la valeur dans 5 ans de la boite qui suffit à être aligné de la même manière. Les gens ne sont pas bons ou mauvais dans l'absolu. C'est dans un contexte, à un moment donné et, à la limite, même dans la même entreprise, dans telle phase, ils peuvent être très bons et dans d'autres phases ils peuvent être très mauvais. Ce n'est pas en regardant les 5 années précédentes, qu'on va pouvoir anticiper sur sa capacité et projeter sa capacité à pouvoir créer de la croissance de développement. Chaque cas est différent. Encore une fois, à l'adéquation. C'est une question d'adéquation. Encore une fois, chaque cas est différent. Fondamentalement, il faut avoir un fort niveau d'engagement, d'énergie, une assez bonne capacité d'analyse et de jugement, une capacité de leadership, c'est une des choses qui peut varier beaucoup dans la manière et dans le style. Mais il faut avoir ça, parce qu'on fait du people management. Une certaine compréhension, à tout le moins, des éléments-clés de gestion. »	*Experts*	*Autre expert 1*
« L'humain est premier. Les qualités humaines sont premières. Attention aux risques de divorces. Et puis une force tranquille aussi qui émane, et ça ne se fabrique pas. »	*Experts*	*Expert - Fonds 2*
« A la fois quelqu'un qui a de la fermeté, mais quelqu'un qui sait écouter. On est toujours dans la gestion des extrêmes, à la fois de l'empathie, savoir écouter ses équipes, savoir nous écouter, mais savoir aussi prendre des décisions et prendre de la hauteur. On veut l'hélicoptère view, quelqu'un qui est à la fois capable d'aller sur l'opérationnel mais de reprendre de la hauteur et donner de la vision. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*

Sujets d'inquiétude vis-à-vis du repreneur en amont du deal



Selon l'acteur et sa position dans le projet

	SUJETS D'INQUIÉTUDE VIS À VIS DU REPRENEUR EN AMONT DU DEAL :						
ACTEUR/POSITION	ADAPTATION À LA PME	RELATIONNEL / PERSONNALITÉ DU REPRENEUR	ADÉQUATION CIBLE / REPRENEUR	AUTONOMIE	GESTION DU STRESS	AUCUNE	AUTRE
Fonds majoritaires	67%	0%	0%	33%	0%	33%	33%
Fonds minoritaires	20%	40%	20%	0%	0%	0%	20%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Adaptation à la PME. Autonomie	*« La zone de risque qu'on a assumée, c'est que c'était la première fois qu'il prenait de telles responsabilités, et il était jeune. A l'époque, il avait 43 ans. C'était la première fois qu'il faisait ce genre d'opération de reprise, et c'était aussi la première fois qu'il accédait à la direction générale pleine et entière. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
Adaptation à la PME. Autre	*« Il ne cochait pas toutes les cases. Ce n'était pas un financier, quelqu'un qui va faire un budget précis, un compte de résultat. Je savais qu'il ne savait pas faire et que ça ne lui plairait pas de le faire. On n'a pas beaucoup douté. Il a été vraiment dédié à 100 % sur ce deal et il s'est défoncé sur ce deal, parce que c'était ce deal qui avait sa priorité. En gros, il a abandonné tous les autres. La question qu'on se posait, c'est « est-ce qu'il sera adapté à la reprise d'une PME et à gérer des personnes au quotidien ? ». Il avait toujours géré des équipes de commerciaux dans des grands groupes, et ce n'est pas pareil que dans une PME. Donc il y avait cette interrogation-là. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
Adaptation à la PME	*« Ce qui aurait pu nous faire douter, c'est qu'il travaillait dans des grands groupes avant. Il travaillait dans des grands groupes, donc des inquiétudes sur sa capacité à gérer de petites équipes. C'est toujours un sujet. Je vous disais tout à l'heure qu'on aimait bien prendre des gens avec une expérience de la PME. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Relationnel / personnalité du repreneur	*« J'ai pu constater qu'il pouvait avoir des réactions un peu brutales. Peut-on parler de tout avec lui ? Si au moment de l'investissement et de l'étude, on ne peut pas se parler clairement, sans que l'un de nous perde son calme, on peut se dire que la vie commune risque d'être un peu difficile. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
	« C'est la qualité de notre relationnel. Ce n'est pas quelqu'un que j'apprécie plus que ça dans le quotidien. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Adéquation cible / repreneur	*« Un CV qui ne collait pas vraiment avec reprendre une boite de chimie dans le nord de la Drome. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
Aucune	*« Au moment de faire le deal, non, on n'a pas douté. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Autre	*« Ce n'est pas sur lui, c'est davantage sur la cible. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

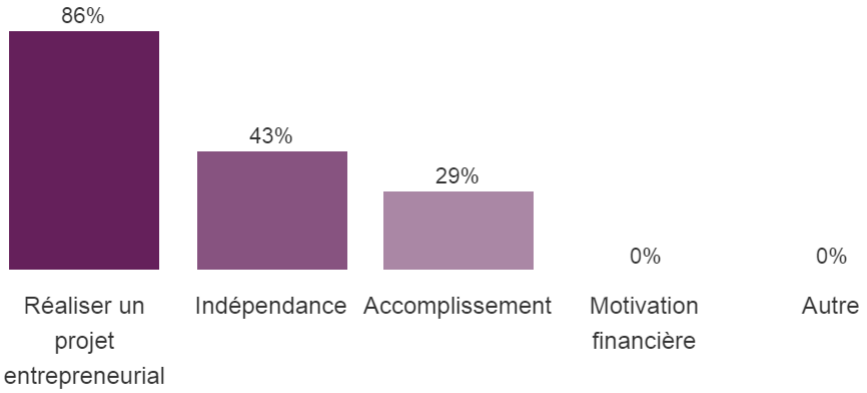
Extraits hors contexte

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Les repreneurs, il faut qu'ils aient une culture de gestion minimum. La connaissance sectorielle n'a pas d'importance. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
« Ce qui est le plus important, c'est d'avoir des gens qui sont restés proches de l'opérationnel. C'est d'éviter des gens, qui parce qu'ils ont réussi, sont montés assez rapidement dans des groupes plus structurés, et qui sont devenus des managers de managers. Or, on sait que dans la PME, il faut avoir une capacité à descendre dans le détail très profondément et à gérer des problèmes très concrets du quotidien, tout en ayant une vision stratégique pour développer la société. Avec les chefs d'entreprise, c'est une véritable alchimie. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
« On ne choisit jamais le repreneur. C'est le repreneur qui vient nous voir avec une cible. On ne source pas les repreneurs. On n'a pas les moyens, et puis on n'a pas le temps. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Une des craintes qu'on peut avoir en MBI, c'est qu'on n'est jamais sûr de faire attelage jusqu'au bout et qu'il n'y en a pas un qui va lâcher au milieu. S'il lâchait, on tombait et nous si on tombait, il tombait aussi. C'est très difficile dans un MBI de trouver la personne qui coche toutes les cases. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
« La compétence peut primer sur le secteur vertical. Le choix du bonhomme, c'est un tout. C'est au cas par cas. Il y a des dominantes qu'on doit identifier quand on fait une étude du dossier. Un vrai patron qui patronne. C'est vraiment quelqu'un qui soit entrepreneur. Pas quelqu'un qui oscille avec la recherche d'un job de DG salarié. Ça veut dire mettre de l'argent en jeu. Ça veut dire s'engager sur le moyen-long terme. C'est ces compétences-clés qu'on va chercher, après les avoir identifiées comme étant nécessaires à la société. C'est surtout le caractère des personnes qui est important. C'est ça qui fait la différence. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
« On s'est trompé une fois sur un MBI où il y avait une inadéquation entre la cible et le projet, et finalement ça ne l'a pas fait. Il faut qu'il ait une expérience de la direction de business unit, avoir managé, avoir une expérience de management, ça c'est important. (Expérience de la PME ?) Pas forcément. Souvent on les sélectionne. Ceux qu'on ne sent pas, on ne va pas plus loin. Ceux qu'on sent bien, on se met en mode projet avec eux, pour leur dire « on aurait envie d'avancer, en mode projet sur une reprise de société à vos côtés ». Le terme poulain, c'est un très bon terme, parce que c'est exactement ça. Des fois, on est un peu déçu parce qu'on se trompe sur nos poulains. C'est beaucoup de fit humain. Quand vous avez rencontré votre mari, est-ce que c'était intuitif ? Oui, au départ oui. C'est toujours la même chose. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
« Je suis l'archétype du profil que le fonds déteste ! »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*

2. Thème 2 : Le projet de reprise / Le MBI

Motivations



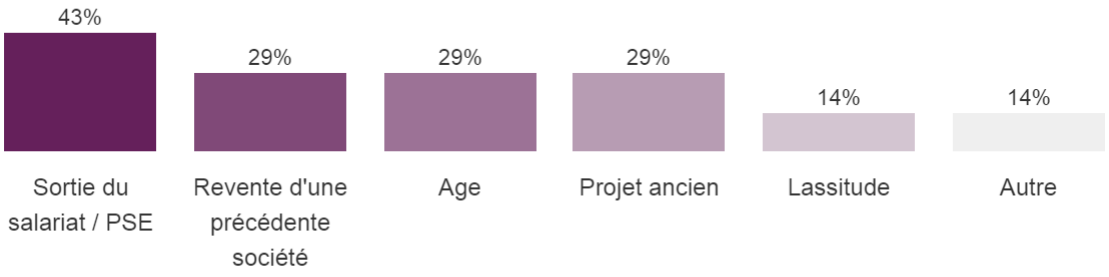
Selon l'acteur et sa position dans le projet

	MOTIVATION :				
ACTEUR/POSITION	RÉALISER UN PROJET ENTREPRENEURIAL	INDÉPENDANCE	ACCOMPLISSEMENT	MOTIVATION FINANCIÈRE	AUTRE
Repreneurs minoritaires	100%	67%	33%	0%	0%
Repreneurs majoritaires	75%	25%	25%	0%	0%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Réaliser un projet entrepreneurial	*« Maintenant, je sais exactement ce que je veux. La façon dont je me projette sur les 20 prochaines années, c'est dans l'entrepreneuriat. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Reconstituer ce petit groupement de compétences pour entreprendre quelque chose pour que l'activité se développe. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« J'ai toujours eu envie d'être chef d'entreprise. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
Indépendance. Réaliser un projet entrepreneurial. Accomplissement	*« Depuis tout petit, je voulais diriger ma boite pour diriger ma vie. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
Réaliser un projet entrepreneurial. Indépendance	*« C'était d'être mon propre patron. Et puis j'avais déjà eu cette expérience d'intrapreneuriat, qui m'avait bien botté. J'avais trouvé ça passionnant. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Accomplissement	*« C'est sans doute l'accomplissement de soi. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*

Elément déclencheur



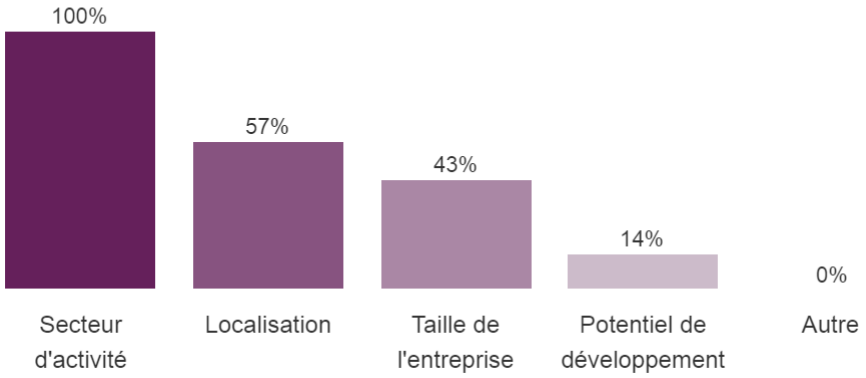
Selon l'acteur et sa position dans le projet

	ELÉMENT DÉCLENCHEUR :					
ACTEUR/POSITION	SORTIE DU SALARIAT / PSE	REVENTE D'UNE PRÉCÉDENTE SOCIÉTÉ	AGE	PROJET ANCIEN	LASSITUDE	AUTRE
Repreneurs minoritaires	67%	0%	33%	33%	0%	33%
Repreneurs majoritaires	25%	50%	25%	25%	25%	0%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Projet ancien. Autre	*« En 2009, avant de monter la plateforme et de faire de l'intrapreneuriat, j'avais déjà essayé de reprendre une entreprise. Je ne m'entendais pas du tout avec le nouveau DG. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Sortie du salariat / PSE. Age	*« A 48 ans, je me suis dit « si je veux le faire avant 50 ans, il faut que je me bouge. Il y a eu une restructuration. Je me suis dit « mais c'est une aubaine ! ». Parce qu'au lieu de partir avec un an de salaire, je peux partir avec deux ans de salaire. C'est ça qui a déclenché. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
Revente d'une précédente société. Age	*« C'était forcément, de toute façon, compte tenu de ma précédente expérience, une acquisition d'entreprise. Ça c'était clair. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
Projet ancien	*« Ça prend ses racines très profondément. Depuis 1994, en fait. Et ça a mis très longtemps à murir. J'ai essayé plusieurs fois de reprendre. C'est un processus qui s'est construit. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Sortie du salariat / PSE	*« Finalement, en décembre de l'année 2013, il y a eu un plan de départs volontaires, j'ai décidé de partir dans le plan de départs volontaires. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*

Eléments de cadrage



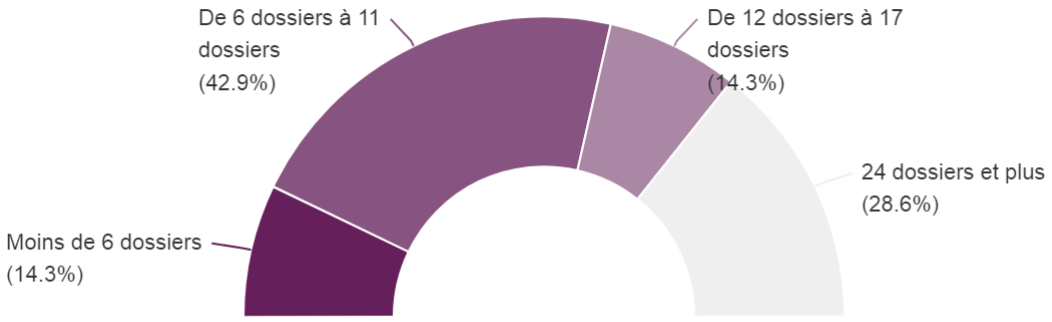
Selon l'acteur et sa position dans le projet

	ELÉMENTS DE CADRAGE :				
ACTEUR/POSITION	SECTEUR D'ACTIVITÉ	LOCALISATION	TAILLE DE L'ENTREPRISE	POTENTIEL DE DÉVELOPPEMENT	AUTRE
Repreneurs majoritaires	100%	75%	50%	25%	0%
Repreneurs minoritaires	100%	33%	33%	0%	0%

Verbatim :

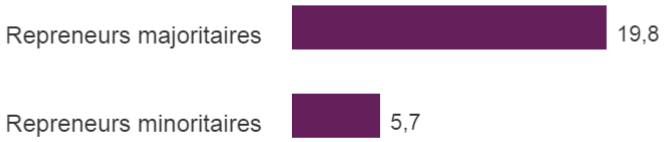
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Secteur d'activité. Localisation	*« Entre Belfort et la Rochelle, tout ce qui est en dessous. Je ne me voyais pas reprendre une TPE de 10 personnes où il fallait préparer les commandes. Il fallait que ce soit un minimum structuré. Une boite qui fait plus de 3 millions d'euros de chiffre d'affaires, et qui a plus de 20 salariés. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« Ensuite, critère géographique, moins d'une heure de la maison. A 1h01, je ne sélectionnais pas, parce sinon ça va faire 1h02, 03, et puis à la fin, ça fera 2h. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
Secteur d'activité. Localisation. Potentiel de développement	*« Ça a été la proximité, l'activité, le produit, le potentiel de développement de l'entreprise aussi. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
Secteur d'activité. Taille de l'entreprise	*« Je ne voulais pas un bouclard de 5 ou 10 personnes. Je voulais qu'il y ait une certaine structure. Je voulais une entreprise qui soit leader, en tout cas qui ait une position importante sur son marché, avec du potentiel de développement. Dans les services, et plus particulièrement dans les services aux entreprises. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*

Nombre de dossiers étudiés



13,7 dossiers en moyenne

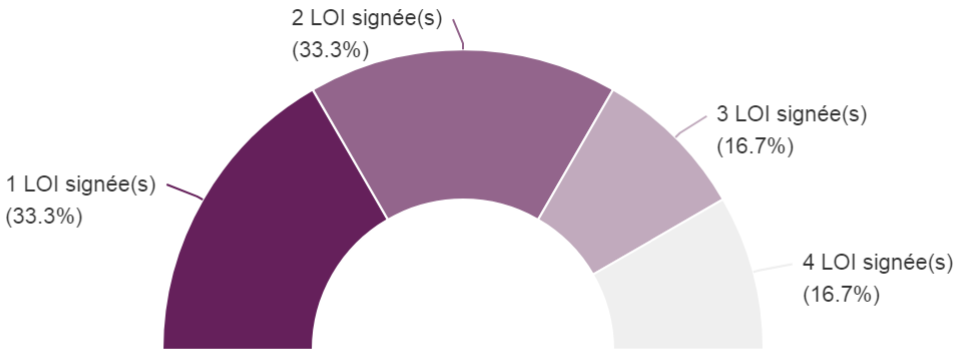
Selon l'acteur et sa position dans le projet



Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« J'ai vu une trentaine de dossiers. Un peu moins peut-être. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
« J'ai eu des contacts avec 6 ou 7 boites. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
« 7-8. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
« Une petite trentaine. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*

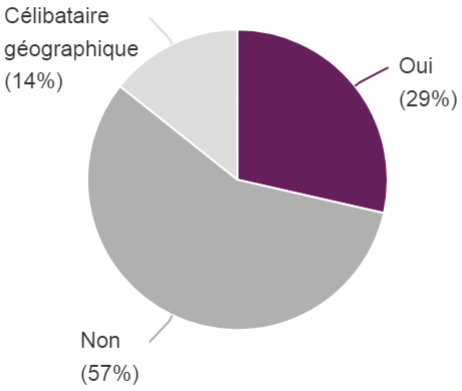
Nombre de LOI signées



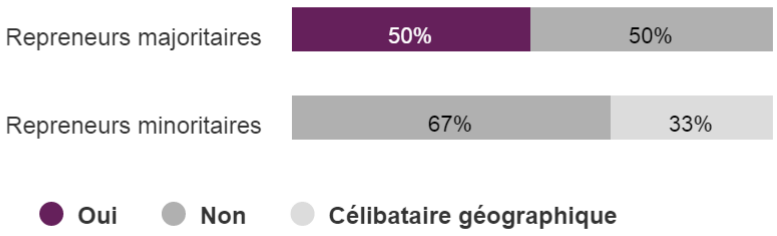
2,2 LOI signées en moyenne

Selon l'acteur et sa position dans le projet

Déménagement



Selon l'acteur et sa position dans le projet

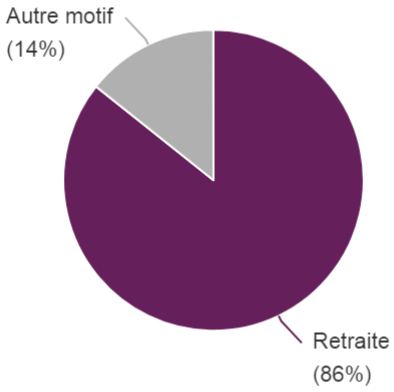


Verbatim :

Réponses	Extrait	Acteurs/Positions	Source
Célibataire géographique	*« Je fais Paris-Grenoble tous les week-ends, j'ai laissé ma femme. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*

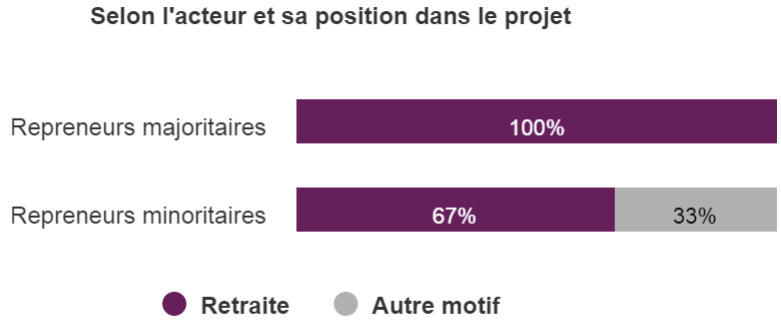
Motif de cession

Repreneurs



Fonds

*Note : Le résultat est identique pour les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*

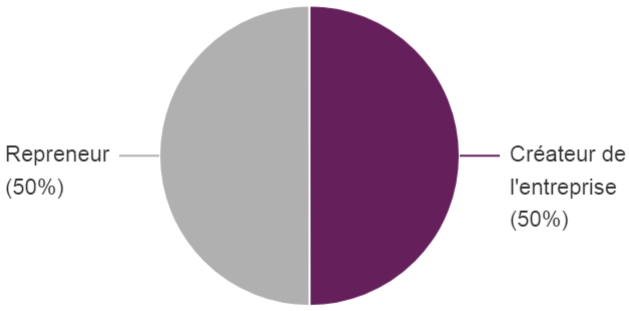


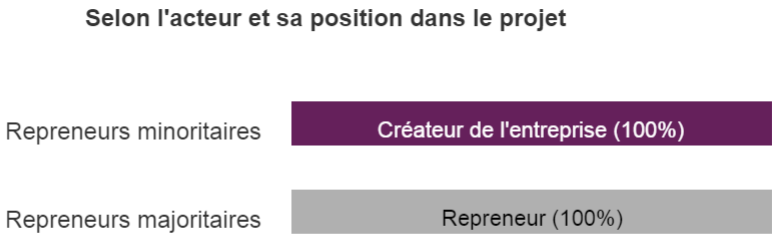
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Retraite	*« C'était une cession de deux dirigeants dont l'un allait prendre sa retraite parce qu'il avait 62 ans. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« On avait deux dirigeants qui avaient pour objectif de partir en retraite. On aime bien des situations assez claires et cohérentes. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
	« C'est deux départs à la retraite. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
Autre motif	*« Son rêve c'était de passer à beaucoup de philo et un peu de la boite. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*

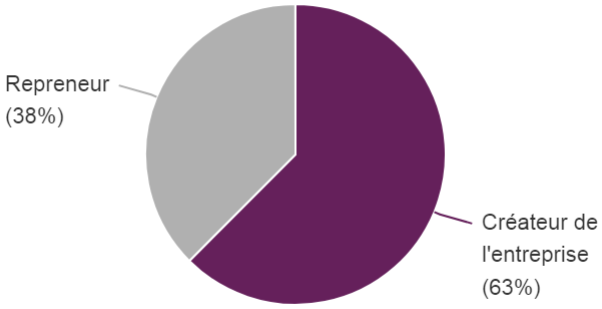
Cédant

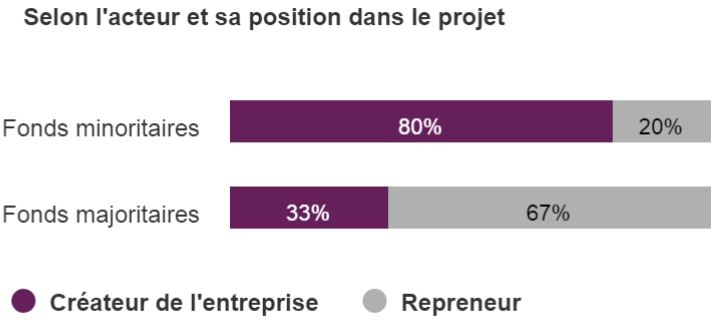
Repreneurs





Fonds



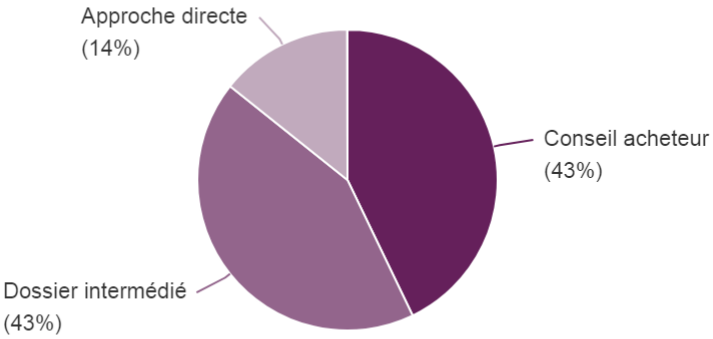


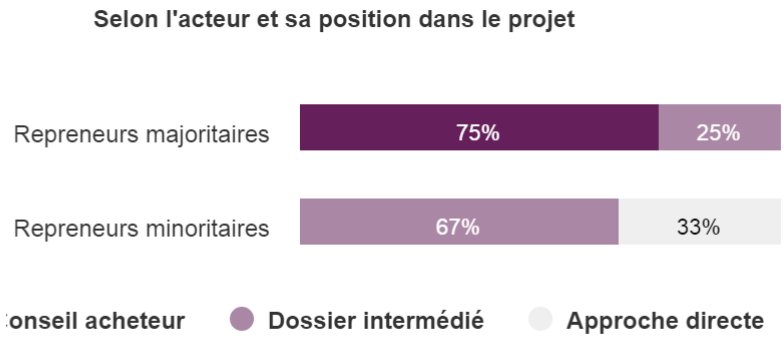
Verbatim :

Réponses	Extrait	Acteurs/Positions	Source
Créateur de l'entreprise	*« Les deux cédants étaient les fondateurs. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« C'étaient les fondateurs, oui. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
Repreneur	*« C'était un binôme qui avait repris la boite. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*

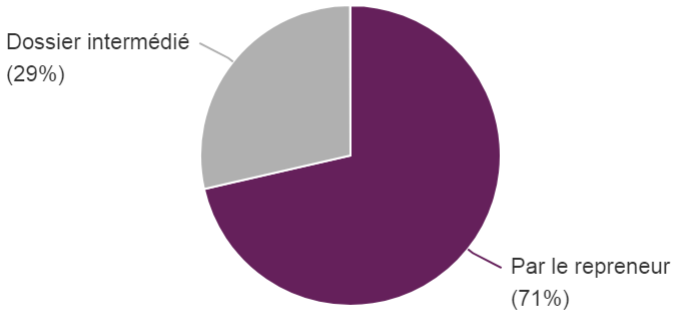
Sourcing du dossier

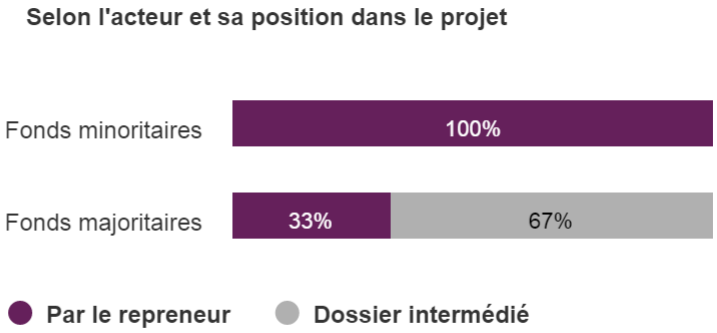
Repreneurs





Fonds





Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Dossier intermédié	*« L'intermédiaire a joué un vrai rôle parce que c'était des gens qui étaient opposés. J'avais en face de moi deux actionnaires qui étaient deux frères, qui étaient un blanc, un noir, qui n'étaient jamais d'accord sur rien, qui étaient des gens qui ne voulaient négocier sur rien, c'était des gens qui étaient d'un univers qui n'était pas le mien. C'était des « enculé » toutes les deux minutes. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« Il était intermédié, mais exclusivement MBI. Sur la ligne de départ, on était une dizaine de candidats, et en fait c'était du « beauty contest. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« Tous les fonds qui étaient sur le dossier, ils n'avaient pas de repreneurs non plus sous la main. J'ai actionné le dernier levier. Il y a quelques chasseurs, qui sont spécialisés sur la mise en relation entre des managers et des fonds. Les trois m'ont rappelé dans la demi-heure. Le cédant, qui est extrêmement secret, anxieux, avait tellement verrouillé le process qu'en fait il avait des fonds en lice, quelques industriels, mais aucun repreneur. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*

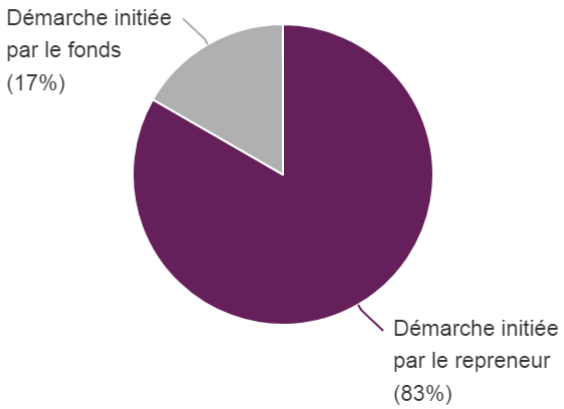
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Par le repreneur	*« C'est le hasard, c'est Gérard qui l'a trouvée. Il y avait un mandat de vente sur cette société. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
	« C'est Laurent qui est venu, qui avait déjà identifié l'entreprise et qui était déjà en contact avec les cédants. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
	« Le repreneur a travaillé avec ALTHEO pour chercher une cible. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*

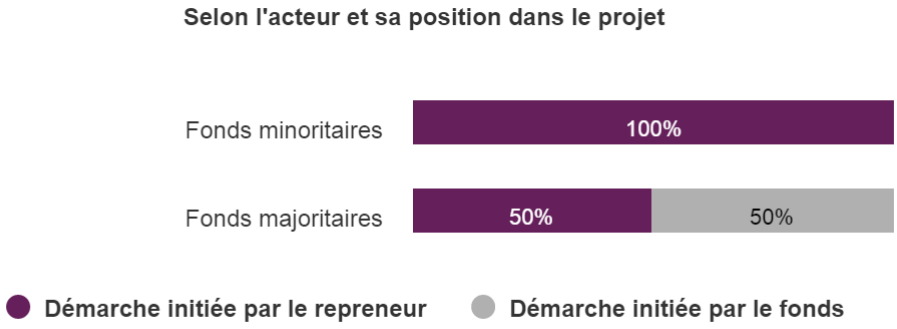
Point de vue sur le sourcing du dossier

Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Arrive t'il que ce soit le repreneur qui amène le dossier ? Ça nous arrive et là c'est mieux. Parce qu'il a déjà beaucoup travaillé, il est convaincu. Quand on trouve un dossier en MBI, et qu'il faut trouver un dirigeant, quelque part on est aussi dans une position de le convaincre. C'est pas bon. C'est très particulier. C'est-à-dire qu'on doit challenger et convaincre le gars qui vient. C'est un peu schizophrène. »	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*
« Si on prône l'intermédiation par des cabinets de type ALTHEO ou d'autres, qui ont l'habitude de ces MBI, c'est un plus dans le cadre de la considération de l'opportunité d'investissement. Par contre, quand c'est des dossiers intermédiés par des acteurs de type banques d'affaires, où finalement le BP c'est celui de la banque d'affaires et pas forcément du repreneur… Il faut que le repreneur soit impliqué, qu'on sente qu'il est vraiment impliqué et qu'il n'ait pas la banque d'affaires à côté qui fait le travail et lui qui va découvrir les sujets quand il sera vraiment à la tête de l'entreprise. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*

Origine du repreneur



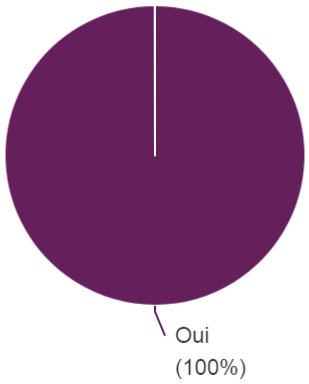


Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Démarche initiée par le repreneur	*« On ne choisit jamais le repreneur. C'est le repreneur qui vient nous voir avec une cible. On ne source pas les repreneurs. On n'a pas les moyens, et puis on n'a pas le temps. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« L'intermédiaire a dit « il n'y a pas de problème. Je sais quel type de profil il faut et j'en ai deux sous la main et je peux vous les faire rencontrer ». »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*

Rencontre avec le cédant

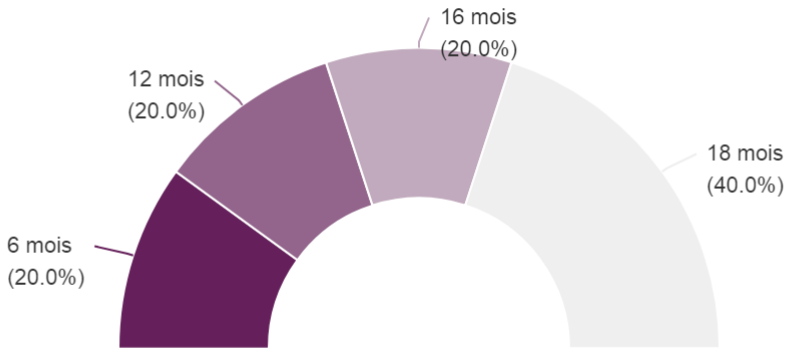
*Note : Le résultat est identique pour les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*



Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Je n'accompagnerai jamais quelqu'un sur une entreprise si je n'ai vu pas le cédant. C'est aussi cette rencontre tripartite entre le repreneur et le cédant et moi. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
« La première fois que j'ai vu Laurent, c'était en février, et en juillet on n'avait toujours pas rencontré ni les cédants, ni vu les murs de l'entreprise. Ça tenait au côté confidentiel du projet de la part des cédants. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
« Sur la société G, on a présenté Hervé, le dirigeant, à Monsieur F qui était le cédant. Il voulait voir la tête du bonhomme qui allait diriger la boite, et non pas uniquement se fier à notre choix, même s'il avait confiance en nous. Il avait besoin de voir qui allait lui succéder. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
« On l'a rencontré avec Denis. On ne connaissait pas la société et je n'avais jamais vu le dirigeant avant. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
« Oui, dès le premier rendez-vous, ensemble. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

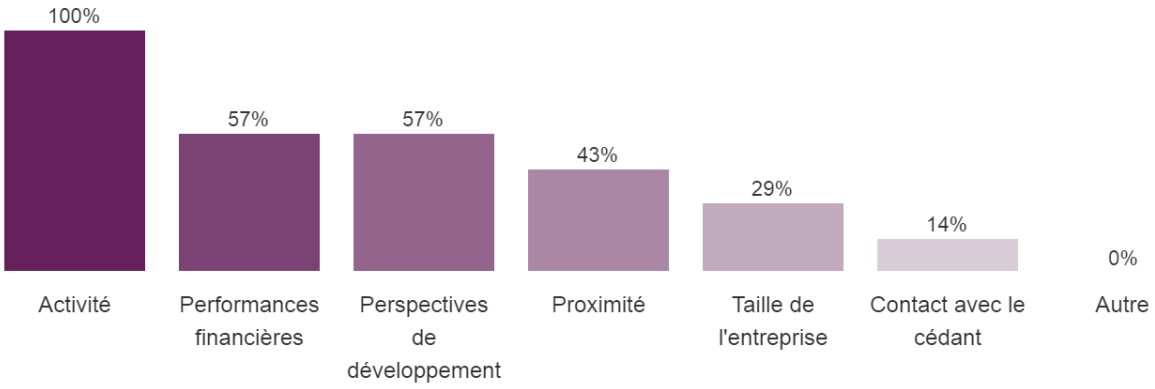
Durée du processus



14 mois en moyenne

Selon l'acteur et sa position dans le projet

Choix / validation du projet de reprise par le repreneur



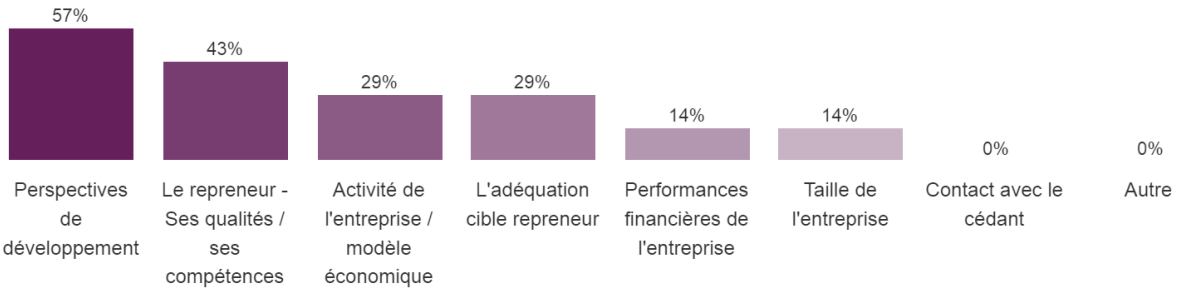
Selon l'acteur et sa position dans le projet

ACTEUR/POSITION	CHOIX / VALIDATION DU PROJET DE REPRISE DE LA CIBLE :						
	ACTIVITÉ	PERFORMANCES FINANCIÈRES	PERSPECTIVES DE DÉVELOPPEMENT	PROXIMITÉ	TAILLE DE L'ENTREPRISE	CONTACT AVEC LE CÉDANT	AUTRE
Repreneurs majoritaires	100%	75%	75%	50%	0%	25%	0%
Repreneurs minoritaires	100%	33%	33%	33%	67%	0%	0%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Activité. Performances financières. Perspectives de développement. Proximité	*« C'était d'abord de l'industrie, ce que je cherchais. Un projet qu'on peut développer, expliquer, expliciter, pour les fonds en particulier. Un niveau de profitabilité qui soit au bon niveau. Le produit, c'est un produit qui a une certaine complexité, mais pas trop. Elle était plutôt à l'Ouest, comme je cherchais, avec un siège à Paris, ce qui est vraiment la cerise sur le gâteau. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Activité. Performances financières. Proximité	*« Quand j'ai vu les bilans de la société, je me suis dit « il y a moyen de faire quelque chose ». »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
Activité. Performances financières. Perspectives de développement	*« C'était ce qu'on appelle une belle endormie, dans le sens où il faut enlever, gratter trois couches de peinture, pour aller voir ce qu'il y a dessous. C'était une boite qui avait de très beaux comptes et avec un fort potentiel. Un peu comme quand vous allez chez l'antiquaire, que vous avez un truc qui est tout pourri, et que vous vous dites « ah ! je le vois bien dans mon salon, je vais le repeindre, je vais le poncer, je vais le vernir, et ça va être sympa ». C'est un peu ça. J'ai aussi beaucoup aimé les produits. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
Activité. Performances financières. Perspectives de développement. Taille de l'entreprise	*« le métier me parlait. Métier en croissance. Très forte position sur le marché. Forte résilience. Bonne rentabilité. Middle management existant. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*

Critères de validation de l'opération par le fonds d'investissement



Selon l'acteur et sa position dans le projet

	CRITÈRES DE VALIDATION DE L'OPÉRATION :							
ACTEUR/POSITION	PERSPECTIVES DE DÉVELOPPEMENT	LE REPRENEUR - SES QUALITÉS / SES COMPÉTENCES	ACTIVITÉ DE L'ENTREPRISE / MODÈLE ÉCONOMIQUE	L'ADÉQUATION CIBLE REPRENEUR	PERFORMANCES FINANCIÈRES DE L'ENTREPRISE	TAILLE DE L'ENTREPRISE	CONTACT AVEC LE CÉDANT	AUTRE
Fonds majoritaires	100%	0%	100%	0%	0%	50%	0%	0%
Fonds minoritaires	40%	60%	0%	40%	20%	0%	0%	0%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Perspectives de développement. Activité de l'entreprise / modèle économique	*« C'était un mix intéressant pour nous parce qu'on avait un socle assez récurrent, assez stable, sur lequel on pouvait, sécuriser le socle de l'investissement. Et à l'intérieur, il y avait une start-up prometteuse. Déjà en phase intéressante. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
Perspectives de développement. Activité de l'entreprise / modèle économique. Taille de l'entreprise	*« Une société relativement structurée. Une structuration déjà assez importante, qui nous permettait de nous dire qu'on pouvait assurer une transmission sereine, avec l'aide du vendeur. Un business model assez récurrent. Pas de concentration de clients et un marché porteur. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Perspectives de développement. Adéquation cible repreneur. Performances financières de l'entreprise	*« Il y avait une très forte rentabilité, une très forte résilience du business model. Je sentais qu'il y avait une marge de manœuvre importante sur cette société, et il y avait plein de choses à faire. Je suis très, très content d'accompagner Quentin là-dessus. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Perspectives de développement. Le repreneur, ses qualités / ses compétences	*« On a estimé d'abord qu'on était sur un marché en croissance, plutôt bien orienté. Que le repreneur était vraiment de très bonne qualité. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Le repreneur - ses qualités / ses compétences	*« On a plus accroché sur Denis que sur la boite en elle-même. Sans Denis, je pense qu'on aurait laissé passer l'affaire. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
	« Plus que la cible, on a vraiment validé un projet et un repreneur. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
Adéquation cible repreneur	*« Qu'il y ait des adéquations fortes entre la cible et son propre profil. Il y avait une bonne adéquation entre le repreneur et la cible. Il y avait une bonne complémentarité d'univers. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

Spécificités MBI

Verbatim :

Extrait	Acteurs/Positions	Source
« Il n'y a pas plus de différence entre 2 participations qu'entre un MBI et un MBO. Permettre au moins de passer cette transition managériale qui est compliquée, qui est un peu la clé du MBI. Il faut passer le changement de direction, et après, porter la cible sur la trajectoire qu'il a imaginée, sans connaitre encore parfaitement son sujet. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*

Point de vue relatif au MBI / spécificités

Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Quels sont les facteurs-clés de succès dans le choix d'un repreneur de MBI ? C'est l'adéquation, à l'environnement, à la stratégie. Il n'y a pas un bon type de repreneur ou de dirigeant, ça dépend. C'est très différent si vous êtes déjà dans une PME qui va croître de manière organique, qui va faire beaucoup de build up. Ça va être très différent si vous avez une société qui est déjà à un stade de structuration très développé et où il faut infuser du dynamisme commercial. Ou une société, qui au contraire a besoin d'être en mode : « on met du process, du contrôle, là où il n'y en a pas du tout ». C'est à chaque fois des types, non seulement d'expériences mais de profils et de personnalités différents qui sont adaptés. »	*Experts*	*Autre expert 1*
« Il y a forcément une transformation dans un MBI. Dans un MBI c'est le nouveau patron, les gens en ont peur. »	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« La première grande spécificité, c'est qu'on est face à un repreneur, qui très souvent, n'a jamais géré de boite hors groupe, et c'est très important, notamment sur la partie cash, parce que c'est des gens qui ont l'impression, et là le point de lucidité est majeur, qui ont l'impression d'avoir géré déjà des sociétés totalement autonomes et indépendantes, mais qui oublient que, un ils ont bénéficié, à plusieurs titres du support de leur groupe, et que deux, ce support pouvait inclure un support de trésorerie, qui est quand même le nerf de la guerre dans la reprise de PME. Donc, la première spécificité, c'est cette méconnaissance du métier qu'ils s'apprêtent à embrasser. Ce métier d'entrepreneur. Et le deuxième point de méconnaissance, qui est très important, c'est qu'ils ne connaissent pas la cible. C'est le propre du MBI, cette extériorité à la cible. Il va s'associer avec quelqu'un qui n'est pas forcément désaligné en termes d'intérêts, mais qui a un ADN, évidemment, totalement différent du sien, et qui présente des enjeux en termes de gestion de risques, qui sont assez différents des siens. C'est une autre grande spécificité du MBI. »	*Experts*	*Autre expert 2*
« Le MBI ça peut être la meilleure des choses, dès lors qu'on sait vraiment avec qui on fait le deal. Qu'il y a probablement un temps de latence pour le MBI. Il y a une prise en mains, même si vous avez le bon dirigeant. Il y a un petit temps de latence. Il doit prendre en mains l'entreprise, et donc forcément, connaitre les clients, connaitre les employés, connaitre les systèmes, connaitre les fournisseurs. Il a besoin de faire le tour de l'entreprise, donc il y a une prise en mains, qui forcément, lui prend un peu de temps dans l'horizon d'investissement. On mesure tous les risques sauf le principal : le bonhomme. Le MBI je ne vois pas ça comme risqué, ça permet de mettre du sang neuf. Il faut prendre le temps de connaître le manager. Majoritaire / minoritaire c'est pareil. Je veux un pacte qui permet de faire face à un crash. Le MBI est un exercice qui est plus créateur de valeur qu'un MBO. Généralement il y a un effet de nouveauté. On va apporter du sang neuf et, quelques fois, l'entreprise a besoin de sang neuf. On va être très vigilant, compte-tenu des risques d'alchimie. J'ai tendance à préférer ça parce qu'en plus dans le MBI, on fait équipe avec le dirigeant, si tant est que le dirigeant collabore. Mais on fait équipe, et on essaye de remporter le dossier ensemble, ce qui est différent d'un MBO. Généralement, le manager est de l'autre côté de la table. »	*Experts*	*Expert - Fonds 2*

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Leur investigation est limitée par la pression que met le vendeur. Ils sont dans un mauvais rapport de force, du fait du départ des dirigeants du baby boom, le constat c'est qu'on a toujours une entreprise à vendre pour 15-20-30 repreneurs, qui sont morts de faim. Donc, le rapport de force est en défaveur très nette des acheteurs. Par ce rapport de force défavorable, les conditions objectives d'un deal, démarrent difficilement. Le vendeur joue, met la pression sur l'acquéreur, qui du coup, est persuadé que c'est la pépite de l'année d'une part et que d'autre part, il y a 5, 6, 7, 8, 10 autres acquéreurs, au minimum, à ce prix, et que donc, il faut réaliser l'opération prestement, sans trop poser de questions, pour ne pas être désagréable à l'égard du vendeur, et pour lui montrer la motivation d'acheter. Du coup, ça ne joue pas en faveur du repreneur. Et donc, ça ne joue pas non plus en faveur de celui qui le finance. Quand les repreneurs font mieux que les vendeurs, il n'y a pas de problème. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 3*
« Même scénario, très forte dégradation de la performance de l'entreprise, chiffre d'affaires, rentabilité, en moins d'un an. Ça peut être le meilleur ou le pire parce que c'est les opérations sur lesquelles on a pu constater des multiples les plus élevés, comme la perte totale. L'écart type est très, très large. Structurellement, il y a tout un pan de PME, c'est-à-dire un besoin structurel de notre marché, puisqu'un grand nombre de PME n'ont pas de successeur en interne. Ça va être un gros tiers de notre deal flow qui est sur des natures d'opérations de type MBI. C'est aussi une expertise à cultiver. Le fait de le revendiquer, c'est aussi un facteur de différenciation pour un fonds, vis-à-vis de ses souscripteurs et de la stratégie d'investissement. (Les MBI) C'est comme l'alcool, oui, mais avec modération. C'est comme une greffe humaine, il est possible qu'elle ne prenne pas alors qu'on avait regardé, le receveur était bon, le donneur était bon. Il y a des facteurs qu'on ne maitrise pas. Il faut toujours accepter ce caractère aléatoire et ne pas avoir de certitudes. Il faut beaucoup d'humilité en fait sur ces opérations de MBI, de prévenance, en se disant : « même si j'ai un truc nickel au départ et je pense que ça va le faire, bah il faut déjà préparer le plan B », sans le dire bien évidemment au repreneur, c'est délicat de se dire « je prépare un plan B si ça ne se passe pas bien ». Mais c'est pour le bien de l'entreprise et sa pérennité à terme. Il y a le MBI qui est une opération à effet de levier mais très particulière. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*
Le taux de casse minimum, c'était l'affaire familiale, puis le salarié, puis les gens qui connaissent le secteur et après celui qui ne connait pas le secteur. Vous devez voir 300 dossiers pour en faire 5. C'est toujours plus casse gueule que les MBO ! Un MBI c'est 10 fois plus compliqué qu'un MBO. »	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*

Relation repreneur / fonds

Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Cette relation, comme je dis toujours, elle est paradoxale et schizophrénique. Donc c'est très compliqué. Le fonds est à la fois le diable vengeur, qui cherche à appréhender, y compris ce qui ne lui appartient pas ; alors que c'est quand même le futur associé de notre repreneur. C'est aussi une mécanique psychologique et donc d'enjeux. On ne peut pas se contenter d'être en opposition parce que le processus est ainsi fait, que concomitamment, je dois faire front uni et me servir de mon fonds, dans le cadre de ma négociation avec le cédant, parce qu'en fait, le jeu de rôle est extrêmement important, et que mon fonds peut me servir à négocier des choses extrêmement intéressantes, s'il est là assez tôt dans le processus, vis-à-vis de mon cédant. A la fois, j'ai un « face to face » indéniable jusqu'au closing, entre le fonds et le repreneur, qui, dans une certaine mesure sont alignés, notamment sur des problématiques de sortie à forts multiples. Mais comme ces sorties à forts multiples, elles peuvent aussi avoir des conséquences, qui sont plus ou moins négatives pour le manager, si tout ne se passe pas comme le fonds l'espère et comme le fonds le requiert, dans le cadre de ses « compliance criteria » en interne, là nait une opposition et un désalignement d'intérêts qu'il faut gérer. C'est sans cesse, un dedans-dehors, entre la posture d'associé et la posture de négo frontale, de deux personnes qui, quand même, peuvent se trouver très désalignées. Cette relation, elle est du coup, pendant tout le processus, assez chaotique. Elle alterne entre un discours qui se veut très basé sur la confiance, notamment en small, de la part des fonds qui jouent toujours le côté « je t'ai choisi toi, en tant que manager, et par conséquent si je devais te révoquer, le préjudice serait tel pour la cible, que je ne le ferais que dans un cas d'extrême nécessité ». Donc les fonds qui jouent sur le caractère non aléatoire de ces sièges éjectables, et le manager qui, lui, a peur. »	*Experts*	*Autre expert 2*
« C'était surtout, une relation de confiance qui a été brisée, et qui m'amène à dire que dans un MBI, le premier actif revient toujours à ça, c'est la relation de confiance avec le management. Il est très, très important pour nous, de connaitre la personne avec qui on va investir et à qui on va confier de l'argent, pour le gérer day to day. Il faut mettre le bonhomme avant le fric. »	*Experts*	*Expert - Fonds 2*
« Parce que quand on est en MBI, on a besoin de réassurance quand même. »	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*
« Ce qu'on aime, c'est des dirigeants repreneurs qui sont entrepreneurs, donc ils viennent nous voir quand ils ont déjà identifié une première cible, et souvent avant l'émission d'une lettre de marque d'intérêt, donc on la coécrit, on la coréalise ensemble. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*

Extraits hors contexte

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Pour nous, le MBI, le point-clé ce n'est pas tellement la boite, c'est plutôt le repreneur. C'est plutôt la perception qu'on a que ça va être quelqu'un d'opérationnel très rapidement, qui a un caractère assez fort. Parce que dans les PME, le caractère compte plus que les compétences. Le troisième point qu'on regarde, c'est la conviction que le nouvel entrant, pour contre balancer le risque intrinsèque des MBI, a un vrai projet, une vraie capacité à vraiment changer la vie de la société. C'est des sociétés qui en cinq ans se transforment du tout au tout. Pourquoi ? Parce que le repreneur apporte un regard nouveau, un projet différent. Souvent ils ont une capacité parce qu'ils ont vécu ailleurs, hors de cette entreprise, à mettre en place des choses qui vraiment changent la vie des sociétés. Pourquoi on fait du MBI malgré le risque ? Le constat qu'on fait, c'est que le MBI, quand c'est réussi, c'est le segment qui peut être le plus rentable. C'est le constat qu'on fait. On fait de très gros multiples sur les MBI. Par contre, le MBI, il y aussi un risque de médiocrité. Le fait que le dirigeant fondateur, reste associé et participe à la gouvernance. Ça nous a sauvés. Les trois dimensions c'est la dimension de gestion et d'organisation, la dimension du développement commercial et technique et le management. Les gens qui maitrisent, ou qui ont du goût pour les trois, normalement, ça va marcher. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
« L'histoire montre que les petits dossiers sont souvent les plus risqués. Toujours très risqué. Forcément la batterie d'audits à l'entrée est moins importante que sur les gros deals. On a moins de moyens. C'est parce que les MBI, c'est des opérations qui sont beaucoup plus risquées que les MBO. Avoir une nouvelle direction qui doit s'adapter à l'entreprise, à la culture de l'entreprise. Si le manager est un peu limité, c'est là que ça peut planter. Les risques dans un MBI, c'est d'avoir un manager qui n'est pas à la hauteur. C'est vraiment le point numéro un à regarder. Plus c'est petit, plus c'est risqué. L'histoire nous montre que les opérations petites sont beaucoup plus risquées que les opérations plus grosses. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
« Il y a un facteur de risques en plus dans ce type d'opération. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
« Il y a une démarche à avoir en amont qui est de consacrer du temps, de l'énergie, éventuellement des moyens financiers, à trouver la bonne personne pour adresser une cible. On a aussi des compétences majoritaires, où là, on a la cible et on va chercher le repreneur. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
« C'est uniquement quand on est qualifié pour le deuxième round, qu'on lance cette chasse multicanal. Mais l'actif, c'est un attelage. C'est une société et un dirigeant ou une équipe de direction. Il faut trouver le meilleur attelage possible. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*

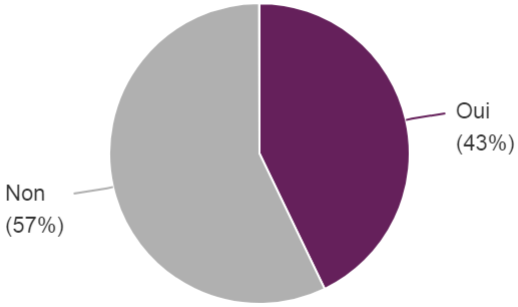
Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Dans les MBI, on a plutôt tendance à être le wagon pour autant qu'il y ait une locomotive. Dans les MBI, on part toujours du repreneur. il y a quand même un degré de non-transformation qui est un petit peu plus élevé que dans des sujets où le dirigeant reste. Quand on est à l'achat avec un repreneur, il y a une incertitude plus importante. Il y a un degré de risques un peu supérieur. Puisque qu'il faut qu'il y ait une greffe. C'est un risque et une opportunité, parce que si ça marche bien, ça peut être vraiment… Si le repreneur est de qualité, c'est même souvent moins risqué, que par exemple dans un MBO, où les cadres deviennent numéro 1. Vous avez souvent des numéros 2 qui ne deviennent pas des bons numéros 1. La spécificité, c'est cette rupture managériale qui est forte. Il y a un risque de non-transformation aussi. C'est-à-dire qu'il y a un risque que la greffe ne prenne pas. Mais avant ça, il y a un risque de non-transformation. Avant le deal, ça va être globalement le management package (les tensions). »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
« Il faut s'assurer que la transmission se passe dans des bonnes conditions. La deuxième chose c'est que vous achetez une société, que vous êtes à l'extérieur, vous pouvez faire toutes les due diligences du monde, vous n'avez pas une vision complète de la société et des nombreux cadavres qu'il peut y avoir dans le placard. C'est un motif de risque supplémentaire important. Quand vous changez le manager au moment de la vente, que vous êtes extérieur, vous n'avez pas une vision de tous les problèmes que peut rencontrer la société. Quand vous rachetez une boite, toutes les mauvaises nouvelles arrivent le premier mois, ou les deux premiers mois. Forcément, la première année, c'est régler tout ce que vous n'aviez pas vu ou qu'on vous avait caché, et s'assurer que le transfert de compétences, le relationnel clients se déroule bien. Il faut 1 an – 1an ½ de temps de découverte. En MBI il y a plus de choses à découvrir. Parfois la greffe ne prend pas. On est un an plus long qu'un fonds classique parce-que la première année, c'est la reprise, c'est la transmission, il ne faut pas faire grand-chose. S'assurer que tout se passe bien, on préserve l'existant. C'est au bout d'un an seulement qu'on souhaite accélérer le développement. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
« Les cas qui fonctionnent le mieux, c'est la personne qui arrive avec ses différences, qui propose de nouvelles méthodes, qui s'appuie sur les forces, qui identifie et arrive à régler les dysfonctionnements. Le MBI, c'est un environnement contraint par les ressources. »	*Experts*	*Autre expert 1*
« Très souvent, au moment où le repreneur rédige la LOI, en tout cas dans les cas qu'on accompagne, donc vraiment des cas small, très souvent, au moment où le repreneur rédige sa LOI, entame ses négociations, voire signe le protocole sous conditions suspensives, il n'a pas encore arrêté son tour de table. »	*Experts*	*Autre expert 2*

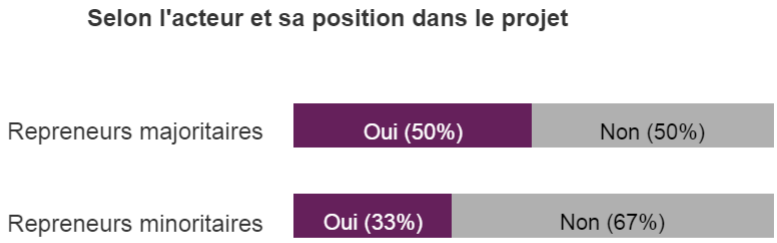
Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Si on sent qu'on a des convergences de vue, sur l'évolution, sur ce qu'on va faire de la boite, sur la stratégie, on va le faire. Sinon, si on sait dès le départ qu'on n'a pas le même point de vue, on ne va pas le faire. Même si la boite est très belle, on ne va pas le faire avec lui. Dans le premier cas minoritaire, vous devez faire avec l'équipe et avec l'argent que vous avez. Vous avez un accompagnement qui est différent. Avant, je disais pis que pendre des fonds majoritaires, maintenant je vois bien que l'accompagnement est quelque chose de clé. »	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*
« Si le président fondateur joue le jeu, a vraiment envie de transmettre sa société, ça se sent. Et ça, c'est la clé de la réussite. Il faut qu'il donne les clés à celui qui va reprendre, qu'il lui explique. Il faut qu'il y ait une sorte, à la fois d'amour pour la boite et d'amour pour celui qui l'a créée. »	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*
« La première de toutes les considérations, c'est vraiment l'homme, ou les hommes, qui vont diriger. L'honnêteté, la capacité à faire équipe. Quelquefois on voit des dirigeants qui n'ont pas de connaissances financières, et ne veulent pas en avoir ou mettent de côté la finance. Or, c'est clé pour discuter avec des gens comme nous et aussi pour pouvoir se projeter soi-même et faire face à des situations qui, quelquefois, ne sont pas toujours aussi roses qu'on aimerait. En particulier pouvoir choisir un DAF. Donc, le lien aux chiffres, est important. J'aime le MBI. J'ai presque envie de vous dire que je préfère presque le MBI au MBO. Il y a des métiers ou ça prend trop de temps ou pas assez de temps. Par exemple accompagner une entreprise qui ne fait pas du tout d'export, ça prend 7 ans avant de porter ses fruits. Ce n'est pas compatible avec la durée du LBO. Dans le digital, les lois changent tous les 6 mois, c'est trop rapide. »	*Experts*	*Expert - Fonds 2*
« Mais je fais le constat qu'on n'a pas une seule ligne, sur le portefeuille parisien où il y a 30 lignes. Si, je me trompe, on en a une, qui se passe fort bien d'ailleurs. Ce qui est donc totalement marginal, totalement marginal. Qu'il y a une telle quantité de liquidités sur le marché, couplée avec des obligations d'investissements par tous ces acteurs qui sont en gestion pour comptes de tiers et qui ont une obligation d'investir, il y a un marché. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 3*

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« L'âge du dirigeant est un paramètre important, oui. Quand on accompagne un dirigeant repreneur qui a une quarantaine d'années, ou 45 ans, ou même 50 ans, généralement c'est quelqu'un, si ça se passe bien, qui voudra faire un second tour, une deuxième opération. Une très forte sélectivité sur ces opérations de MBI, avec une phase de diagnostic, d'assessment du repreneur, systématique. *C'est des opérations où on a une nature de risque plus forte au départ alors qu'on sait que le couple rendement-risque n'est pas forcément toujours très favorable. C'est pour ça qu'il y a une très forte sélectivité sur ces typologies d'opérations. En fonction de l'âge du dirigeant, il ne faut pas qu'on rentre sur des valorisations pas trop élevées parce qu'on sait que généralement on va sortir sur un MBO sur le dirigeant. On aime bien mettre comme administrateur indépendant mais associé minoritaire, un ancien industriel. En sachant que nos fonds vont faire entre 45 et 50 millions d'euros. Une vingtaine de lignes, entre 15 et 20 lignes, et au maximum on va mettre 3 opérations de type MBI dans un véhicule.*	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*

3. Thème 3 : Les représentations concernant les fonds d'investissement

Présence d'un fonds d'investissement envisagée en amont du processus

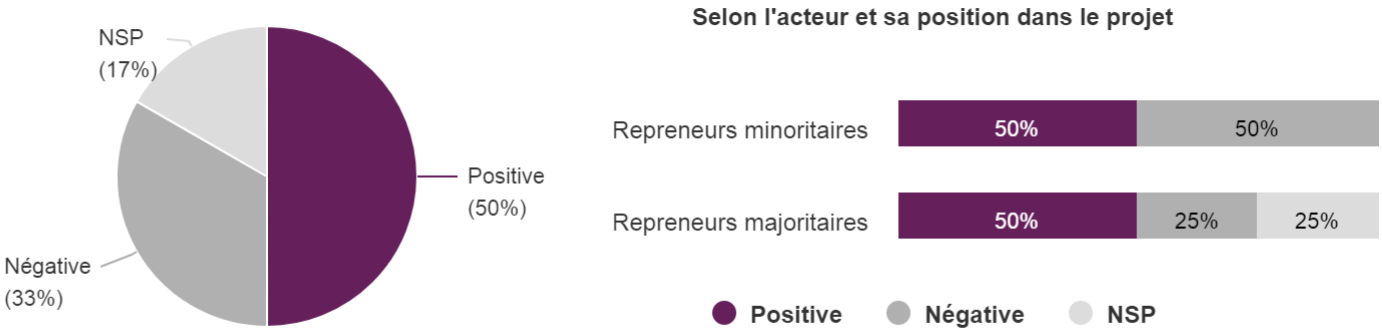




Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Très vite, je me suis dit « il va falloir faire avec un fonds. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« S'il n'y a pas de fonds, c'est difficile. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« Oui. C'était nécessaire si je voulais reprendre une entreprise d'une certaine taille, car je n'avais pas la mise de fonds suffisante. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Non	*« Non au début, franchement, je me doutais que j'aurai des partenaires financiers mais pas un fonds, non. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« L'idéal était que je sois majoritaire. Donc je ne voulais pas de fonds d'investissement. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« Non. Justement, pas du tout. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« Non, non. Pas du tout. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*

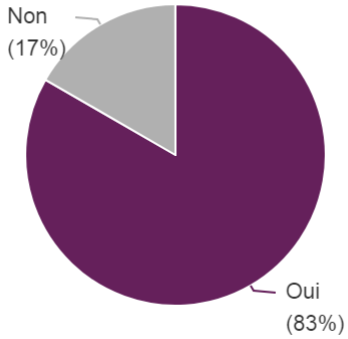
Représentation des fonds d'investissement en amont du processus



Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteur/Position	Source
Positive	*« Ce qui ne me faisait pas peur, ayant dans le passé, fait des opérations de cessions. J'ai une amie qui est directrice dans un gros fonds. Je les connais. Je ne voulais pas qu'il n'y ait qu'un seul fonds. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« Je n'avais pas peur du fonds, parce que le fonds est un moyen d'arriver à mon objectif et je me disais « sans eux, tu ne pourras pas y arriver ». »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« Pour moi, ils n'étaient pas méchants. Vous avez des fonds qui sont vraiment des associés, où vous pouvez compter sur eux. Et puis il y en d'autres, non, c'est la rentabilité qui compte avant tout. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
Négative	*« Je ne connaissais pas les fonds d'investissement. Pour moi, les fonds d'investissement, c'était Black Rock et compagnie, les fonds d'investissement américains qui sont vraiment horribles humainement avec leurs dirigeants. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« Je voulais de la liberté, j'avais l'impression, j'avais peur que le fonds ne me prenne cette liberté-là. Mon projet est de reprendre une grosse boite de 30 M€, avec des relais, quitte à ne pas être majoritaire, mais avoir les mains libres. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
NSP	*« Ça a été longtemps nébuleux. J'ai mis longtemps à comprendre comment ils fonctionnent. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Sans réponse	*« J'ai une expérience du LBO. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*

Evolution de la représentation relative à la présence d'un fonds d'investissement

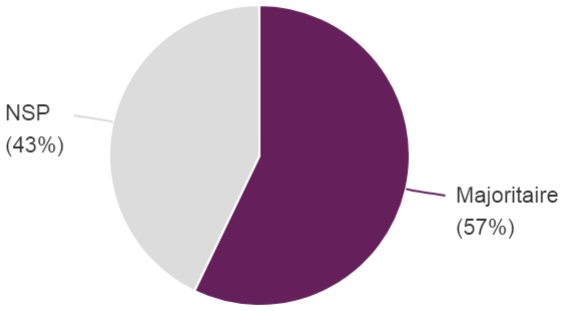


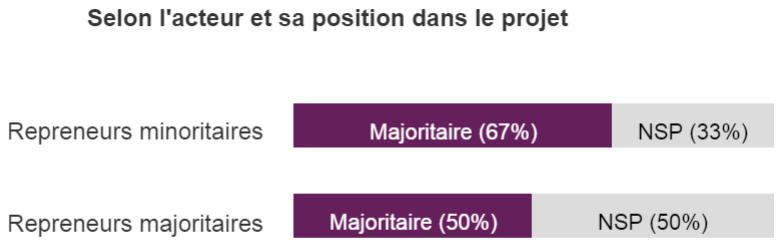
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Si c'était à refaire, si je devais arrêter cette opération par une vente, en refaire une autre, je repartirais sur un deal avec des fonds. Je n'ai pas de problème à être minoritaire. Ça ne me gênerait pas d'être minoritaire à 5 ou 10 %. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« Les gens que j'ai côtoyé dans les aventures précédentes, des belles machines intellectuelles, ils ne nous ont jamais vu, fondamentalement, comme des associés. Ils nous ont vu comme des gens qui leur permettraient de faire quelque chose. Ils nous ont vu comme des gens qui pouvaient les emmerder. Fondamentalement, on n'était pas des associés. Aujourd'hui, on est vraiment des associés. Ça change tout. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Il n'y a que les imbéciles qui ne changent pas d'avis. J'ai vraiment été stupide à un moment donné de penser qu'un fonds…. Demain, si je devais refaire le truc, je le ferais avec un fonds. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« Je suis plus ouvert qu'il y a quelques temps. A un moment donné, je voulais vraiment accaparer la totalité. Je ne pense pas que c'est comme ça qu'il faut raisonner, en fait. Je suis plus ouvert qu'il y a quelques temps. A un moment donné, je voulais vraiment accaparer la totalité. Je ne pense pas que c'est comme ça qu'il faut raisonner, en fait. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« Maintenant c'est très clair et très simple. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Non	*« Les fonds, il ne faut pas les diaboliser. Si c'était à refaire je referais pareil. Mais si c'était à refaire, je travaillerais mieux mon pacte d'associés. Je négocierais mieux mon pacte d'associés. Si vous*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*

	en êtes à votre deuxième, troisième, quatrième LBO, vous êtes bien meilleur que sur le premier. »		

Position capitalistique envisagée par les repreneurs au début du processus

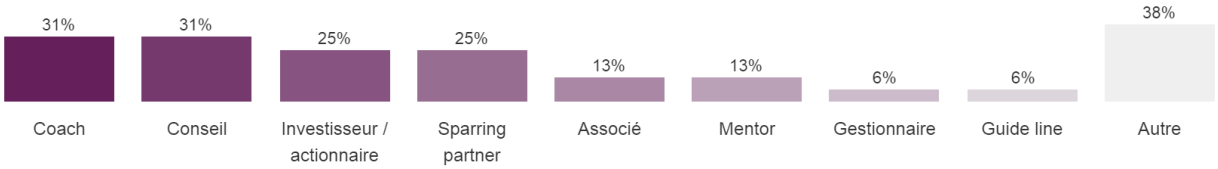




Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Position	Source
Majoritaire	*« L'idéal était que je sois majoritaire. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« Je voulais être ultra majoritaire. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« Minoritaire : pas de pouvoir de décision tout simplement. Je ne voulais absolument pas subir. L'envie d'une liberté plus importante par rapport à ça. Même si vous vous fâchez avec votre fonds, de toute façon vous êtes majoritaire, c'est vous qui prenez la décision, avec les conséquences que ça peut avoir. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
NSP	*« Ce n'était même pas du tout un objectif (être majoritaire). Il vaut mieux avoir une petite part d'un très gros gâteau, qu'une grosse part d'un petit gâteau. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« Je ne savais pas s'il serait majoritaire, minoritaire, je n'en étais pas là, mais j'étais déjà dans une logique où le fonds serait associé à mon projet. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*

Rôle du fonds d'investissement



Selon l'acteur

	RÔLE DU FONDS :								
TYPE D'ENTRETIEN	COACH	CONSEIL	INVESTISSEUR / ACTIONNAIRE	SPARRING PARTNER	ASSOCIÉ	MENTOR	GESTIONNAIRE	GUIDE LINE	AUTRE
Fonds	38%	38%	38%	38%	13%	13%	0%	13%	38%
Repreneurs	0%	17%	17%	17%	17%	0%	17%	0%	50%
Experts	100%	50%	0%	0%	0%	50%	0%	0%	0%

Selon l'acteur et sa position dans le projet

	RÔLE DU FONDS :								
ACTEUR/POSITION	COACH	CONSEIL	INVESTISSEUR / ACTIONNAIRE	SPARRING PARTNER	ASSOCIÉ	MENTOR	GESTIONNAIRE	GUIDE LINE	AUTRE
Experts minoritaires et majoritaires	100%	100%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%
Experts minoritaires	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Fonds majoritaires	67%	33%	33%	67%	0%	33%	0%	0%	0%
Fonds minoritaires	20%	40%	40%	20%	20%	0%	0%	20%	60%
Repreneurs minoritaires	0%	33%	0%	0%	33%	0%	33%	0%	33%
Repreneurs majoritaires	0%	0%	33%	33%	0%	0%	0%	0%	67%

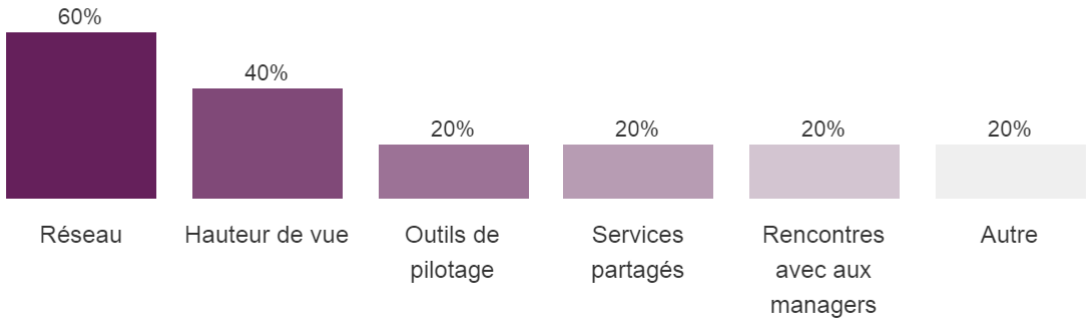
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Coach. Conseil. Mentor	*« La vraie valeur ajoutée d'un fonds, c'est l'accompagnement. Ce n'est pas le reporting. Le reporting, il suffit qu'il y ait un bon DAF et vous recevez les informations tous les mois. C'est le fait de discuter de la stratégie, de la faire évoluer. Le seul avec qui vous pouvez être en phase, c'est le fonds d'investissement, ou l'associé, quel qu'il soit. Les trois (coach, conseil, mentor). C'est comme un mariage, vous êtes avec un chef d'entreprise entre 7 et 10 ans. Vous créez des liens. La greffe prend souvent avant même d'avoir investi. »*	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*
Gestionnaire	*« C'est des gestionnaires de participations. Pour moi un fonds, ça ne sert pas à grand-chose hormis de vous donner de l'argent. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Associé	*« Je considère que c'est un associé. Je considère que c'est un associé. Il n'y a jamais eu une discussion sur laquelle quelqu'un soit passé en force, où il y aurait pu avoir de la frustration d'un côté ou de l'autre. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Coach	*« D'un coach sur la posture. Sur la posture, c'est de l'écoute attentive, c'est de la bienveillance, mais pour autant, il y a de l'exigence. Ce n'est pas un conseil, on vient suggérer des pistes, on est plutôt dans une co-construction. C'est un mélange de maïeutique, on vient le faire accoucher, et après on en discute pour arriver à une décision qui est consensuelle, et qui est assumée par tous. Hands on, c'est-à-dire qu'on est un actionnaire actif, mais non interventionniste, mais on est quand même très hands on, sur les MBI particulièrement. C'est organisé par le Club R. »*	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*
Sparring partner. Autre	*« C'est mon partenaire. C'est ce que j'appelle un sparring partner, un sparring partner avec des idées. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
Investisseur / actionnaire	*« Pour moi, ça reste un outil financier. Un outil qui a permis de lever une dette et puis voilà. Pour moi, ce sont des financiers malgré tout. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
Conseil. Autre	*« C'est un partenaire, un conseil. Ce sont des partenaires de discussion. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
Autre	*« J'espère qu'ils me donneront des éclairages. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Sans réponse	*« Hyper hands-on. Oui. Très hands-on. »*	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*

Valeur ajoutée du fonds d'investissement

*Note : Cette partie concerne uniquement les **fonds minoritaires**.*



Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Réseau. Autre	*« On est des associés. Notre métier, c'est justement d'aller développer notre réseau. On doit pouvoir conseiller. Dire « là je pense que ce n'est pas bien ce que tu fais, c'est un axe de développement qui ne collera pas pour X raisons, prends peut-être contact avec cette entreprise-là ou ce conseil -là qui te dira, il te fera peut-être une petite étude de marchés ou un petit diagnostic stratégique, qui te prouvera par A+B que ça ne marche pas. ». L'idée est d'apporter aussi notre expérience de la PME. On a cette expérience de la PME, on n'est pas des experts secteurs. On est des experts PME. On est des conseillers. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
Hauteur de vue	*« On leur apporte de la hauteur de vue, on leur apporte du reporting, des outils de pilotage. On apporte plus qu'on est contraignant. Coach et conseil oui. Lui, il a une bien meilleure connaissance sectorielle, moi je vais avoir une meilleure connaissance de l'entreprise et de ses difficultés. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Services partagés	*« On a embauché depuis deux ans, quelqu'un qui vient du conseil et qui est capable de faire des études de marché qualitatives. La PME régionale ne va pas forcément prioriser cette charge-là. C'est des ressources qui ne sont pas du tout faciles à trouver en région, et encore moins à un prix qui soit accessible pour des PME. Certains sujets qu'il ne connait pas, ou sur lequel il veut avoir notre avis, c'est bien volontiers, et on va lui donner éventuellement des clés et des contacts. On est quand même dans un rapport d'égal à égal. Lui, il a son rôle de dirigeant et nous, notre position d'investisseur. C'est parfois de le challenger, et de lui ouvrir des nouvelles pistes. C'est des sujets qui ne sont pas forcément leur quotidien sur lesquels on peut compléter leur vision. On a une certaine modestie. On a cette politique d'actionnaires professionnels de créer de la valeur. Ce qu'on souhaite, c'est mettre des ressources à disposition des dirigeants. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*

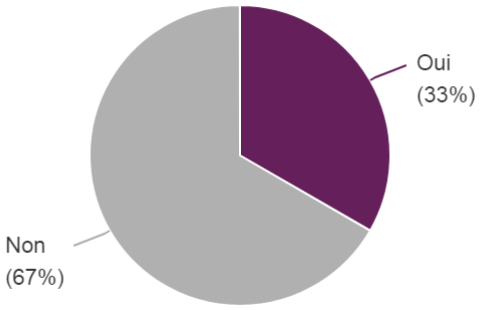
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Réseau. Hauteur de vue. Rencontre avec autres managers	*« On n'est pas un conseil, ça c'est sûr. Le métier d'actionnaires, ce n'est pas un métier de conseil. Notre rôle, c'est d'être à côté, de partager les ambitions, les risques et les contraintes de la vie en PME. On joue beaucoup ce rôle d'aider les gens à formaliser leurs pensées. On essaye de faire que notre rôle, ça soit le lien entre le quotidien et le business plan. C'est d'essayer de jouer ce rôle, de réconcilier le court terme opérationnel et le long terme stratégique. Finalement, on est un peu cette espèce de guide line qui permet de concilier les deux. Ne pas être dans l'hyper détail opérationnel, car ça c'est le rôle du dirigeant, et ne pas être non plus dans la vision stratosphérique, en dehors de toute réalité. On a cette chance de ne pas être tous les jours dedans. Le point le plus apprécié, c'est tout ce qu'on apporte en services ajoutés. On est réputé pour être très proche de nos affaires. Avoir une culture très mixte entre le monde industriel et le monde financier. On s'intéresse aux affaires qu'on finance. Deuxièmement, on a un réseau, qui est le fruit de notre antériorité, de nos expériences, de nos contacts. Ce réseau, il se traduit par des capacités de mise en relations, de recommandations, très fortes, d'autant plus que c'est très ancré dans les territoires. La capacité de recommandations, c'est un point très fort. Après, on a décidé d'intégrer des ressources d'appui opérationnel. On a une équipe digitale, une vraie équipe qui intervient sur nos affaires. On recrute aussi des gens qui ne sont pas investisseurs, qui ne font pas de la finance, et qu'on valorise auprès de nos participations, qui sont réservés à nos participations, pour apporter de la valeur ajoutée extra-financière, en plus de ce que nous en tant qu'investisseurs, on fait dans la relation quotidienne. On aime bien jouer le rôle de sparring partner. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
Outils de pilotage, réseau	*« On est un peu comme un grand frère. On est une boite à outils. Il vient puiser, quand il en a besoin, dans notre écosystème entrepreneurial. Dans la boite à outils, il y a principalement des retours d'expérience d'autres dirigeants qui ont vécu les mêmes franchissements d'étapes. C'est avant tout du partage d'expérience. C'est de la mise en relation lorsque c'est nécessaire. C'est de passer du temps sur des sujets qui le demandent, pour le décharger. C'est tout ce qui est financier, tout ce qui est croissance externe. On est des partenaires. On n'est pas des fournisseurs d'argent. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Sans réponse	*« Ça dépend de la relation qui se créée avec le dirigeant et de l'attente du dirigeant. C'est à géométrie extrêmement variable. Ça peut être coach du quotidien, ou ça peut être des gens qui vous appellent uniquement sur des décisions majeures. Ce qu'on propose, c'est la palette la plus large en disant « on est là pour vous aider ». »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« C'est d'ailleurs tout l'intérêt d'avoir des actionnaires actifs et impliqués comme nous. On est très proche des sociétés, on est très proche des patrons. Vous considérez-vous conseil, coach, mentor ? Un peu tout ça, en fonction de la personne, en fonction de la société, en fonction de la situation de la société et du moment. On est pendant des années des investisseurs actifs. Nous, ce qui nous plait bien, c'est de coacher les dirigeants. Je sers un peu de sparring partner et de vieux sage par rapport au dirigeant. On est là pour faire soit l'interlocuteur, soit le sparring partner sur des thèmes de travail, soit un peu le mentor parfois, sur des dirigeants plus jeunes. On est un peu couteau suisse. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« De sparring partner. On est à sa disposition pour échanger sur tous les sujets, auxquels il est confronté. On reste un investisseur financier, c'est important qu'il puisse avoir d'autres personnes avec qui échanger, qui sont d'autres entrepreneurs. On a la volonté d'avoir un portefeuille assez concentré pour pouvoir aider et accompagner au mieux les repreneurs. Il y a différentes périodes, la première année, qui est la période de reprise, est beaucoup plus intense que la suite. C'est accompagner le repreneur sur l'ensemble de ses problématiques à 360°. C'est, s'il le faut, impliquer des conseils externes sur des problématiques spécifiques. C'est avant tout être disponible pour répondre aux demandes de l'entrepreneur, à tout moment. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*

4. Thème 4 : Le montage financier de l'opération

Présence d'un fonds d'investissement envisagée par le repreneur en amont du deal

*Note : Cette partie concerne uniquement les **fonds minoritaires**.*

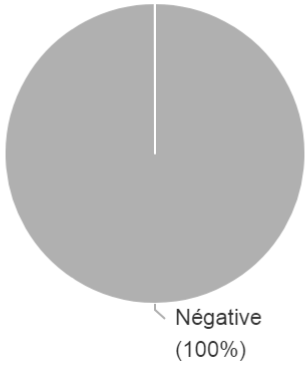


Verbatim :

Réponses	Extraits	Source
Oui	*« Il n'était pas forcément sur le fait d'avoir 3 investisseurs. »*	*Dyade - Fonds 5*
Non	*« Il pensait au départ pouvoir le faire avec une seule dette. »*	*Dyade - Fonds 1*
	« Au début, il ne semblait pas du tout vouloir un investisseur.	*Dyade - Fonds 2*

Représentation concernant la présence du fonds par le repreneur en amont du deal

*Note : Cette partie concerne uniquement les **fonds minoritaires**.*

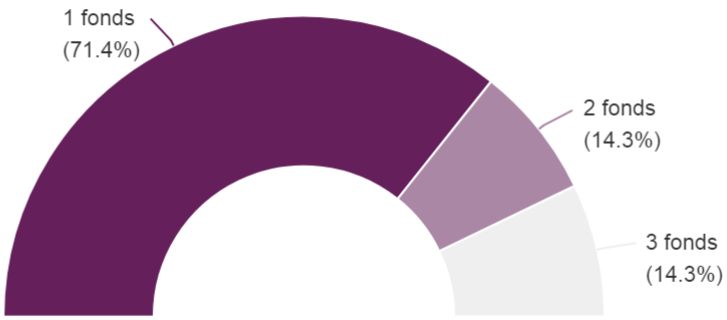


Verbatim :

Extraits	Source
« Au début, il semblait très arrêté. Il a changé après. Il avait la réaction qu'ont beaucoup d'entrepreneurs-repreneurs, ils envisagent les fonds comme la dernière solution, quand on a tout épuisé. Ce qu'on dit toujours « on n'est pas un fournisseur d'argent. On n'est pas une banque » ».	*Dyade - Fonds 2*

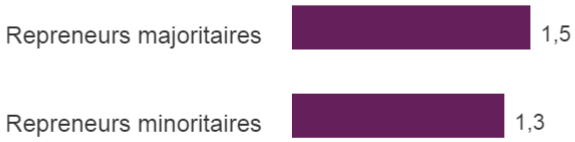
Nombre de fonds d'investissement

Repreneurs



1,4 fonds en moyenne

Selon l'acteur et sa position dans le projet



Fonds d'investissement

1,5 fonds en moyenne

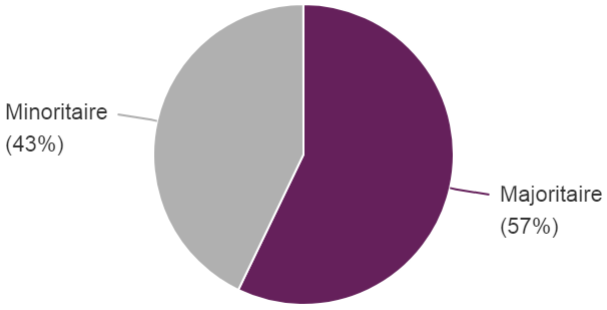
Selon l'acteur et sa position dans le projet

Verbatim :

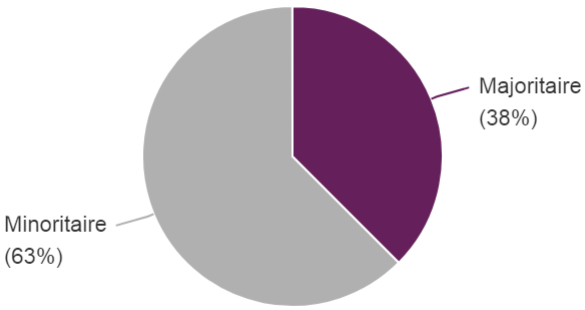
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
1 fonds	*« J'ai rencontré plein de fonds différents mais qui étaient du coup, et c'est là où j'ai vu la différence, plutôt des fonds régionaux, et là j'ai vu plutôt des gens qui étaient des « financeurs ». Ils étaient dans une logique « Monsieur, on n'a pas de projets, vous semblez être quelqu'un de très bien, mais revenez nous voir lorsque vous aurez un projet ». Donc la posture du fonds était une posture de « banquier ». »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« En règle générale, nous sommes le seul investisseur. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« C'était hyper facile de trouver un fonds pour faire ce deal. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« Il n'y avait qu'eux. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
2 fonds	*« Je ne voulais pas qu'il n'y ait qu'un fonds. Ils sont majoritaires à deux mais ils ne sont pas majoritaires tout seul. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
3 fonds	*« Il y en a un qui fait la moitié, et les deux autres, un quart, un quart. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« Il a deux autres investisseurs. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*

Position capitalistique

Repreneurs



Fonds



Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Majoritaires	*« Etre autonome. Je prends les décisions. À tout moment je peux dire : « Tant pis, j'y vais quand même ». C'est la grosse différence entre être minoritaire et être majoritaire. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« Il n'y avait pas d'alternative à ça. De toute façon, il faut que je sois majoritaire.il faut que j'ai les mains libres. Je ne veux pas qu'on m'impose quoi que ce soit. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*

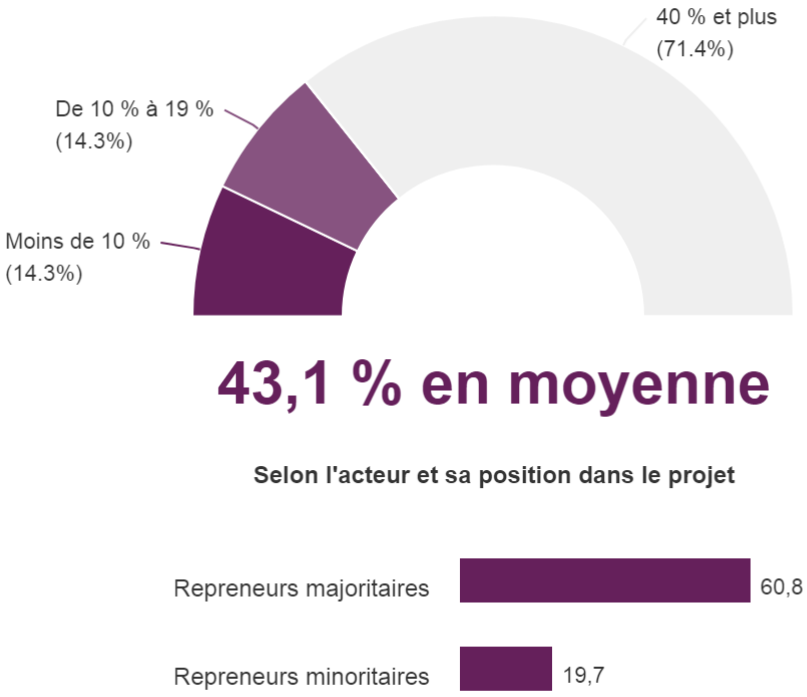
Point de vue sur la position majoritaire / minoritaire des fonds d'investissement

Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Paradoxalement, l'enjeu est encore plus important avant l'acquisition pour les minoritaires. A la limite, quand on est majoritaire, vous vous plantez sur le dirigeant, ben vous le sortez. C'est pas bien. Personne n'aime faire ça. Mais, vous avez le bouton pour appuyer. C'est pas idéal du tout, mais vous avez au moins le levier. *Vous êtes minoritaire, et ben là vous avez le choix d'y aller ou de ne pas y aller. Mais une fois que vous y allez, vous êtes scotché. Vous ne pouvez plus rien faire. »*	*Experts*	*Autre expert 1*
« Le rapport de force est très différent. En minoritaire, je vais devoir subir certains outils, notamment des outils de conversions. Ce sont des tensions, pour certaines de même nature, mais les degrés sont complétement différents. C'est-à-dire, que le degré est beaucoup plus fort en minoritaire qu'en majoritaire. Lorsque le repreneur est minoritaire et le fonds majoritaire. Tandis que le degré est très atténué pour les raisons de pragmatisme et de négociabilité potentielle des éléments, lorsque le repreneur est majoritaire. »	*Experts*	*Autre expert 2*
« On a une culture minoritaire, même si on est majoritaire au capital. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*
« Un fonds minoritaire, vous ne pouvez rien faire sans le dirigeant. Vous avez un relationnel qui est complètement différent. Le fond majoritaire peut imposer des choses. Si vous virez quelqu'un, parce que vous êtes majoritaire, si vous dites « s'il n'est pas content, je le vire », c'est un peu comme si on enlevait un organe. Vous avez tous les muscles autour que vous arrachez. Vous ne connaissez jamais les conséquences. Et puis vous impactez aussi la réputation de votre fonds. »	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*

% du capital détenu

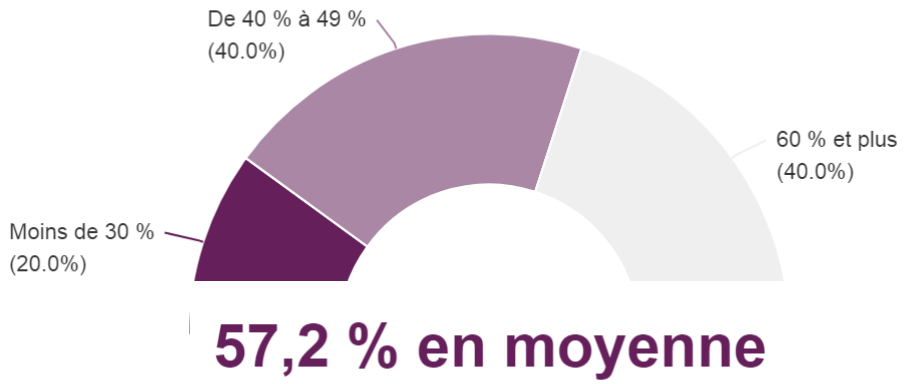
Par le repreneur

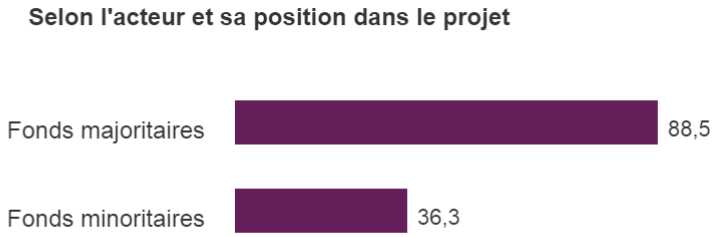


Verbatim :

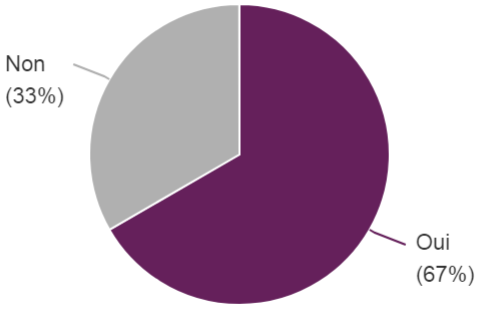
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Moins de 10 %	*« Les cédants sont restés au capital à peu près à la même hauteur que moi. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
De 10 % à 19 %	*« J'aurai bien aimé mettre plus. Ils avaient besoin de faire travailler un maximum de sous. Du coup, le fonds a 70 %. Moi, j'ai 11 %. Les deux fondateurs, à eux deux, ils doivent avoir 10-12 %, et puis l'indépendant qui vient du monde du travel et du digital, il doit avoir 7 %. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
40 % et plus	*« Je me suis dit « est-ce que tu pars avec un fonds en minoritaire et tu mets tes 500 000 euros, ou est-ce que tu mets beaucoup plus et tu pars en majoritaire avec un montage avec des OC, quelque chose sur lequel finalement c'est peut-être plus malin ». Comme j'avais des sous de côté, je me suis dit « écoute, tu sais ce qui va se passer, vends tes actions, vends tout ». Donc j'ai vendu mes trucs et j'ai mis un million deux sur la table. Avec ce million deux, on est parti sur 60 % du capital. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*

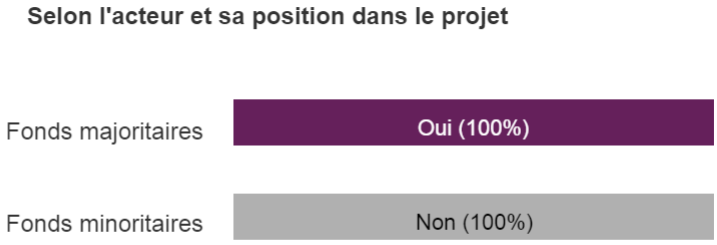
Par le fonds





Réinvestissement de la part du cédant



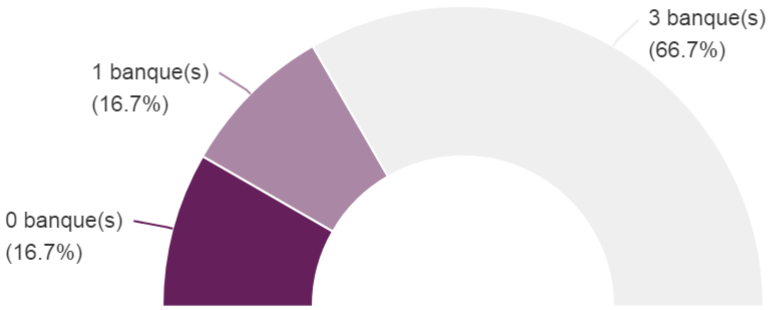


Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Dans la structuration des opérations, on attache une importance au réinvestissement du fondateur dans l'opération. Ce qui est le cas sur cette opération, ce qui sera le cas sur d'autres. C'est un moyen d'aligner les intérêts, de sécuriser une bonne transmission. On demande des réinvestissements qui ne sont pas neutres dans l'opération, de façon à ce que la période critique, qui est la première année, on rassemble les conditions de succès, au maximum, pour qu'elle se passe bien. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« Les anciens dirigeants détiennent encore 8 %. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*

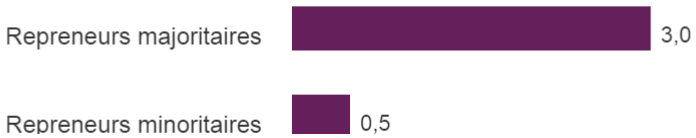
Nombre de banques

Repreneurs

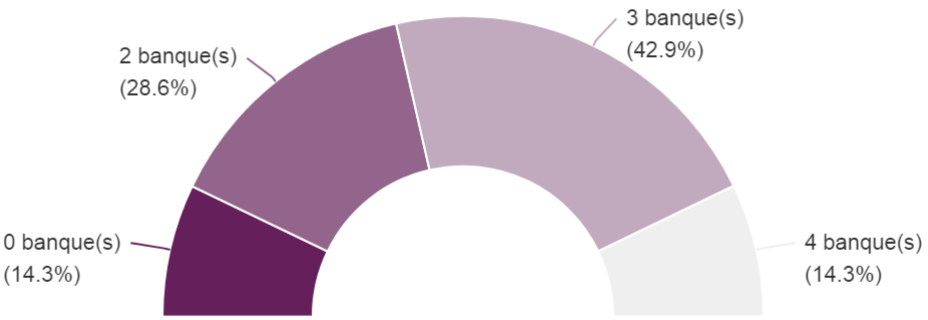


2,2 banques en moyenne

Selon l'acteur et sa position dans le projet



Fonds



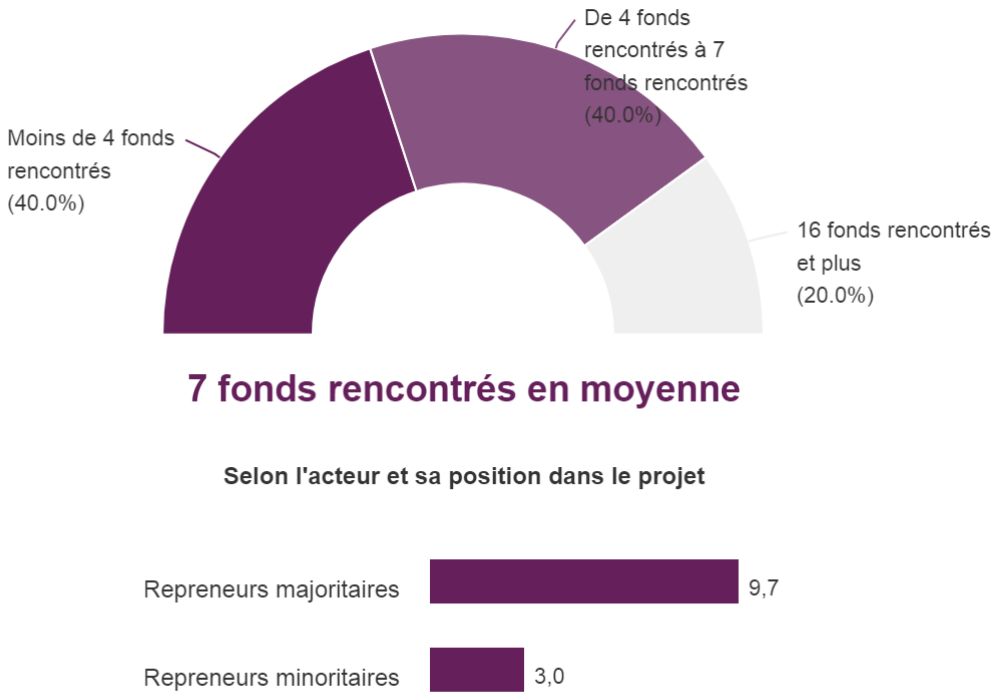
2,4 banques en moyenne

Selon l'acteur et sa position dans le projet

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
0 banque	*« On n'a pas levé d'emprunt. On a au contraire surcapitalisé. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« 100 % equity. Parce qu'on a un complément de prix qui est vachement important. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
2 banques	*« En général, deux ou trois. C'est très suffisant. On est sur des petites opérations. On travaille beaucoup avec les banques régionales, puisque nos opérations sont en région. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*

Nombre de fonds d'investissement rencontrés

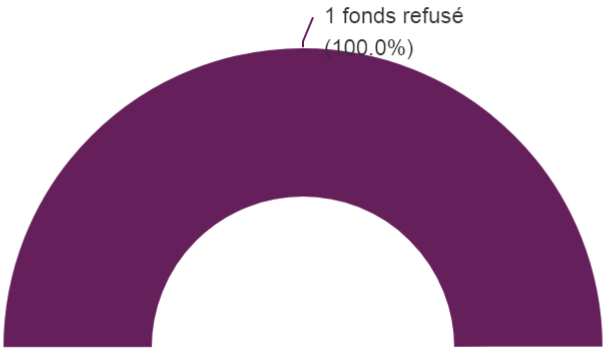


Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
3 fonds	*« Il y en a eu 3 en fait que j'ai contacté. Il y en a un qui m'a pris pour un con, donc la discussion a été rapide. Il y en a un où on a un petit peu avancé. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
20 fonds	*« Le bon conseil de Thierry en particulier, qui m'a dit, « il faut en voir beaucoup ». Il avait raison parce qu'il y a eu beaucoup de refus. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Sans réponse	*« J'ai rencontré plein de fonds différents. J'ai rencontré deux fonds régionaux. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*

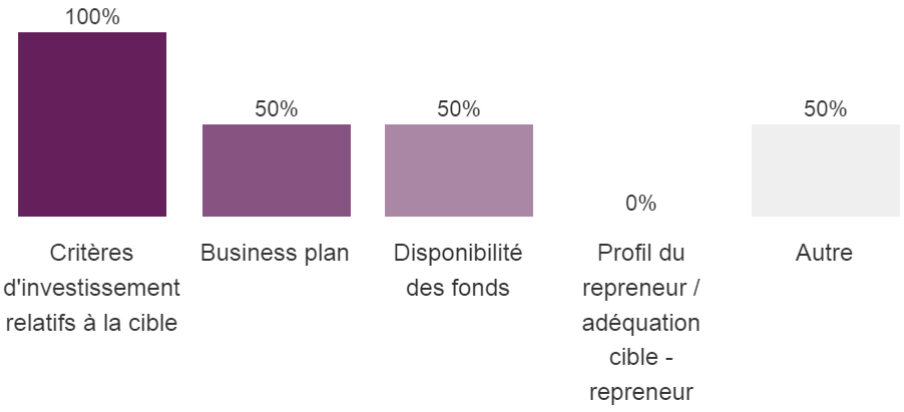
Nombre de fonds d'investissement qui ont refusé

*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires** et les **repreneurs majoritaires**.*



Motifs de refus des fonds d'investissement

*Note : Cette partie concerne uniquement les **repreneurs majoritaires**.*

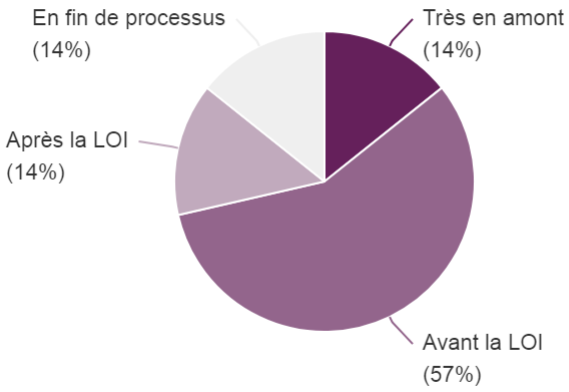


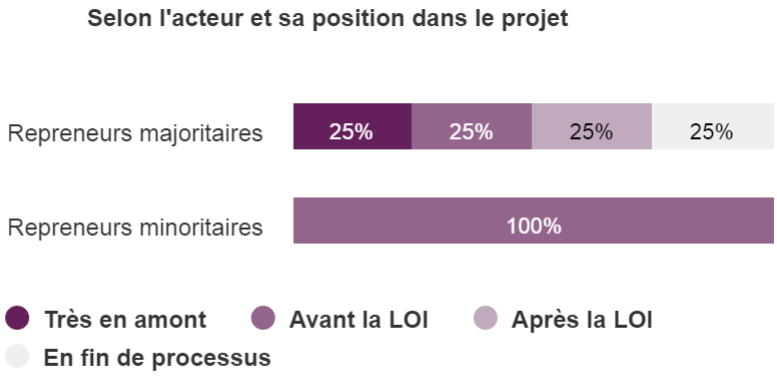
Verbatim :

Réponses	Extraits	Source
Critères d'investissement relatifs à la cible. Business plan. Autre	*« On a été voir des fonds qui étaient ouvert au MBI, mais ils le sont plus ou moins. C'est de l'industrie. Ce n'est pas ce qu'il y a de plus sexy pour beaucoup d'entre eux, en matière de perspectives. Je ne connais pas le marché, donc je me sentais pas trop d'inventer un truc complètement délirant en expliquant que j'allais faire un truc super bien. J'avais un projet qui pouvait paraître un peu plan-plan. »*	*Dyade - Repreneur 5*
Critères d'investissement relatifs à la cible. Disponibilité des fonds	*« J'étais hors-sujet. Il y en a un autre, c'était trop petit. Il y en a un qui était overbooké, donc ça s'est pas fait. Avec les fonds du private equity, c'était radical, c'était oui ou non tout de suite. »*	*Dyade - Repreneur 1*
Sans réponse	*« Il y en a eu 3 en fait que j'ai contacté. Il y en a un qui m'a pris pour un con, donc la discussion a été rapide. Il y en a un où on a un petit peu avancé. »*	*Dyade - Repreneur 2*

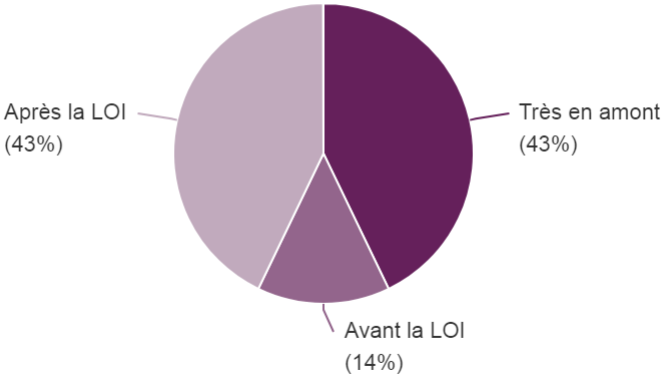
Moment de la rencontre repreneur – fonds d'investissement

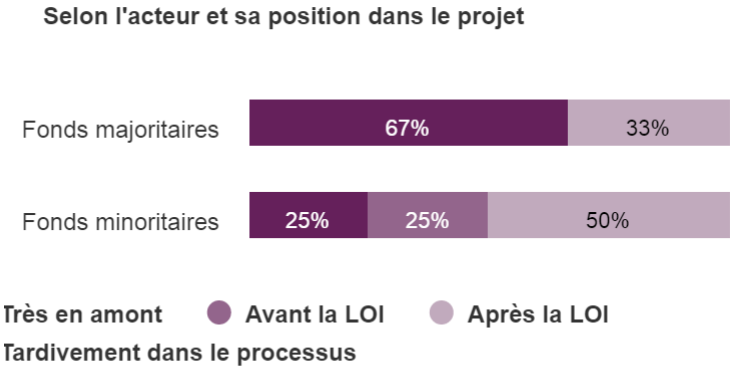
Avec les fonds qui accompagnent l'opération





Avec le repreneur



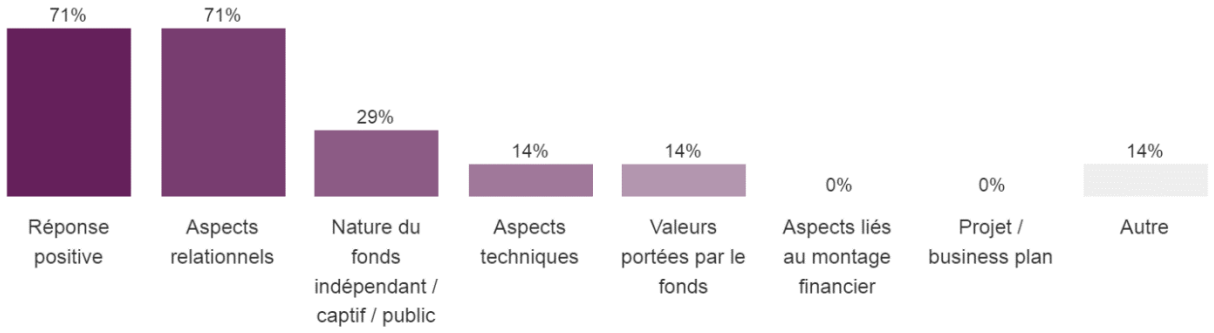


Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Très en amont	*« J'ai un de mes amis qui a repris une entreprise, et l'a revendu. Quand je lui ai parlé de mon projet, il m'a dit « si tu veux Gérard, je peux te faire rencontrer le fonds B ». J'étais déjà dans une logique où le fonds serait associé à mon projet. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« On rencontre nos repreneurs systématiquement en amont. C'est des gens qu'on prend le temps de connaitre, qu'on prend le temps de sélectionner, avant d'avoir identifié la société. On a une approche assez spécifique et très différente. On commence par rencontrer des repreneurs et on les accompagne. On a un deal flow sur ce type d'opération de transmission. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« Donc, dès le départ. Dès la phase où on a repris le dossier en mains. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Oui très, très en amont. Il était en train de négocier son départ de chez E., mais oui, très amont. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Avant la LOI	*« Je n'ai pas cherché les fonds au même moment, quoi. Il y a des fonds que je suis allé chercher très en amont, d'autres que j'ai cherché un peu à la dernière minute. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« Entre le moment où on a reçu l'info-mémo, le moment où on a émis la lettre d'intention, le moment où on a été short-listé pour le second tour et le moment où il fallait remettre une offre ferme, ça a été rapide. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« Il y en avait un qui était mandaté par un fonds qui était sur le dossier, qui était vachement avancé sur le dossier. C'était même l'extrême limite parce que le chasseur m'a dit « on se parle aujourd'hui, c'est la fin du premier tour ». Du coup, je suis rentré en contact avec le fonds qui avait passé le premier tour et j'ai bossé le BP avec eux, le rationnel d'investissement. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Il était en train de rechercher son financement, en train de réfléchir à son montage financier de reprise. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Après la LOI	*« Il était déjà en exclusivité sur cette opération-là. Il avait déjà dealé avec le fonds Z, qui l'accompagnait. Il ne restait plus qu'à se syndiquer et à nous donner un petit bout dans l'opération. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
	« Quand il est venu nous trouver, il devait avoir sa LOI, et un mémo. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
	« C'est uniquement quand on est qualifié pour le deuxième round, qu'on lance cette chasse multicanal. Quand on franchit la première phase, celle de la remise de la lettre d'intention, pour vérifier qu'on est conforme aux attentes du cédant, il y a une phase d'accélération. Dans cette phase d'accélération, il convient d'aller rapidement, trouver, dénicher le successeur. *« Quand le moment sera propice, vous nous le direz, on lancera une recherche multicanal, et on se fait fort, en l'espace de 3 ou 4 semaines, de revenir avec plusieurs noms, supers pertinents par rapport aux critères ». »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« Au moment où j'ai signé la LOI. Pas avant, parce que ça n'intéresse personne avant. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
En fin de processus	*« Je les ai rencontré en septembre, on bouclait en décembre. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*

Choix du fonds d'investissement par le repreneur



Selon l'acteur et sa position dans le projet

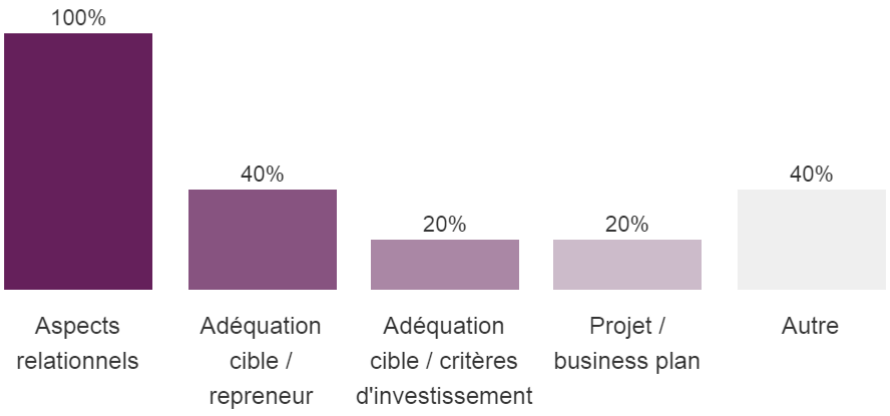
	CHOIX DU FONDS PAR LE REPRENEUR :							
ACTEUR/POSITION	RÉPONSE POSITIVE	ASPECTS RELATIONNELS	NATURE DU FONDS INDÉPENDANT / CAPTIF / PUBLIC	ASPECTS TECHNIQUES	VALEURS PORTÉES PAR LE FONDS	ASPECTS LIÉS AU MONTAGE FINANCIER	PROJET / BUSINESS PLAN	AUTRE
Repreneurs minoritaires	100%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	33%
Repreneurs majoritaires	50%	50%	50%	25%	25%	0%	0%	0%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Réponse positive. Aspects relationnels	*« La rencontre avec le fonds, c'est une vraie bonne rencontre, on s'est clairement dit les attendus de chacun. D'ailleurs, je n'avais pas 50 chevaux, il n'y avait qu'eux. Le but c'était de réussir à les faire gagner. Côté fonds, je n'ai pas eu à choisir entre X fonds. Il y en avait un. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Le choix s'est vite fait. J'ai un fonds qui m'a dit « je prends tout ferme ». Il y a aussi l'intuitu personae. On se connaissait. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Réponse positive. Aspects relationnels. Autre	*« On s'est rencontré, et ça a bien fité. Mon conseil connaissait les dirigeants du fonds. J'avais un avis très favorable. Ce que je voulais c'est que le fonds qui m'accompagne soit suffisamment petit pour que mon deal soit très important pour eux. On n'a pas toujours le luxe de choisir son fonds. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
Réponse positive. Nature du fonds indépendant / captif / public. Aspects techniques	*« C'est un vrai problème de trouver des partenaires. Je n'avais pas cette opportunité de choisir. Ils sont très, très exigeants, que ce soient les banques ou les fonds. Et fait, c'est eux qui vous choisissent. Ce n'est pas vous qui choisissez. Il y en avait un où mes interlocuteurs étaient peut-être plus techniques. Ils comprenaient plus la problématique du business. C'est vraiment une question de personne aussi. Que le fonds soit backé à une banque ? Il y a moins de discussions, c'est plus facile. Je pense que s'ils n'atteignent pas leurs objectifs, ce n'est pas pareil. Quand vous êtes un fonds de banque, vous n'avez pas atteint les résultats, ce n'est pas grave. C'est aussi une souplesse supplémentaire. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Aspects relationnels	*« Ils ont été intéressés par le truc, ils m'ont montré de l'intérêt. Je fonctionne au feeling et au coup de cœur. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
Réponse positive. Valeurs portées par le fonds	*« Le premier critère de choix, c'était ceux qui disaient oui. On a eu beaucoup d'échecs. Y compris des fonds qui m'ont dit un peu oui, puis qui m'ont dit non. Donc c'était des déceptions. Deuxième critère, ça a été l'honnêteté. Il y a un effet moutonnier avec les fonds. Si on commence à convaincre quelqu'un, ça aide à convaincre les autres. Le fonds principal, ils avaient un fonds, au sens propre, où ils n'étaient encore pas totalement investis. Donc, ils avaient besoin d'investir. Ça fait partie de la chance. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Aspects relationnels. Nature du fonds indépendant / captif / public	*« C'est un fonds qui entre guillemets est un « family office », ce sont des gens qui vont plutôt miser sur l'entrepreneur que sur du financement. Ils ont avec moi une approche de construction du projet, et de soutien, et pas uniquement de financeurs. Comme j'avais effectivement un relationnel avec eux qu'était bon, je suis parti avec eux. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*

Choix du repreneur par le fonds d'investissement



Selon l'acteur et sa position dans le projet

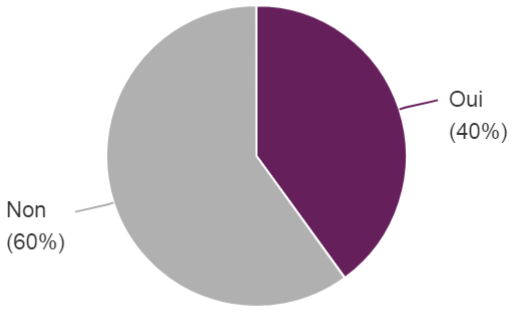
	CHOIX DU REPRENEUR PAR LE FONDS :				
ACTEUR/POSITION	ASPECTS RELATIONNELS	ADÉQUATION CIBLE / REPRENEUR	ADÉQUATION CIBLE / CRITÈRES D'INVESTISSEMENT	PROJET / BUSINESS PLAN	AUTRE
Repreneurs minoritaires	100%	50%	0%	50%	50%
Repreneurs majoritaires	100%	33%	33%	0%	33%

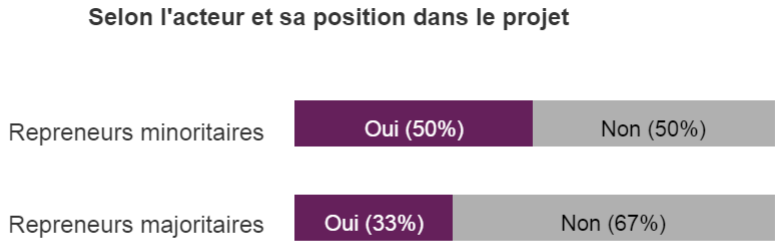
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Aspects relationnels. Adéquation cible / repreneur. Autre	*« Il fallait être adoubé par le cédant. Je les ai aidés à faire le dossier qui va bien. Le jeu était un peu compliqué parce que le fonds m'a fait signer une exclusivité, donc je ne pouvais courir qu'avec eux, mais ce n'était pas réciproque. On a eu un bon fit réciproque. Je me suis battu comme un lion. J'ai vraiment sorti les crocs, je leur ai sorti le grand jeu. Je leur ai fait un BP vraiment aux petits oignons, un plan stratégique aux petits oignons. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
Aspects relationnels. Projet / business plan	*« Je pense que je leur ai inspiré confiance. Ils ont cru dans la pertinence de mes analyses. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Aspects relationnels. Adéquation cible / critères d'investissement. Autre	*« Déjà la cible correspondait à leur profil. En termes de taille, en termes de ticket. Déjà, c'est le point d'entrée. le projet. Le fait que le fonds soit backé à une banque ? Il y a moins de discussions, c'est plus facile. Le projet que je leur ai présenté, qui semblait être cohérent. J'ai senti que ce que je leur présentais, ça les rassurait. Le projet que je leur ai présenté, semblait être cohérent. J'ai senti que ce que je leur présentais, ça les rassurait. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
Aspects relationnels. Adéquation cible / repreneur	*« Je ne cache pas les choses. C'est un mode de fonctionnement. Je pense même qu'ils m'ont choisi pour ça. J'ai des côtés qui peuvent irriter, je suis un peu direct, mais ils avaient su voir que je suis assez direct, ça fait partie de l'évaluation qu'ils ont faite. Ma personnalité par rapport au projet est bien dimensionnée. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Aspects relationnels	*« Quand on a fait le deal, il m'a dit « Denis, on ne t'aurait pas rencontré, on n'aurait jamais fait le deal. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*

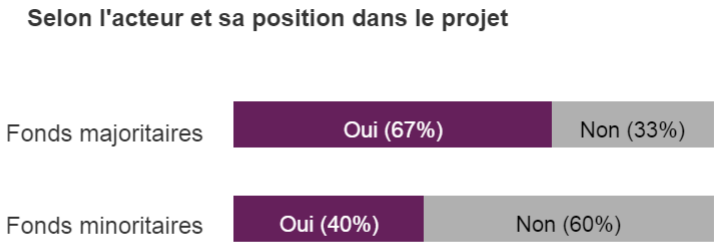
Processus d'assessment extérieur

Repreneurs





Fonds



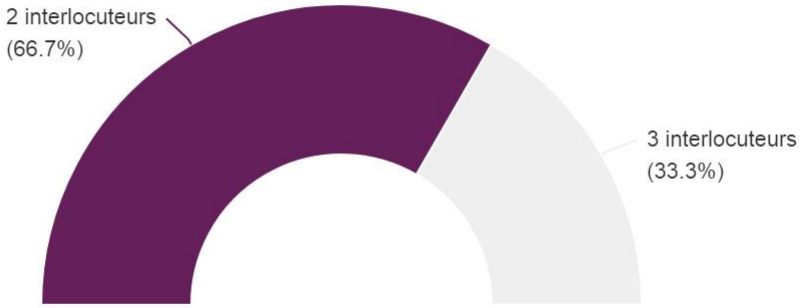
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Ils ont pris des références sur moi. Ils ont appelé mes actionnaires, ils ont appelé le patron du groupe. J'ai eu des super feedbacks. J'ai eu droit à un assessment center, j'ai passé des tests. Il y a un mélange d'expériences, de fit, de côté analytique. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Ce qu'on fait d'une manière systématique, c'est qu'on fait passer des assessments. On a un cabinet RH qui travaille pour nous depuis 8 ans, qui connaît donc parfaitement le profil, non pas d'un cadre justement, mais d'un repreneur de PME. En termes d'autonomie, en termes de résilience, en termes de partage, de transparence, de qualité d'associé. On cherche un associé avant tout, on ne cherche pas un employé. On cherche un entrepreneur et pas un cadre-dirigeant. Importance de l'assessment. On l'a mis en place il y a 5 ans. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« On est passé par un cabinet, je ne sais plus lequel, à l'époque, qui nous a permis de valider son profil. Prise de références, mais pas uniquement. L'assessment visait aussi à comprendre sa connaissance du marché. Est-ce qu'il connait bien le marché ? C'était une due deal assez poussée. Et c'est à chaque fois le cas sur les MBI. Tout le temps, systématiquement. Ça me parait primordial. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
	« Sur l'assessment, c'est aujourd'hui pour nous un passage obligé. Si on décide de ne pas poursuivre l'investissement du fait d'un assessment qui ne nous convient pas, on paye les couts liés, sinon cet assessment est pris en charge par la holding, dans les frais liés au montage. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*

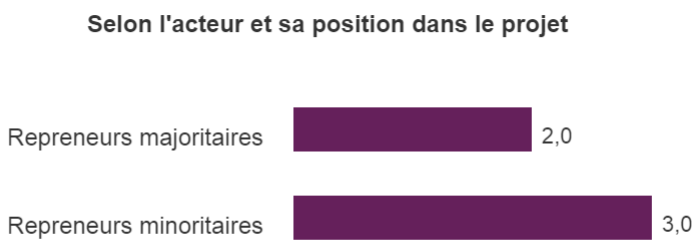
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« On a un process d'assessment, effectivement. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Non	*« S'ils m'avaient demandé de faire un assessment, j'aurais refusé. Un an après, j'aurais accepté. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« Il n'y a pas eu d'assessment extérieur. Ce qui est dommage. Si je devais le refaire, je ferais un assessment. L'assessment, ce qui est important, c'est comprendre le caractère des gens. C'était suffisamment fluide et naturel pour qu'on n'ait pas ressenti le besoin de le faire. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« On a toujours considéré que c'était une décision interne et un choix. Un choix que devait faire l'équipe de gestion, avec les aléas. Je me suis souvent posé la question de l'assessment externe, mais le peu que j'en ai vu, ça ne m'a jamais convaincu. Je l'ai vu faire chez d'autres, j'ai trouvé ça trop psychologisant. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
	« Non, il n'y a pas de cabinet de RH pour valider l'aspect psychologique, il y a du bon sens. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

<u>Nombre d'interlocuteurs au sein du fonds d'investissement</u>

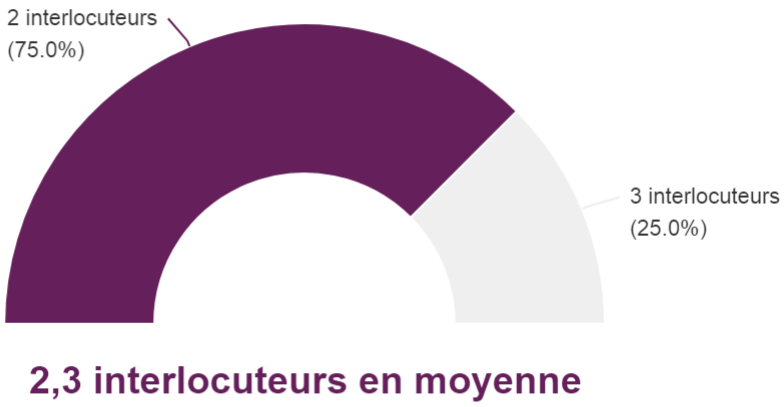
<u>Repreneurs</u>



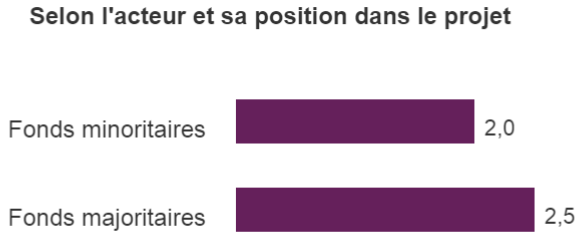
2,3 interlocuteurs en moyenne



Fonds



2,3 interlocuteurs en moyenne



Verbatim :

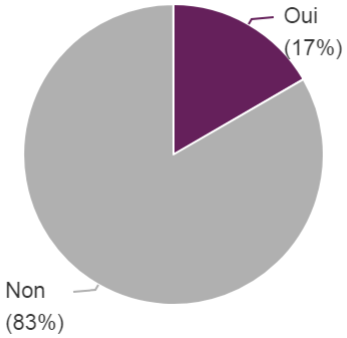
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
2 interlocuteurs	*« Ce qui est intéressant aussi, c'était le fait d'avoir une collaboratrice, qui était son interlocutrice. Ça a permis de croiser nos ressentis, qu'elle apporte sa vision, que je lui apporte la mienne, qu'on échange sur ces points-là. On a quelqu'un de plus sénior, et en tout cas on est en binôme sur les dossiers. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
	« C'est moi à 80 %. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« Il y a un associé principal par dossier et un back up.	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
3 interlocuteurs	*« Aujourd'hui les deux associés travaillent sur le dossier et on a une chargée d'affaires qui nous accompagne dans le suivi. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Sans réponse	*« Attention l'interlocuteur dans le fonds Z a changé 4 fois. Quand une personne part et qu'on la remplace, ça peut moins bien se passer. C'est important d'avoir quelqu'un avec qui ça passe bien. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

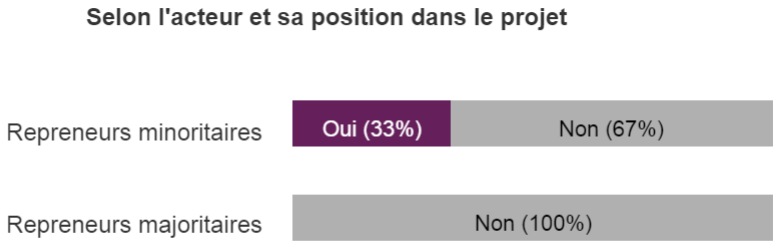
Point de vue sur le nombre d'interlocuteurs au sein du fonds d'investissement

Verbatim :

Extrait	Acteurs/Positions	Source
« Toujours deux, par binôme. Dans pratiquement tous les fonds, il y un binôme. Il y en a un qui est en première ligne, et il y a l'autre, derrière. Chez moi, il y a toujours une personne qui suit la participation au quotidien et moi qui suis toujours là en backup, mais le chef d'entreprise nous connait tous les deux. La plupart des fonds fonctionnent de cette façon pour plusieurs raisons. Pour éviter que la personne qui a décidé du dossier, si la boite est en train de partir en vrille, n'ose pas dire à son comité que la boite est en train de partir en vrille. Quand vous êtes deux, ça ne peut pas arriver. L'information, y compris en interne, remonte plus facilement. Ça permet d'éviter d'apprendre au dernier moment qu'il n'y a plus de solutions, et vous l'apprenez au dernier moment, surtout si c'est un jeune. »	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*

Changement d'interlocuteur au sein du fonds d'investissement





Verbatim :

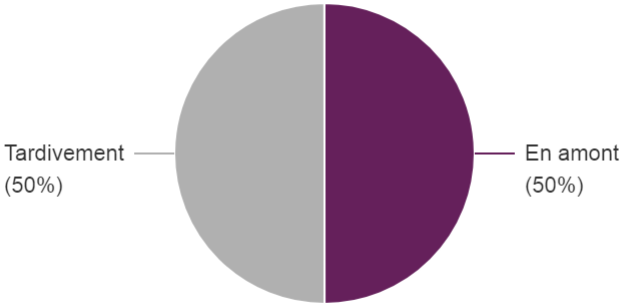
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« J'ai eu quatre chargés de participations différents. C'est le mercato dans les fonds d'investissement, un peu comme au foot. Les deux qui ont fait le deal avec moi ne sont plus chez Z. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Non	*« Si le fonds est petit, vous êtes sûrs de ne pas changer d'interlocuteur. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« C'est important parce qu'il est là depuis le début, il connait quand même bien le dossier. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« J'ai deux interlocuteurs, permanents, François, un ancien banquier, qui est quelqu'un qui n'est pas business pour deux sous et qui est un banquier. Il y en a un deuxième, Arthur, qui lui est un ancien DAF, c'est quelqu'un qui est très bon, qui est beaucoup plus business. Du coup, le binôme est intéressant. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« C'est important. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*

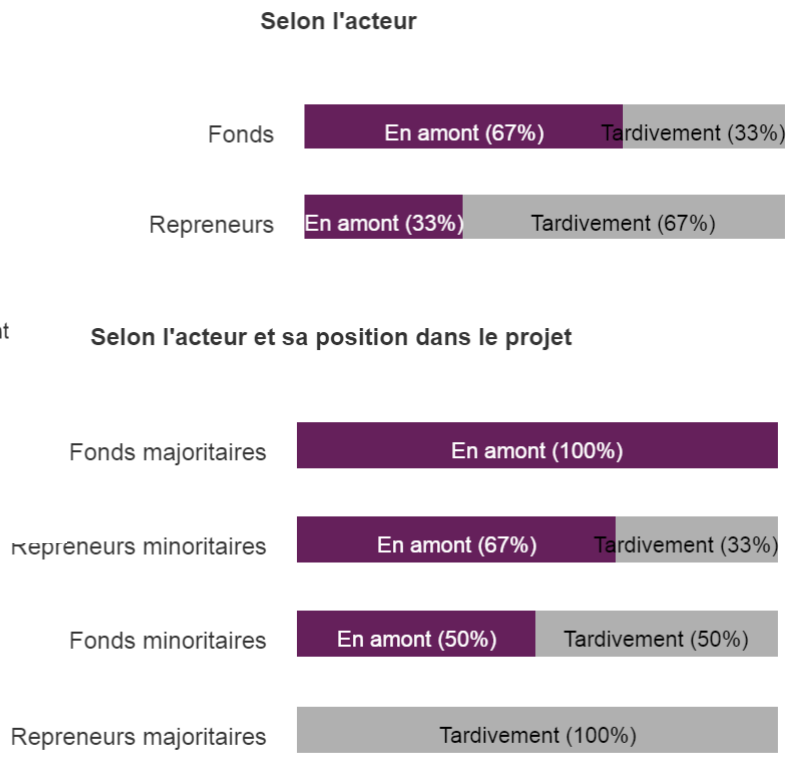
Extraits hors contexte

Extrait	Acteurs/Positions	Source
« On aime que le cédant réinvestisse. Ça valide le passé, le repreneur, le marché et la stratégie. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
« On fait un métier de chiffres mais, notre métier ce n'est pas que des chiffres. C'est une compréhension, avant tout, de ce que sont les modèles économiques, du potentiel d'évolution. Souvent, c'est par ça qu'on rentre dans les opérations, dans les dossiers. Donc, on a besoin que les gens aient envie de partager ça avec nous. Les gens qui nous voient comme un fournisseur d'argent, la probabilité de s'associer est extrêmement faible. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
« Vous ne traitez pas uniquement avec un fonds, mais avec un partenaire d'un fonds et la relation est essentielle. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
« En tant qu'investisseur, c'est important, dès le premier rendez-vous, d'avoir un repreneur à nos côtés. C'est un risque supplémentaire si jamais il n'y a pas de fit avec le repreneur, ça ne marche pas. Mais c'est un risque qu'on trouve important et intéressant de prendre parce que si il y a un fit, c'est très différenciant. Il y a beaucoup de psychologie dans ces deals et c'est important pour le vendeur de savoir à qui il va vendre sa société. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*

5. Thème 5 : Tension 1 – Le management package

Moment de la négociation du management package



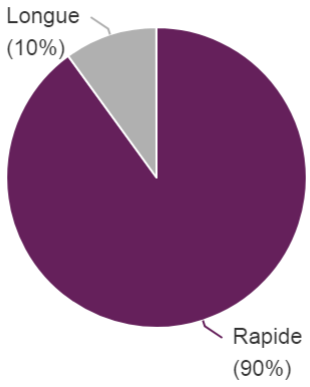


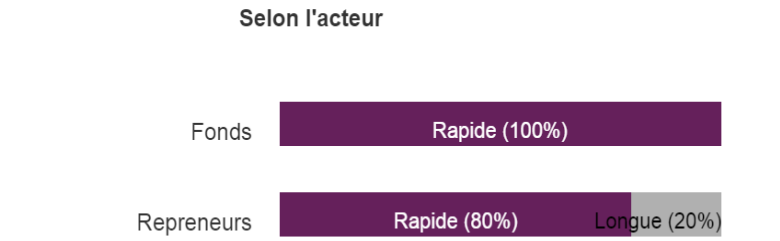
Verbatim :

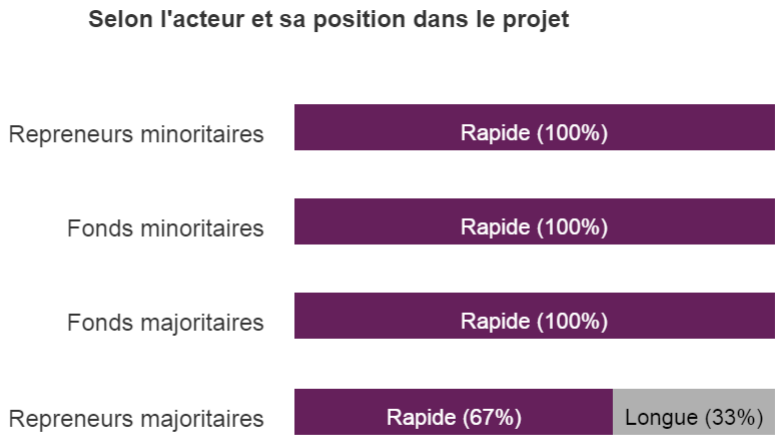
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
En amont	*« En amont de l'opération. Ça veut dire que vous avez déjà mis derrière vous tous les gros points des négociations. On travaille avec des gens avec qui on est déjà d'accord sur la manière dont on va travailler dans le futur. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« On fige les choses dès le début. C'est carré. Le manager sait ce qu'il a. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« C'est quand il y a une lettre d'intention avec les vendeurs. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
	« On a rarement de problèmes parce qu'en fait, on met tout sur la table dès le début. Soit ça fait tout de suite peur et il vaut mieux le savoir tout de suite. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Tardivement	*« La priorité, les premières discussions portent vraiment sur le projet en lui-même. Le pacte et tout le deal qu'on peut faire ensemble vient après. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« Il m'a appris un mois avant le closing que pour lui, les obligations convertibles, qui font partie du financement, étaient converties dans tous les cas. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« C'était proche du closing. C'était à la fin. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« Ça a eu lieu assez tardivement. C'est un mois avant le deal. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« c'est une technique de négociation qu'on connait tous, c'est qu'ils ont toujours remis ça au dernier moment. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
Sans réponse	*« On lui a proposé le package en fait, tout simplement. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*

Négociation rapide / longue



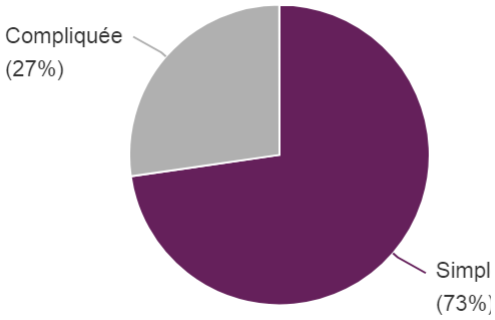


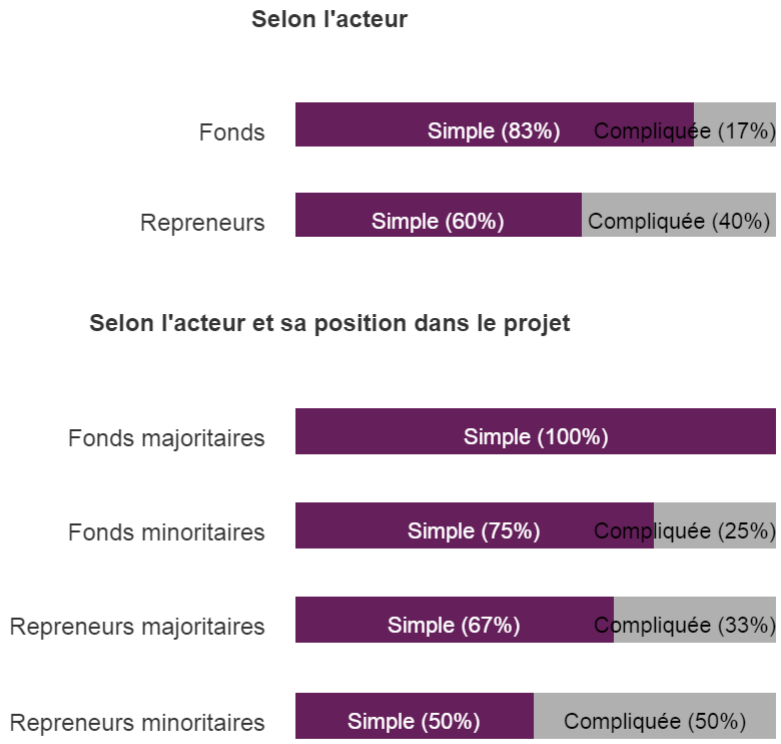


Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Rapide	*« Il n'y a pas réellement eu de négociation. Ça s'est fait tellement vite. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« Il a fait partie des plus simples à trouver un consensus. On est tombé assez rapidement d'accord sur le management package. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« On est très cash et direct dès le début. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
	« De ce côté-là, ça a été assez vite. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Très rapidement. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« Ça a été assez rapide. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« On a fait 3 échanges sur le pacte. On a bouclé un MOU en 3 échanges et 72 heures. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
Longue	*« Il a délibérément ralenti le processus. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*

Négociation simple / compliquée

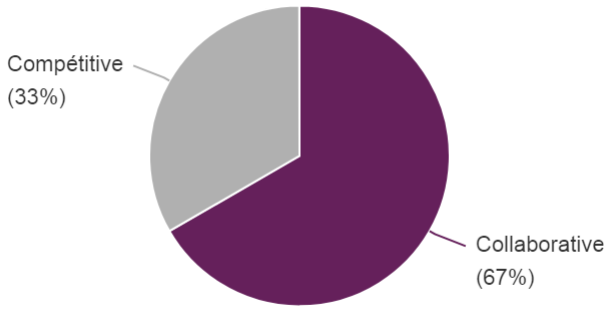


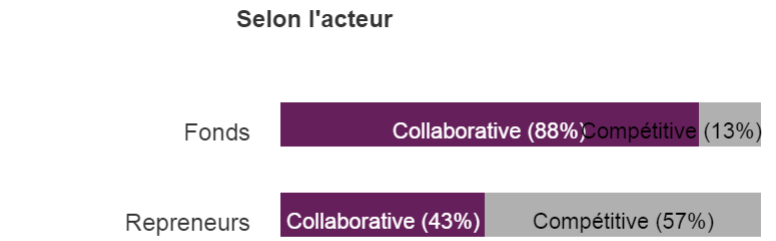


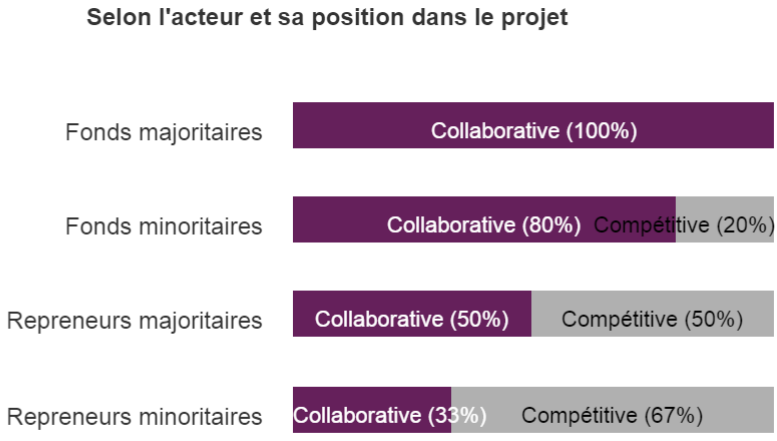
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Simple	*« On fait des montages très simples. C'est clair et on avance. Du coup, les négociations sont assez simples, voire même très simples. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« J'ai fait la séance d'explications, il a très vite compris. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« Ils n'ont pas été chiants pour ça. Ça s'est passé super smooth. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« Très bien. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Compliquée	*« Pour ce qui est de la rétribution de la valeur, ça s'est fait un peu dans l'urgence, en fait. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« Dure, vu que c'est un acheteur, dure ! Il sait aussi s'arrêter. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

Nature de la négociation



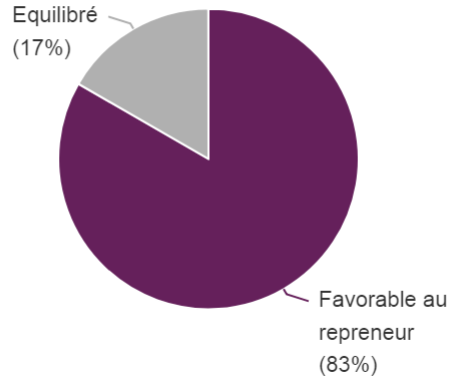


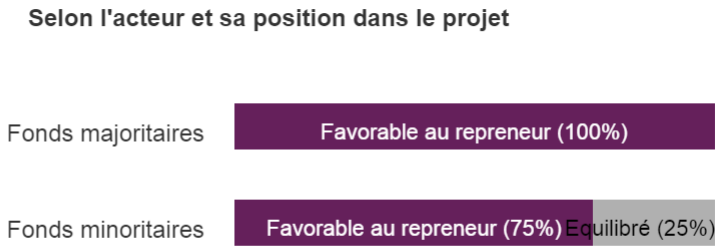


Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Collaborative	*« Très facile. Très facile. On n'était pas antagonistes. On a expliqué les choses, on les a expliquées, simplement. Les mécanismes sont simples à comprendre. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« Coopératif. On est arrivé assez rapidement à un consensus. On a réussi à converger assez rapidement. Je suis très transparent sur le management package, ce que tous les fonds ne font pas. J'ai un tableau explicatif du management package, que je mets à disposition du repreneur, sur lequel il peut faire toutes les simulations. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« Ils auraient pu être plus généreux, mais c'est équitable. C'est équitable, et ça s'est fait en toute transparence. Ça a été assez équilibré. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« ils m'ont semblé faire un truc fair en termes de sweet equity, de machin, de truc. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« On ne piège personne. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
	« On est resté sur des choses assez classiques. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
	« Coopératif, plus que compétitif. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Super coopérative. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« On a un accord qui est équilibré. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Compétitive	*« Il y a toujours une pression pour répondre vite, mais je pense qu'il faut prendre le temps. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Il m'a fait une proposition qui était à prendre ou à laisser. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« Je me suis dit « il faut que tu ailles benchmarker ailleurs ». J'ai eu une contre-offre. Là, je suis rentré dans une période de négo avec le fonds B, ce qu'ils n'ont pas du tout aimé. Donc, on a eu une première zone de tension, là. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« C'était délibéré pour que je n'aie pas le choix. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« Il nous l'a dit : « je vais vous benchmarker, une fois que vous m'avez fait une proposition ». »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

Nature du management package





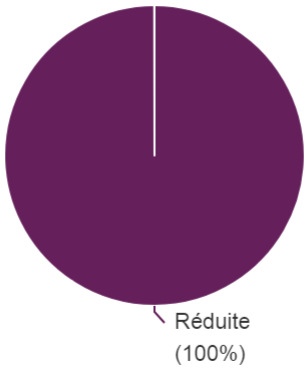
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Favorable au repreneur	*« Le package qu'on a mis en place, fait que, quelle que soit l'issue, qu'il reste ou qu'il ne reste pas, il est content. Si on sort vite, sur une belle valorisation, il part avec un chèque très, très conséquent. Auquel cas, il est content de nous. Il peut partir avec un chèque très conséquent et continuer l'aventure avec le repreneur, ou en tout cas s'il ne continue pas avec le repreneur, il aura suffisamment de sous pour repartir sur une autre aventure. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Très généreux sur la partie management package, qui va permettre à un repreneur pour qui ça se passe bien, de gagner rapidement beaucoup d'argent. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« On n'est pas non plus là pour arnaquer le dirigeant sur le management package. C'est un management package à son profit. Globalement, ça lui est favorable. Ce sont des outils de rétribution de la plus-value à son profit. On n'est pas là non plus pour se faire de l'argent sur son dos. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« On a fait une bonne proposition. On a mis une grosse partie de notre investissement en obligations, la moitié. En obligations, par nature, c'est moins rémunéré que du capital. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
	« On est assez partageur de valeur. Quand l'opération marche, on est tout à fait ok pour rétrocéder de la valeur au dirigeant, qui lui, a les mains dans le cambouis toute la journée. C'est dans l'intérêt de tout le monde s'il dépasse son BP. Ça ne me pose pas de problème de rétrocéder énormément de valeur au dirigeant si le BP a explosé. Il y a un effet démultiplicateur pour lui, donc forcément c'est très, très positif. Pour nous aussi, un peu moins, un peu moins que lui, mais c'est quand même très positif. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Equilibré	*« L'opération doit pouvoir être bonne pour nous comme pour l'entrepreneur. On pratique beaucoup des montages qu'on juge très équilibrés. On pratique des choses extrêmement équilibrées en fait. On est prêt à partager la performance, sans aucun problème, à condition que le niveau de risques, qu'on perçoit dans chaque opération, soit contrebalancé par un niveau de performance atteignable, qui nous paraisse proportionné. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*

Marge de manœuvre du fonds d'investissement

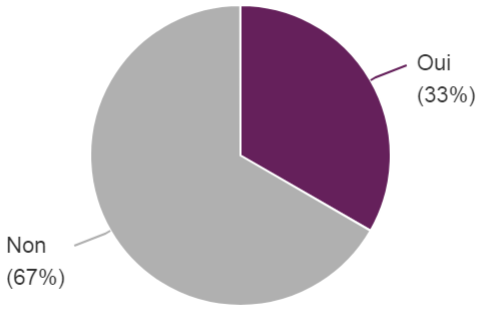
*Note : Le résultat est identique pour les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*

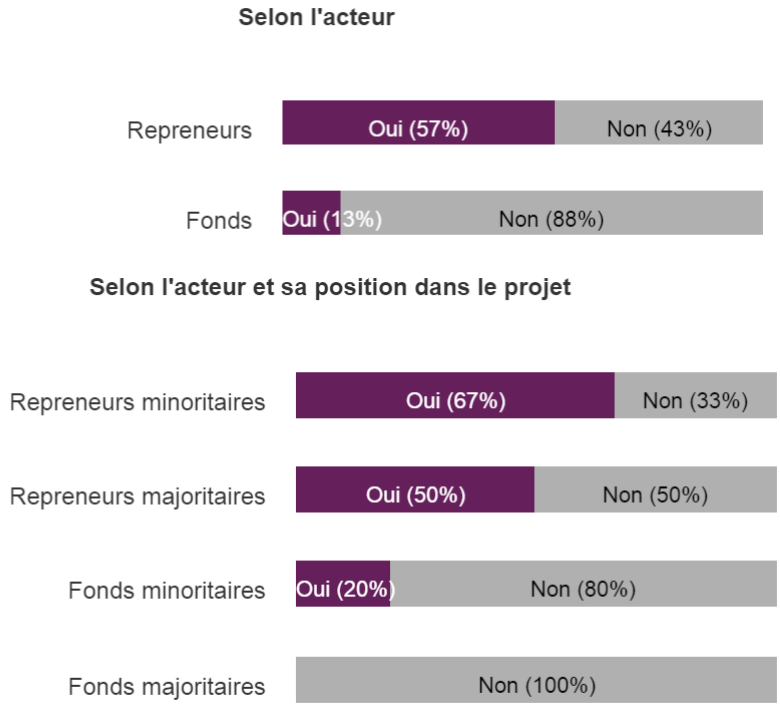


Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« On a un cadre de principe qu'on applique à tous les repreneurs avec lesquels on travaille, qui est le même pour tous. On a peu de flexibilité pour déroger à ce cadre. Si on commence à déroger avec l'un, on va devoir déroger avec tous. La contrepartie de ça, c'est qu'on leur demande de s'impliquer fortement financièrement. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
« Les conditions de rémunérations courantes bien sûr. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
« C'est quand même assez difficilement négociable. On a nos standards de marché, et on arrive avec des idées, avec nos habitudes, sur lesquelles la marge de manœuvre est relativement réduite. Le repreneur n'a pas du tout du tout notre expérience sur le sujet. Il y a une marge de manœuvre, faible, mais il y en a une, et c'est vrai que le repreneur a du mal à la négocier, parce qu'il ne sait pas sur quel levier il peut jouer. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
« On est sur des choses assez standard. Des projets de transmission, il y en a tous les jours, en plus chez nous, on en voit beaucoup passer. On a un man pack standard. Il peut éventuellement essayer de gratter un bout. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

Tension explicite





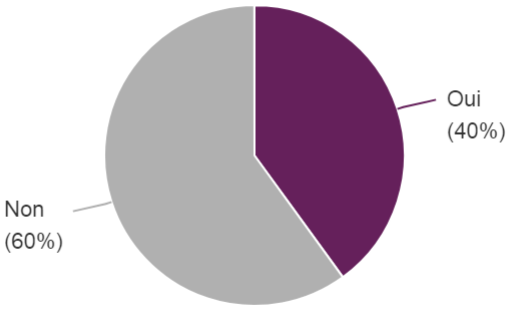
Verbatim :

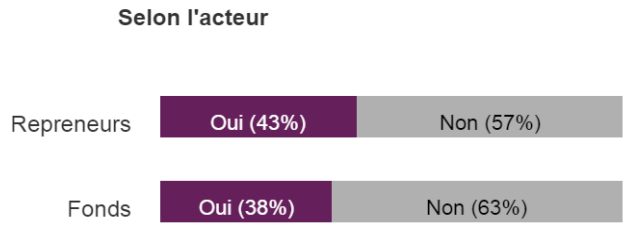
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Non	*« On n'a pas passé des jours et des semaines à discuter et avoir une tension qui s'est créée autour de ça. Il n'y a pas eu de tension. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Je n'ai pas le souvenir qu'il y avait beaucoup de tension sur cet aspect-là. Ça n'a pas fait vraiment l'objet de discussions acharnées. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
	« Toujours bien. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
	« Franchement ça n'a pas été un point d'achoppement. Ça s'est passé presque comme une lettre à la poste. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« Ce n'est pas ce qui m'a le plus préoccupé dans la négociation. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*

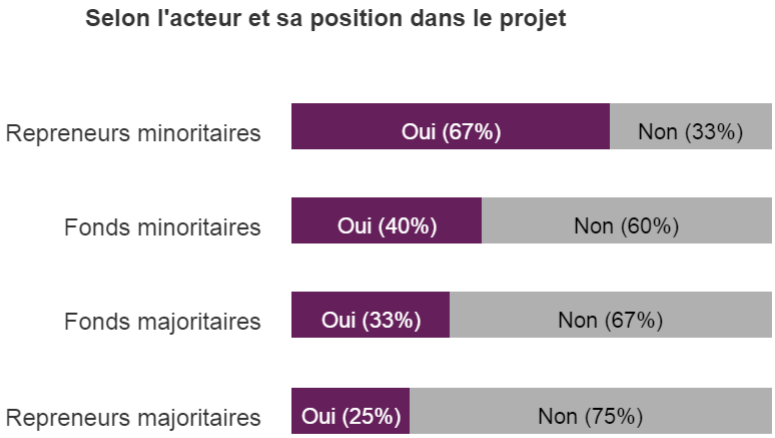
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Pour ce qui est de la rétribution de la valeur, ça s'est fait un peu dans l'urgence, en fait. Je me suis dit que j'aurais pu avoir plus. C'est une technique de négociation qu'on connait tous, c'est qu'ils ont toujours remis ça au dernier moment. Quand je sortirai, je dirai certainement que j'aurais pu gagner quelques centaines de milliers d'euros de plus. Le dirigeant du fonds est un grand malin, il a très bien négocié, parce qu'il m'a fait une proposition qui était à prendre ou à laisser, parce que c'était trop tard pour lui. Il ne l'a pas dit comme ça, parce que c'est quelqu'un de charmant et d'intelligent et qui voulait faire le deal. J'ai fait une contre-proposition, mais il a dit, je ne sais pas si c'est vrai, mais « c'est beaucoup trop tard, vraiment beaucoup trop tard » alors qu'en fait, j'avais pris deux jours, et il n'y avait pas de deadline. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« Il y a un fonds qui a essayé de me la faire à l'envers, je l'ai éjecté. Sur certains aspects de la redistribution du management package, il a délibérément ralenti le processus, à un moment où on aurait pu avancer plus vite, pour me mettre dans un coin juste avant le closing, pour m'imposer ses conditions, qui n'étaient pas des conditions de marché. Il m'a appris un mois avant le closing que pour lui, les obligations convertibles, qui font partie du financement, étaient converties dans tous les cas. C'est aberrant. J'étais majoritaire pour les emmerdes, et minoritaire pour le pognon. Ça divisait par deux, en cas de succès, mes perspectives de gains. Quand il m'a dit ça, je l'ai éjecté. Je l'ai même éjecté alors que je n'avais pas tout à fait la solution alternative, à quelques jours du closing. Et en plus, il a délibérément ralenti le processus. C'était délibéré pour que je n'aie pas le choix. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« Il nous a benchmarké en cours de route sur ce qu'on lui proposait sur le management package, la dimension du montage. Mais il a été loyal. Quand il nous a dit qu'il allait nous benchmarker sur notre proposition. On s'est dit « est-ce qu'il va tenir parole ou pas ? Est-ce qu'il va se servir de notre proposition pour aller voir un autre acteur et essayer de faire baisser le prix, ou monter son package ? ». »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Finalement, on est arrivé à s'entendre, notamment sur les OC, ils m'ont fait des OC à 3 % alors qu'au départ elles étaient à 12%. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« C'est souvent des discussions un peu chiantes. Je connaissais parce que je les ai eues trois fois ces discussions-là, avec mes LBO précédents. Je me suis fait aider par le conseil que j'avais eu à l'époque. De temps en temps, le ton monte un peu. Emotionnellement, il y a des hauts et des bas. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*

Tension latente





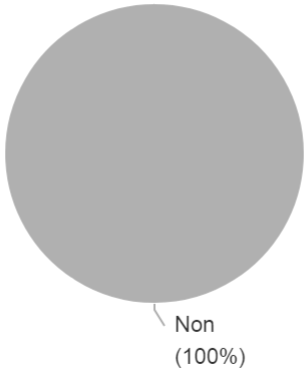


Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Le seul point de négociation, ça a été sur ma rémunération. Je savais ce que je voulais, et je savais ce que je ne voulais pas. Donc là, j'ai été très clair. Ça s'est fini par une négociation « on pensait que c'était ça ». Je leur ai dit « non, non c'est ça ». Je leur ai dit « non, il n'y aura pas de deal, c'est pas comme ça qu'on s'était mis d'accord », ça a duré cinq minutes, et c'était fini, quoi. C'est le seul point, la rémunération. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« Il a été très ferme sur certains points. Sa rémunération. J'ai été très ferme sur d'autres. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« Il y a toujours des points de discussion de détails, mais le cadre lui-même ayant été posé, on évite beaucoup de discussions. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« J'aurais pu tirer un peu mieux en fait. J'aurais peut-être pu négocier un peu mieux, mais avec le risque qu'ils ne m'accompagnent pas. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« Laurent avait dans son montage une propre structure avec son love money, et des partages de TRI dans le love money qui ne sont pas forcément en phase avec ce que nous avons mis en place. Il y a eu tout un travail compliqué, pour mettre en musique ses souhaits en termes de package. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
	« Le truc qui pourrait être très décevant pour moi, c'est que je commence à avoir une rétribution de la plus-value intéressante au-delà de fois trois, niveau valorisation. En gros, si on vend fois trois, j'aurai les méga boules. Parce que je ferai fois trois, comme tout le monde, alors que je me serai défoncé comme personne. S'ils voulaient vendre fois trois, c'est sûr que j'aurai tendance à leur dire « mais attendez, ce n'est pas possible, attendons encore un peu et on fera fois quatre ». »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

Demandes surprenantes de la part du repreneur

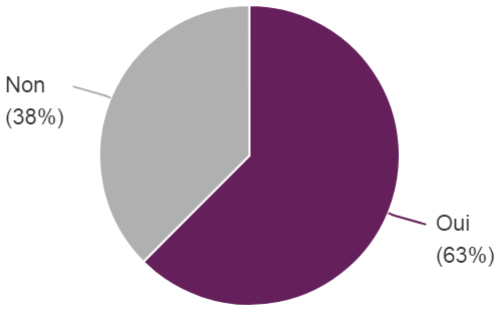
*Note : Le résultat est identique pour les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*

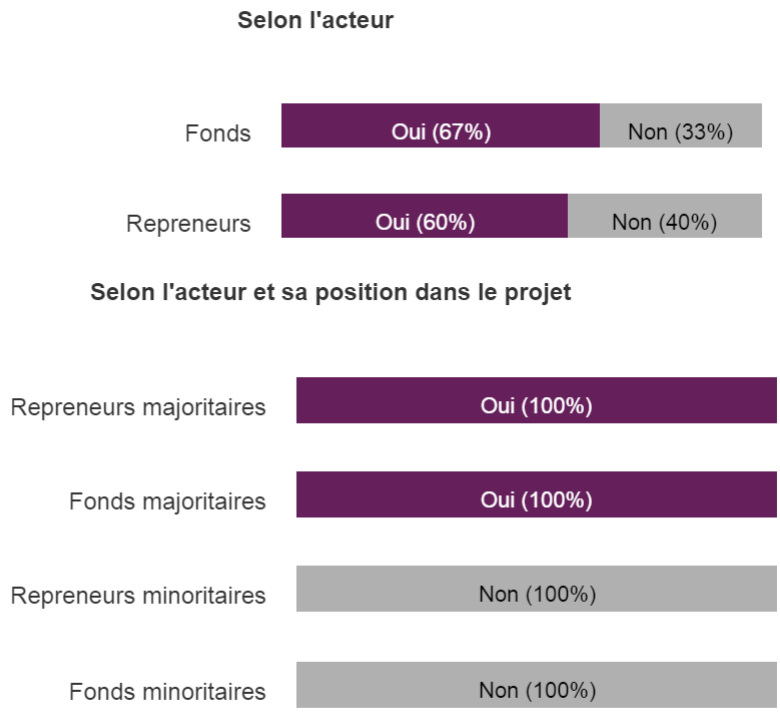


Verbatim :

Extrait	Acteurs/Positions	Source
« Non parce que ce n'était pas quelqu'un qui était habitué non plus. Quelqu'un qui en est à son troisième LBO, qui connait un peu les ficelles, va tirer beaucoup plus fort qu'il n'a tiré, lui. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
« Il n'y a pas eu de grosses surprises de sa part. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

Satisfaction à l'issue de la négociation





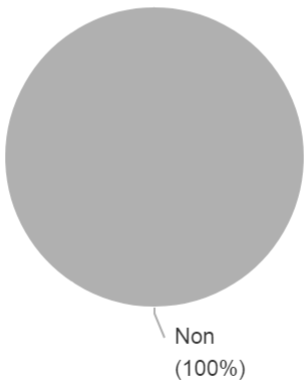
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Oui, oui. Il faut garder la tête froide. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« Oui, je pense que c'est un accord équilibré pour les deux parties. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« Ça a été assez équilibré. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Non	*« J'ai trouvé qu'ils avaient tapé vachement bas. Et puis j'ai remonté le truc petit à petit. Enfin, il y a eu trois mois de discussion. Chaque fois que j'obtenais un truc, je redemandais autre chose. Il me disait « t'es gonflé ». Ce n'était pas évident parce qu'en plus, il y avait d'autres candidats en face, d'autres managers donc c'est difficile de savoir jusqu'où on peut aller. Grosso modo, c'est un deal où la sortie n'est pas dingue, mais dans les valeurs hautes, si ça cartonne, ça devient vachement bien pour moi. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Je ne sais même pas si aujourd'hui on le referait. On referait un peu différemment. Je ne sais pas si aujourd'hui on irait aussi loin que ce qu'on a pu proposer à l'époque. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
	« Au niveau de ma rémunération actuelle, en tant que dirigeant, j'avais assez vite clos le débat en disant « vous savez, je veux à peu près ce que j'avais chez L, ni plus ni moins, voilà je considère que c'est une rémunération fair. Je ne vais pas demander plus, je ne suis pas là pour saigner la boite, je suis là pour la développer. Je ne vais pas demander moins parce que c'est mon mode de vie et que c'est raisonnable ». Je continue à penser que j'ai fait un bon deal. Si c'était à refaire, c'est très clair que je refuserais que ce soit fait dans l'urgence. Je pense que j'ai mal négocié. J'ai été mauvais dans la négociation parce qu'il m'a dit « c'est trop tard, c'est foutu, c'est plus possible de changer », j'aurais dû dire « ben, tant pis !», et il aurait changé, j'en suis sûr. Donc, si c'était à refaire, je dirai « non, je ne suis pas d'accord ». Si dans 5 ans, je repars avec 3 millions, c'est sûr que je ferai vite mon calcul de « j'aurai pu partir avec 3,5 millions ». »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

Impact des tensions sur la suite de la relation

*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires**, les **repreneurs majoritaires** et les **fonds minoritaires**.*



Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Je suis très content, je n'ai pas de problème, je n'ai aucune amertume. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
« Sur notre relation, ça n'a pas laissé de trace du tout, enfin je ne pense pas. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
« Il n'y a pas eu d'agacement. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
« Pas avec le fonds, parce qu'on était toujours d'accord sur le fond. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*

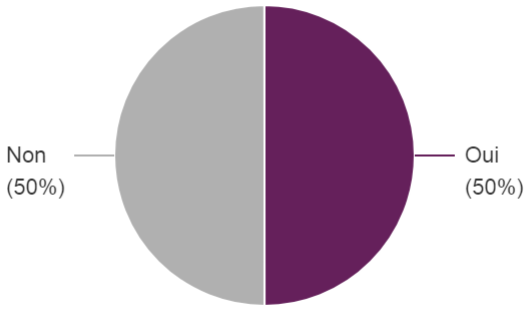
Conseils sur le management package

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Importance des conseils	*« Le package, c'est vraiment le sujet le plus compliqué. Donc, il faut s'entourer de quelqu'un qui maitrise le management package. Ne pas se perdre avec des avocats qui vont dans l'écriture et pas dans la compréhension de l'économie du deal. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Ne pas négocier dans l'urgence	*« Ce que je changerais, c'est que la rétribution de valeur ne soit pas négociée dans l'urgence. J'ai été mauvais dans la négociation parce qu'il m'a dit « c'est trop tard, c'est foutu, c'est plus possible de changer », j'aurais dû dire « ben, tant pis !», et il aurait changé, j'en suis sûr. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
Rapport de force plus favorable en fin d'opération. Offrir une porte de sortie à l'investisseur	*« A partir du moment où vous avez repris une boite et que ça se passe bien, vous êtes dans une position pour pouvoir négocier un package plus favorable, et dans un rapport de force avec vos investisseurs qui change. Parce que c'est vous qui décidez avec qui vous voulez partir. A un moment, si vous avez un investisseur dans votre capital, il faudra lui offrir une porte de sortie, donc vous allez devoir retrouver un autre investisseur. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Etre accompagné	*« Il faut qu'il soit accompagné par des personnes qui ont vu beaucoup de management packages, qui sont capables d'analyser le management package et qui sont capables de le conseiller. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« Il faut se faire aider par quelqu'un qui est capable aussi de donner plein de benchmarks. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
Désactiver la chose	*Sans réponse*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Ne pas aller « au pousse au crime ». De toujours rester dans l'intérêt de la société	*Sans réponse*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
Prendre un avocat	*« C'est l'avocat qui gère le truc. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*

Alignement des intérêts sur le management package



Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« C'est une espèce de sortie par le haut, où on a intérêt à ce que ça marche vachement bien. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
Non	*« C'est un moment où on n'est pas aligné avec les fonds. Alors que sous d'autres aspects, sur le projet, on est assez aligné. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*

Extraits hors contexte

Extrait	Acteurs/Positions	Source
« Quelqu'un qui se retrouve pour la première fois dans cette situation-là, ce n'est pas forcément évident. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
« Il n'y a rien de pire que de négocier avant de closer un deal avec un manager. C'est un moment de tension pour les deux, or c'est le moment où vous partez dans une aventure en commun. Si vous le faites au dernier moment, au moment où tout le monde est stressé pour arriver à exécuter l'opération, c'est plus difficile pour toutes les parties. Pour le manager comme pour les fonds. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
« On est très différent de la pratique généralement admise. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
« Dès le départ, on vient montrer au repreneur la performance que l'on fait, qu'il fait. On lui montre la communauté d'intérêt en transparence, il faut arrêter de fantasmer. Avec mon recul de 18 ans de métier, pas que sur des MBI, je n'ai jamais eu trop de tensions sur ces phases-là de négociation du package. Classiquement, on met en place des mécanismes de rétrocession de la super plus-value, qui sont dans des standards de marché. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*
« Ce n'est pas des sujets de tension, c'est des sujets de discussion, d'échange et de négociation. On est très détendu sur les histoires de management package. les intermédiaires savent très bien jouer de la concurrence entre fonds, tout simplement parce qu'il y a beaucoup d'argent. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 3*
« Généralement c'est une première opération. Ils ont un peu peur. On leur parle de management package, de bad leaver, de good leaver, ça fait un peu peur. C'est normal, puis les clauses de liquidités. C'est toujours les mêmes endroits, les clauses de véto. »	*Experts*	*Expert - Fonds 2*
« Comme on organise la dissymétrie entre les actionnaires, les investisseurs d'une part et les investisseurs managers d'autre part, dissymétrie de profitabilité avec le management package, clairement, ce qui est rajouté aux uns, est enlevé aux autres. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
« Avant le deal, ça va être globalement le management package (les tensions). »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
« En amont, la rémunération du dirigeant ou le package (sources de tension amont). »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
« Cet alignement des intérêts fait que, à un moment donné, il faut qu'on soit amenés à proposer un man pack intéressant au dirigeant. Parce que s'il n'est pas assez incentivant, le manager va se dire « je gère mon p'tit boulot et je vais pas pousser ». C'est important. C'est un point qui me parait fondamental. C'est des moments de tension. On parlait du man pack tout à l'heure, ça peut être un élément de tension. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

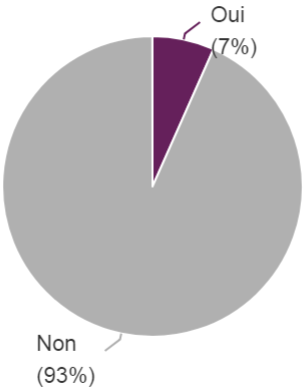
Extrait	Acteurs/Positions	Source
« J'ai fait la négociation package, je lui ai dit, « on ne va pas s'entendre. Je suis désolée, je ne vous comprends pas ». Déjà moi, j'ai commencé à sentir des choses. C'était tout, sur la voiture, sur le salaire. On a beaucoup négocié sur le salaire et je disais « enfin, vous venez dans une PME, c'est pas un salaire de ministre. Il faut vous remettre au niveau d'une PME, et puis si on fait des acquisitions, votre salaire augmentera ». Donc, on avait tout écrit. On le fait avec chacun, parce que quand on achète des sociétés, évidemment le périmètre grossit. Donc tout est prévu, mais la façon de faire était pas géniale. Donc ça, j'ai pas du tout aimé. Et sur la voiture, prime de rideau, enfin bon, la totale ! Je l'ai regardé et je lui ai dit « mais vous voulez être patron ou vous voulez être salarié !? J'ai un petit problème là quand même. Il y a une prise de risques quand même ». A un moment, il m'a dit « mais Rosa, ce n'est que de l'argent ». J'ai dit « oui, mais pour moi, non ». *Donc, ça a commencé à… Je me suis dit, « moi, ce mec-là, je ne vais pas m'entendre avec. On n'a pas les mêmes valeurs, quoi. Les points d'attention ne sont pas les mêmes ». Lui, il négociait son package. Mon patron de l'époque me disait « Rosa, il vient d'un grand groupe, c'est normal, il négocie son package ». Et je lui disais « oui, mais là on parle d'une PME. Il devrait s'intéresser à son bébé avant tout. Voilà. Son package, il a un truc raisonnable, il faut pas exagérer, il vit bien quoi ». Donc, j'avais déjà ce petit truc. le package, vous avez des gens qui cherchent un job. Ils ne vont pas vous négocier le package, et vous vous direz, « ça s'est super bien passé ». En fait, vous vous apercevez que les gars ils sont nuls au boulot. Puisque de toute façon, ils recherchent un job, ils avaient faim, donc ils ont dit oui à tout. »*	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*
« Cette phase-là n'est pas forcément évidente à mener avec quelqu'un qui est dans son first time deal et qui ne sait pas forcément bien quels sont les usages du marché. Est-ce que ce qu'on lui propose est équilibré, pas équilibré ? Autant, quand on va voir une cible ensemble, on est du même côté de la table. Autant, quand ensuite on négocie les conditions d'entrée et le package management, à ce moment-là, on est de chaque côté de la table. Après les problématiques de ces schémas-là, c'est aussi le côté fiscal, et la structuration fiscale qui n'est pas forcément évidente. Il peut être sur la défensive. Mais il sera plus sur la défensive sur le ticket à investir. Il y a des gens qui vont plutôt être dans une posture « j'investis moins quitte à gagner moins ». Ça sera plus ça sur un premier deal. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
« Ce ne sont pas les moments les plus faciles, à chaque fois qu'on arrive à la fin d'un deal. La négociation, la documentation du closing est toujours un moment un peu tendu, où on se dit « est-ce qu'il faut vraiment y aller ou pas ? ». C'est toujours le moment où on se dit « mais est-ce que je ne fais pas une bêtise ? ». »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*

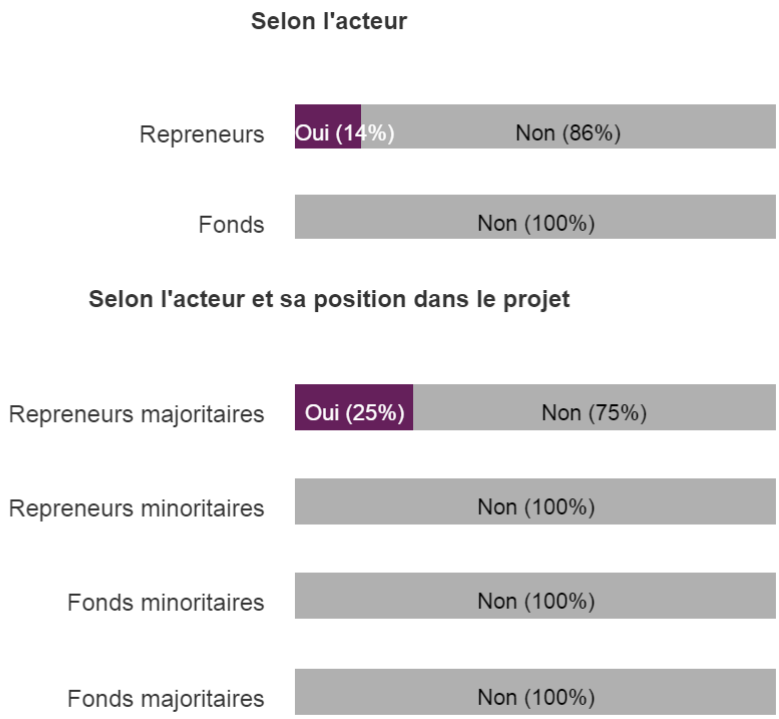
Extrait	Acteurs/Positions	Source
« Ce qu'on ne peut pas faire, c'est avoir le même niveau de risque au départ et avoir des niveaux de performance, à la sortie, qui soient diamétralement opposés. Qu'il y ait du partage de performance, c'est absolument logique, parce qu'un entrepreneur qui prend un risque au capital et un risque personnel, de position personnelle, et qui est à l'origine, en grande partie d'une performance, c'est logique que la performance soit en partie transformée à son profit. Par contre, ça ne doit pas être de la spoliation du coactionnaire. Si, finalement la performance est complètement plafonnée, c'est des choses qui ne nous intéressent pas. Ça veut dire qu'on ne peut pas s'associer. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*

Extrait	Acteurs/Positions	Source
« Dans quelle mesure la performance ou sur performance du repreneur sera rémunérée par le fonds, qui lui rétrocèderait une partie de sa plus-value, ou plutôt renoncerait, car c'est les nouvelles modalités qui sont prévues pour des raisons fiscales, renoncerait à une partie de sa plus-value. En amont, bien évidemment, sur tout ce qui est pacte et management package. Et c'est là qu'on revient à cette logique de confiance, parce que le fonds cherche à tout border. Je raccrochais il y a 5 min, pour un closing de demain, sur un management package exactement sur ce point-là, toujours cette grande différence entre bad leaver et good leaver, et toujours les fonds qui nous disent : « Alors j'ai oublié de te dire, le bad c'est ça, ça et ça, mais aussi tout ce qui ne sera pas good ». « Mais attends, je ne comprends pas, tu m'as déjà listé tous les cas de bad ». « Ouais, mais on ne sait jamais, au cas où ». « Tu fais allusion à quoi ? ». « Non mais t'inquiète pas, je ne vire pas mes managers ». « Non, mais dis-moi, cette clause-balai vise à couvrir quels types de cas ? ». « Bah, on ne sait jamais, on ne peut pas… ». « Donc, justement, si on ne peut pas prévoir, ne me qualifie pas, ne me présume pas fautif dans un cas que ni toi ni moi, ne sommes aujourd'hui en capacité d'anticiper, alors qu'on a quand même tous fait des centaines d'opérations et que du coup la panoplie de cas, on commence un peu à la connaitre ». Et là bim, on est dans la tension entre « Mais tu m'as dit que tu me faisais confiance, pour autant tu écris des choses qui peuvent faire de moi quelqu'un de strictement éjectable ». Et en majoritaire, avec un fonds majoritaire, c'est mortel ! Donc la tension, elle est beaucoup là, en amont. Qu'en règle générale, après la reprise, il y a souvent un apaisement, s'il y a eu des tensions, qui font qu'on a une période de fiançailles un peu, enfin pas de fiançailles mais de première année de mariage. Un peu « lune de miel ». Dans la négo du package, les mecs « timent » le moment où ils te livrent la documentation, pour que tu sois dans le corner, dans la seringue et que tu ne puisses plus reculer. Ça fait 2 mois qu'on te parle du package et quand tu le reçois, tu t'aperçois qu'il y a des cas où il y a dans la documentation des choses pas prévues, après deux mois et demi d'un discours de confiance. La documentation arrive à un moment où le fonds pense qu'on ne sera pas en mesure de refuser avec des clauses comme des OBSA exerçables à tout moment. C'est en opposition au discours de confiance. Cette stratégie de « cornérisation », de la remise de la documentation vient en contradiction avec la notion de confiance. Beaucoup plus encore avec un fonds majoritaire. En termes de tension, il y a un côté tableau Véléda. Après le closing, la tension disparait, le tableau s'efface. Le côté « Véléda » pour le fonds. Avant il est passé par une zone de gestion de risques et après il passe par une zone d'accompagnement, d'analyse, de challenge. Le mot juste, c'est ardoise magique. Parfois, on a construit des managements packages avec des plans de bons ou de rétrocession, qui commençaient à courir à partir de l'année 3, et donc il y a aussi une tension sur la présentation des comptes, sur la présentation des soldes intermédiaires, sur la gestion des postes de charges. Là, il peut y avoir à nouveau pas mal de tensions. C'est vrai que cet éternel « David contre Goliath » est fatiguant. C'est exactement le call que j'avais ce matin, avant de vous rejoindre. Où je disais au client « J'en ai ras-le-bol de ces faux discours-là », où justement, on était encore en train de me servir la confiance à J-1 du closing, alors que j'ai deux actes, dans lesquels j'ai deux paragraphes qui sont justes inacceptables. C'est dommage, parce que ça use tout le monde. Ce manager par exemple, je le trouve déjà très usé. A J-1 du closing. Je le trouve déjà très usé dans la relation. Ils font confiance à l'homme et à l'adéquation avec la cible. Ils font un pari sur l'humain. Il faut distinguer le pari et la confiance. Leur pari est humain. La notion de confiance est usurpée. »	*Experts*	*Autre expert 2*

6. Thème 6 : Tension 2 – Les modalités de sortie du LBO

Tension explicite

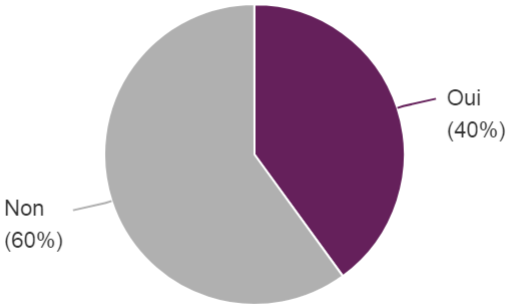


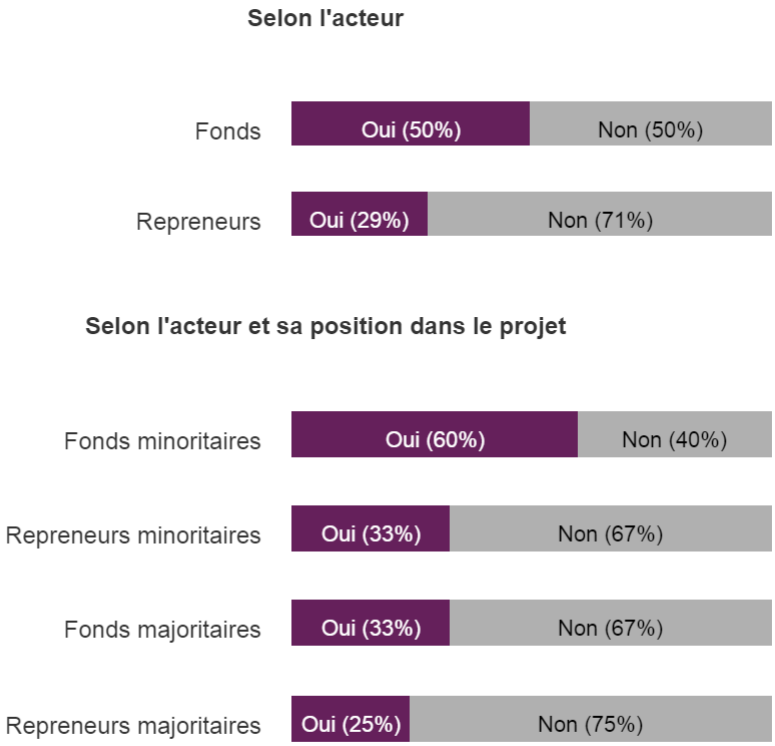


Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Ce qui me gêne, c'est la posture de ces gens. J'ai vu le côté financier, sale, que je n'aime pas, inhumain, que je n'avais jamais vu. Ils m'ont dit, et c'est de la maladresse de la part de François « écoute, si t'es vendeur on est aligné, si t'es pas vendeur, on ne l'est pas. Mais si tu nous laisses un morceau à 60 %, il n'y aura pas de problème, sinon, ça ne va pas être simple ». Ça, ça me gêne. Pour votre information, j'ai arrêté de discuter avec François à ce sujet. La discussion du moment, je n'imaginais pas une seconde que ça se passerait comme ça. Ça s'est tendu, du coup, j'ai changé d'interlocuteur, j'échange avec Arthur, qui est un mec beaucoup plus mature, plus âgé. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
Non	*« On va chercher une sortie qui satisfasse toutes les parties. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*

Tension latente





Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Là, il va rester, donc il y aura forcément un petit conflit d'intérêt à la sortie. Il va vouloir me racheter, donc il va vouloir tirer le prix vers le bas et moi je vais vouloir le tirer vers le haut, c'est normal. C'est un peu le danger. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« Et même si, d'une certaine façon c'est lui qui a dirigé l'entreprise, lui rappeler qu'on a été là au début. C'est aussi grâce à nous qu'il a développé l'entreprise, qu'on a mis en place des choses incitatives pour lui. Le fait qu'on mette une partie de notre investissement en OC, c'est intéressant pour lui. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
	« Il y a peut-être eu la notion de durée pour échanger avec le dirigeant sur notre sortie. Il s'attendait peut-être à un horizon plus long. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
	« Mais c'est évident qu'au moment de la sortie, il y aura peut-être des avis un peu divergents. C'est un risque, on se l'est dit. Pour dire les choses clairement, s'il y a un industriel qui se propose de racheter en payant plus que des fonds qui m'iraient bien à moi, je n'aurai pas gain de cause. Pour moi, c'est le scénario catastrophe. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« L'engagement que nous on a par rapport aux gens qui nous font confiance et qui investissent chez nous, c'est de maximiser le prix. Ce qu'on ne peut pas accepter, c'est un deal où le manager nous propose un prix fixe, et ne veut pas voir d'autres acheteurs. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« Les fonds regardent toujours les managers avec 5 ans ou 7 ans de plus, dans la réalité. C'est pour ça que j'étais un peu en limite d'âge en ce qui me concerne. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*

Moment où le sujet a été évoqué

*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires**, les **repreneurs majoritaires**, les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
En amont	*« Je leur avais dit assez vite, dès le début, que je me voyais rester beaucoup plus longtemps et que mon ambition, c'était de me reluer, assez vite. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Ça vient assez naturellement, dès qu'on parle du pacte. C'est une clause du pacte, c'est la clause de rendez-vous et du coup la liquidité du fonds. On peut aussi l'évoquer très en amont, dans les premiers rendez-vous, en disant « voilà, vous vous inscrivez sur ce sujet, quelle est la prochaine étape ? » pour savoir si c'est lui qui va nous offrir notre liquidité ou si au contraire on sera alignés sur notre liquidité pour aller chercher quelqu'un ailleurs. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« Au premier rendez-vous, bien sûr, la première question, c'est : « comment on sort ? ». Pour un fonds, c'est très important de se dire « est-ce qu'il y a une sortie autre que sur un autre MBI ?». »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
En amont	*« Dès le départ. C'est dans le pacte. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« On l'aborde au début. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« J'ai bien sûr signé que je ne m'opposerai pas, que je ne ferai pas péter le deal le jour où ils veulent vendre. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« Au moment du pacte. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« Oui, on en parle effectivement bien sûr avant l'acquisition. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
	« Je me rappelle avoir évoqué le sujet, je pense, dès notre premier rendez-vous. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
	« Tout de suite. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Assez rapidement, on imagine quelle peut être la forme privilégiée de la liquidité, et on écrit beaucoup dans nos pactes. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
Sans réponse	*« C'est un sujet qu'on n'aborde pas au départ et parce que les choses vont bien. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*

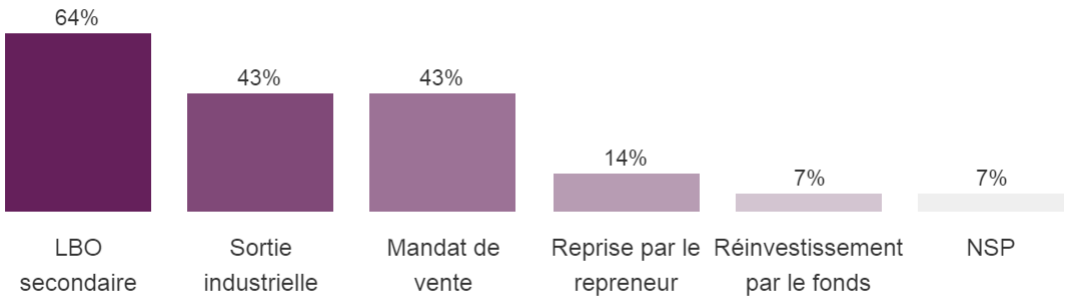
Horizon de sortie du fonds d'investissement

Extraits de verbatim :

Réponses	Extraits	Acteur/Position	Source
Court terme	*« Les discussions que j'ai depuis le début d'année avec le fonds B sont autour de ça. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
3 ans	*« C'est un échelon à 3 ans. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
3-4 ans	*« Le plus probable c'est que dans 3 ou 4 ans la boite soit vendue un bon gros paquet d'argent et moi, j'en prendrai un petit paquet. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
4-5 ans	*« Je ne suis pas là pour quatre ans, c'est eux qui sont là pour quatre ans. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
4-7 ans	*« On est un an plus long qu'un fonds classique parce-que la première année, c'est la reprise, c'est la transmission, il ne faut pas faire grand-chose. S'assurer que tout se passe bien, on préserve l'existant. C'est au bout d'un an seulement qu'on souhaite accélérer le développement. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Entre 4 et 7 ans	*« Au bout de la quatrième année, cinquième année, c'est écrit noir sur blanc, ils sont susceptibles de sortir. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
5 ans	*« On est dedans, on commence à discuter. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
5 ans	*« On est entre 5 et 7 ans. Enfin plutôt 5. Entre 3 et 7 ans. Mais, c'est souvent 5. Là, il nous reste 3 ans. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*

Réponses	Extraits	Acteur/Position	Source
5-6 ans	*« Pour faire simple, en gros, on se donne deux ans de préparation ensemble, et de concertations, avant l'échéance de liquidité. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
5-7 ans	*« L'horizon est à 5-7 ans. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
7 ans	*« On a des clauses de liquidité à 7 ans. »*		*Dyade - Fonds 3*
Jusqu'à 15 ans	*« Nous sommes investisseurs de long terme. Notre but n'est pas de vendre nos participations. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*

Scenarii possibles de sortie



Selon l'acteur

ACTEUR/POSITION	SCENARII POSSIBLES : LBO SECONDAIRE	SORTIE INDUSTRIELLE	MANDAT DE VENTE	REPRISE PAR LE REPRENEUR	RÉINVESTISSEMENT PAR LE FONDS	NSP
Fonds	71%	57%	29%	14%	14%	14%
Repreneurs	57%	29%	57%	14%	0%	0%

Selon l'acteur et sa position dans le projet

ACTEUR/POSITION	SCENARII POSSIBLES : LBO SECONDAIRE	SORTIE INDUSTRIELLE	MANDAT DE VENTE	REPRISE PAR LE REPRENEUR	RÉINVESTISSEMENT PAR LE FONDS	NSP
Fonds minoritaires	100%	25%	25%	25%	0%	25%
Repreneurs minoritaires	67%	67%	33%	0%	0%	0%
Repreneurs majoritaires	50%	0%	75%	25%	0%	0%
Fonds majoritaires	33%	100%	33%	0%	33%	0%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
LBO secondaire. Sortie industrielle. Mandant de vente	*« Ça peut être Eric qui va continuer l'aventure avec un nouveau fonds. Ça peut être un industriel. Si on n'a pas d'offre dans la durée de vie de la participation, à la fin, on va sûrement lancer un mandat. Les deux portes de sortie sont possibles. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
LBO secondaire. Reprise par le repreneur	*« A priori, il restera sur la cible. Donc, ça sera un LBO secondaire où il va me racheter. Bien qu'il ait la majorité sur ce deal, je doute qu'il ait la capacité à me sortir juste avec de la dette. Je pense qu'il y aura un LBO secondaire avec un fonds minoritaire. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Mandat de vente	*« L'objectif, c'est quand même la revente à un moment donné, le refinancement, la revente. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« On aura fait 5-6 ans de LBO, et puis on vend, parce qu'on aura obtenu une vraie valeur. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« On est d'accord pour confier un mandat. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Sortie industrielle. Mandat de vente. Réinvestissement par le fonds	*« Dans ce cas-là, on fait juste notre full leverage recap. On a préparé ça, d'ici 3 ans, soit pour faire rentrer un nouveau DG, soit pour se mettre en état marche pour faire une cession industrielle. Dans ce cas-là, on ira vers une cession. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
LBO secondaire, Sortie industrielle	*« Certains souhaitent revendre pour maximiser leur plus-value. D'autres souhaitent remonter au capital progressivement. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« Tout est possible. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
Sortie industrielle	*« Le plus probable, c'est une sortie industrielle »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
LBO secondaire	*« Je pense qu'on est plutôt dans le scénario où il repartirait sur un LBO secondaire. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
LBO secondaire. Mandant de vente	*« On voulait faire un LBO secondaire. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
Sans réponse	*« On travaille beaucoup à définir, à imaginer les possibles, en faisant parler le dirigeant. Essayer de voir si on a un chemin possible, qui réunit à la fois les attentes, les besoins, la volonté du dirigeant et la nôtre, et puis on essaye de trouver les solutions comme ça. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*

Le repreneur a-t-il son mot à dire ?

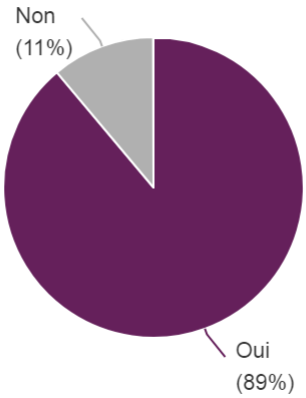
*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires**, les **repreneurs majoritaires**, les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*

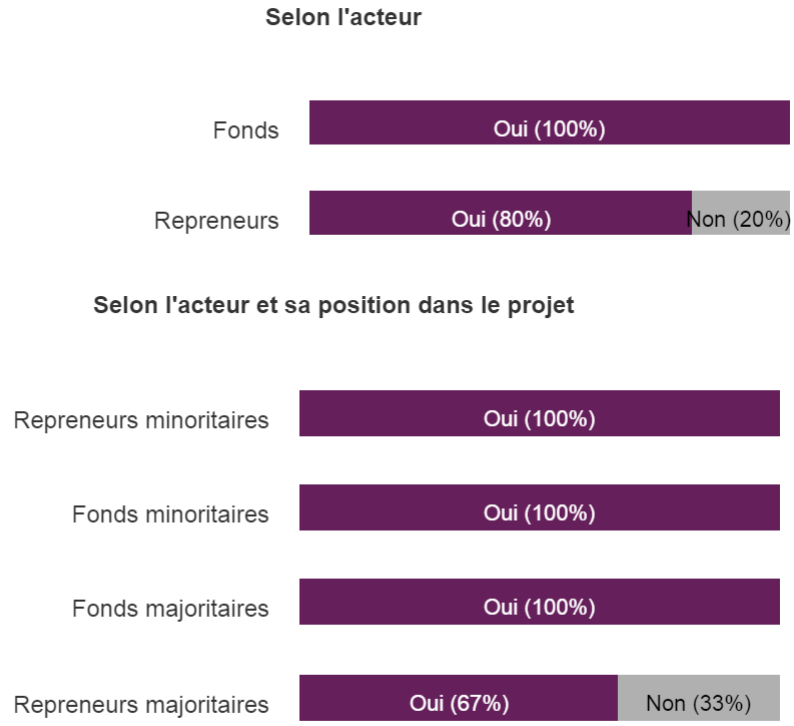
Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« On accorde une importance particulière à ce que le dirigeant trouve une nouvelle place dans le nouveau projet, que ça lui convienne. On est très attentif à ça. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
« Généralement, on intègre dès le début de notre raisonnement, le fait qu'un entrepreneur de 40 ans, qui reprend une société dans un domaine, s'il réussit sa reprise, que son entreprise a du peps, qu'il la développe, la décision la plus logique au bout de 5-6 ans, c'est qu'il a envie de continuer le développement parce que c'est son patrimoine professionnel. S'il se fait plaisir dans la société, il va avoir envie de continuer, la faire grandir. On intègre ça assez vite. Nos pactes ont des clauses de liquidité concertées. Systématiquement. On ne croit pas du tout aux clauses de sell or buy. Vous ne pouvez pas imaginer vendre une boite contre son dirigeant, si son dirigeant est légitime. Ça n'a aucun sens, c'est le meilleur moyen de se retrouver en litige. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
« On échange avec le dirigeant sur la façon dont il voit les choses. Est-ce que il veut se positionner comme repreneur et monter un LBO secondaire ? Ou est-ce qu'on part sur une cession industrielle ? »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
« On a tendance à laisser la main à nos repreneurs à la sortie, pour organiser un processus qui doit être compétitif. Il a toujours son mot à dire, le manager. C'est lui qui gère la boite. Si un manager nous dit « je ne veux pas vendre à cette personne », il a toutes les cartes en main pour pouvoir faire dérailler un deal. Oui, on lui laisse bien sûr son mot à dire. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
« Oui forcément, mais il n'aura pas un droit de véto. Puisqu'on a quand même 90 % du capital. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
« J'ai bien sûr signé que je ne m'opposerai pas, que je ne ferai pas péter le deal le jour où ils veulent vendre. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

« Je pourrai me positionner pour faire une offre. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Extraits	**Acteurs/Positions**	**Source**
« Là, de manière formelle, on pose la question : « est-ce que t'en as marre ou est-ce que tu veux continuer ? Est-ce que tu veux sortir ou pas ? »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
« C'est une priorité qui est laissé au dirigeant. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
« Forcément, ils ont toujours un mot à dire. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
« Oui, il y a une clause, je ne sais plus comment elle s'appelle, une clause de priorité sur le rachat des parts. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*

Le repreneur souhaite-t-il rester à la tête de l'entreprise ?

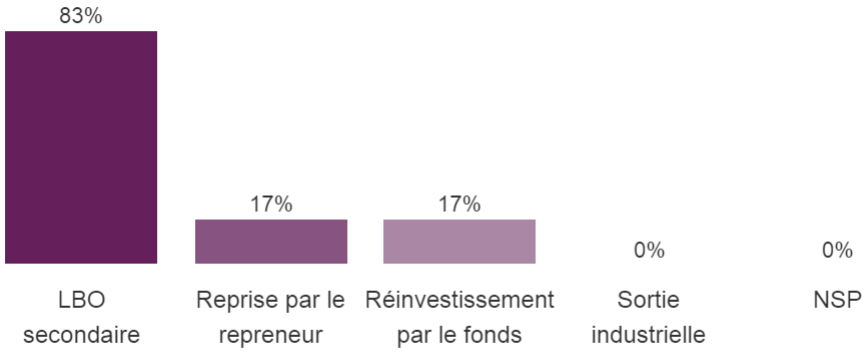




Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« J'adore la boite que j'ai reprise. Je viens d'avoir 51 ans, je me verrai bien la développer. Tout sera ouvert. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« J'ai vraiment vocation à me reluer. L'idée, c'est vraiment de faire un carton pour que je puisse me reluer au max. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Il a envie d'en faire un projet à long terme. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
Non	*« Mon projet est de reprendre une grosse boite de 30 M€. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*

Scénario souhaité par le fonds d'investissement



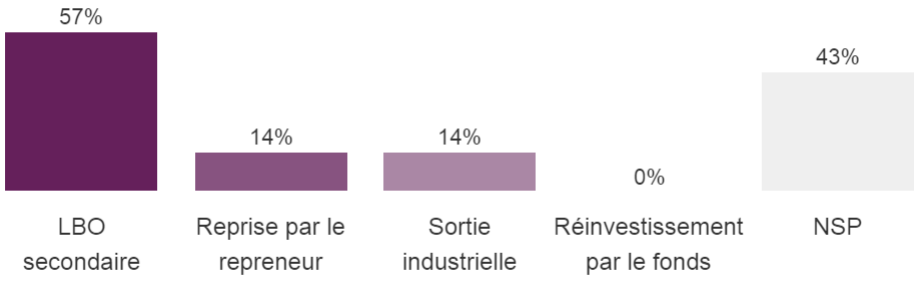
Selon l'acteur et sa position dans le projet

ACTEUR/POSITION	SCÉNARIO SOUHAITÉ PAR LE FONDS : LBO SECONDAIRE	REPRISE PAR LE REPRENEUR	RÉINVESTISSEMENT PAR LE FONDS	SORTIE INDUSTRIELLE	NSP
Fonds majoritaires	100%	0%	0%	0%	0%
Fonds minoritaires	75%	25%	25%	0%	0%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
LBO secondaire en restant dirigeant	*« Notre option de sortie privilégiée, si c'est le choix du manager, c'est une sortie avec un autre partenaire financier qui vient nous remplacer. Ce qui permet au manager de se reluer et de poursuivre son aventure entrepreneuriale. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« La valorisation sera un élément déterminant, c'est clair. Après, dès qu'on a un multiple correct, on est content. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
Réinvestissement par le fonds	*« S'il n'y pas de prix d'équilibre, ou s'il n'a pas de discussion loyale et de bonne foi et qu'on n'arrive pas à un prix d'équilibre, il y a un mandat qui est donné pour trouver une solution. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
LBO secondaire en restant dirigeant. Reprise par le repreneur	*« Notre philosophie, c'est véritablement d'aller dans ce sens-là, c'est quelque chose qu'on privilégie. 80 % de nos sorties se font avec les managers, enfin, s'ils sont intéressés. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*

Scénario souhaité par le repreneur



Selon l'acteur et sa position dans le projet

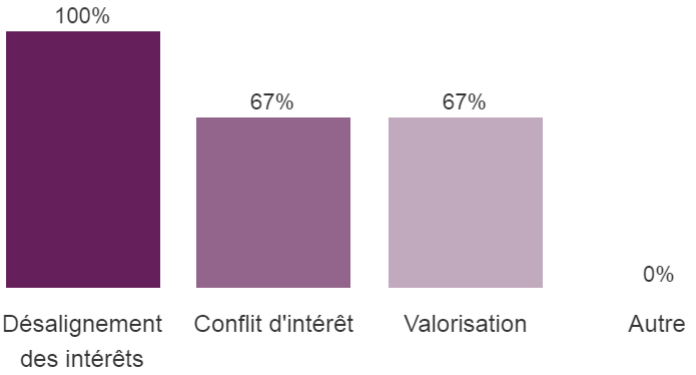
	SCÉNARIO SOUHAITÉ PAR LE REPRENEUR :				
ACTEUR/POSITION	LBO SECONDAIRE	REPRISE PAR LE REPRENEUR	SORTIE INDUSTRIELLE	RÉINVESTISSEMENT PAR LE FONDS	NSP
Repreneurs majoritaires	75%	25%	25%	0%	25%
Repreneurs minoritaires	33%	0%	0%	0%	67%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
LBO secondaire. Reprise par le repreneur	*« Du coup, il y a deux possibilités. La première, c'est de dire « je rachète tout, c'est-à-dire les 40 % qui me manque ». La deuxième possibilité, c'est de dire « je ne modifie pas mon actionnariat, je fais du cash out massif, plusieurs millions d'euros ». Et la troisième possibilité, c'est de dire en gros « je monte à 80 %, je laisse 20 % pour le fonds B, et je fais un peu de cash out, qui est supérieur à ma mise, et du coup, j'ai assuré mes arrières. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
LBO secondaire	*« Si j'ai les moyens de racheter les parts de mon associé, je le ferai. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
NSP	*« Ce n'est pas un sujet pour moi parce que, je vais vous dire franchement, je n'ai aucun affect avec la boite. Tout est ouvert. Je suis opportuniste. Je n'ai aucun tabou. Je prendrai la solution qui sera la plus pertinente pour moi. Je n'ai aucun tabou. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
NSP	*« Si on vend à un autre fonds, le plus probable si je performe, c'est que je continue. Si on vend à un industriel, à ce moment-là au lieu de diriger une PME, je me retrouverai à diriger une business unit. C'est ce que j'ai fait pendant 15 ans, donc c'est plus du tout ce que j'ai envie de faire. Si je m'entends très bien avec eux, j'accepterai de le faire un an s'ils le demandent, parce que je ne vais pas abandonner mes équipes. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

Risques de descension au moment de la sortie

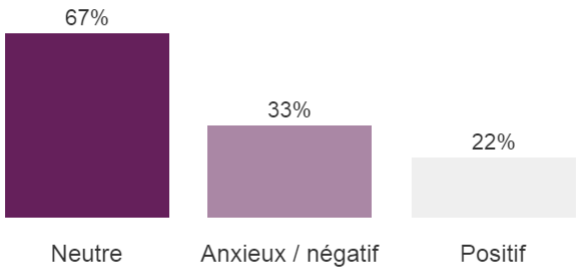
*Note : Cette partie concerne uniquement les **fonds minoritaires**.*



Verbatim :

Réponses	Extraits	Source
Désalignement des intérêts. Conflit d'intérêt. Valorisation	*« Entre le repreneur qui souhaitait racheter l'entreprise et les potentialités qu'on aurait eu sur le marché, il y avait un net écart de ce que voulait proposer le dirigeant et ce que le marché aurait payé. Ça a créé des tensions, mais c'est des tensions qui sont légitimes. On défend l'intérêt de nos souscripteurs. Le dirigeant lui, il peut arriver que dans une approche assez court-termiste, il se dise « ben, j'essaye au maximum de tirer la valeur vers le bas ». Donc ça peut créer des tensions. »*	*Dyade - Fonds 5*
Désalignement des intérêts. Valorisation	*« Il va vouloir tirer le prix vers le bas et moi je vais vouloir le tirer vers le haut, c'est normal. »*	*Dyade - Fonds 1*
Désalignement des intérêts. Conflit d'intérêt	*« Il y a trois cas. Soit vous êtes alignés parfaitement, parce qu'il est vendeur. Là, il y a un alignement, on trouve la meilleure offre ou le meilleur acheteur. Soit vous êtes partiellement alignés, parce qu'il a plutôt envie de se reluer, donc de racheter. Mais nous, on a envie de rester un peu. Le fait qu'on reste sur un nouveau cycle, qu'on parte sur un LBO secondaire et qu'il nous laisse une petite place, ça nous va bien, du coup, on va trouver une solution. Même si on ne trouve pas une solution pour maximiser notre valeur, ce n'est pas grave puisque on reste encore. Donc, on s'y retrouvera pour le coup d'après. Soit vous êtes totalement désalignés, parce qu'il veut sortir notre fonds et que, du coup, lui il est acheteur, nous on est vendeur. »*	*Dyade - Fonds 6*

Etat d'esprit du repreneur sur le sujet de la sortie



Selon l'acteur

	ETAT D'ESPRIT DU REPRENEUR SUR LE SUJET DE LA SORTIE :		
ACTEUR/POSITI...	POSITIF	ANXIEUX / NÉGATIF	NEUTRE
Fonds	33%	0%	67%
Repreneurs	17%	50%	67%

Selon l'acteur et sa position dans le projet

	ETAT D'ESPRIT DU REPRENEUR SUR LE SUJET DE LA SORTIE :		
ACTEUR/POSITION	NEUTRE	ANXIEUX / NÉGATIF	POSITIF
Repreneurs minoritaires	100%	67%	0%
Fonds minoritaires	100%	0%	0%
Repreneurs majoritaires	33%	33%	33%
Fonds majoritaires	0%	0%	100%

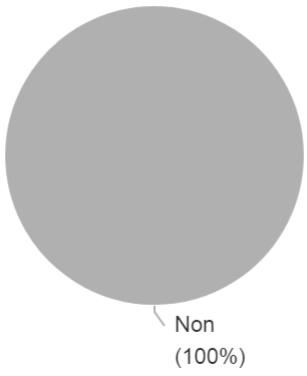
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Neutre. Anxieux / négatif	*« Ça me semble loin aujourd'hui. Pour dire les choses clairement, s'il y a un industriel qui se propose de racheter en payant plus que des fonds qui m'iraient bien à moi, je n'aurai pas gain de cause. Pour moi, c'est le scénario catastrophe. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Honnêtement, au quotidien, j'y pense assez peu parce que je mets toute mon énergie pour développer ma boite. Je bosse dans cette boite comme si j'y étais pour 10 ou 15 ans. Ça ne me stresse pas outre mesure. Je suis un petit peu inquiet comme tout le monde. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Neutre	*« Quand vous reprenez une entreprise, en fait, vous n'envisagez pas ce truc-là. Moi je ne l'ai pas envisagé. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« Je m'en fous. De toute façon, ils restent jusqu'à la fin du LBO. Ils ont peu de parts. Demain, je peux racheter ces parts. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« Je pense qu'il n'y pense pas du tout. Il y a trop de sujets au quotidien pour y penser aujourd'hui. Je ne lui mets pas de pression aujourd'hui. C'est un sujet sur lequel on n'a pas du tout échangé depuis 2 ans. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« On n'en est pas là. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
Anxieux / négatif	*« Là, ça commence à se tendre et à me poser un vrai problème éthique. Ça me gêne, »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
Positif	*« Il n'a pas de craintes particulières. Je ne pense pas qu'il ait d'états d'âmes. Si, ça lui fera un pincement au cœur de changer de boutique, s'il doit changer, mais je n'ai pas l'impression que ce soit une préoccupation majeure. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*

Alignement des intérêts

*Note : Cette partie concerne uniquement les **repreneurs majoritaires**.*



Extraits hors contexte

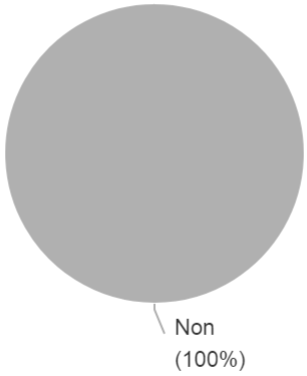
Extraits	Acteurs/Positions	Source
« C'est facile de péter un deal en tant que dirigeant. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
« La sortie, c'est le résultat du travail effectué et de l'investissement. C'est à ce moment-là qu'on relève les compteurs sur l'opération. C'est le moment où il peut remonter au capital, faire un cash out pour sécuriser une partie de son patrimoine. Pour nous, c'est le moment où se matérialise le travail effectué. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
« Effectivement, il peut y avoir un désalignement, à ce moment-là. C'est le désalignement d'intérêts à la sortie (le risque). »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
« S'ils veulent bloquer une liquidité, ils y arrivent. Etant donné que c'est le directeur général, il a des leviers pour la bloquer. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
« On est très attentif au rapport du dirigeant à la problématique de la liquidité. On fuit les gens avec lesquels on pressent qu'on aura un mal fou à fabriquer notre liquidité de manière concertée. Il y en a quand même pas mal. Il y a plein de gens qui vous font la peau en fait, à la fin. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
« J'ai pu constater que même des dirigeants avec qui on avait un bon fit, au moment de notre sortie, ça pouvait véritablement créer des tensions. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
« Les MBI on les achète moins chers, donc l'objectif c'est quand même de maximiser le multiple de sortie. Ce qu'on aime moins, c'est important de le dire, c'est quand la société est vendue à l'international, parce qu'on aime bien préserver l'emploi en France. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
« Ça dépend de l'âge en plus, s'il a 65 ans, 60 ans, on sait qu'à un moment donné, il va partir en retraite. Si vous accompagnez un repreneur qui a 40-45 ans, à la limite, il a envie de continuer dans la boite. Vous avez intérêt à avoir un relationnel très proche, d'avoir une vraie valeur ajoutée, parce qu'à la fin, s'il ne vous aide pas à sortir, vous êtes scotché. J'ai vu des cas, où le confrère avait une contrainte de sortie, le fonds s'est engueulé avec le dirigeant, le fonds, chaque fois qu'il proposait quelqu'un pour la reprise de ses participations, le dirigeant disait « non, moi je n'ai pas besoin de sortir, c'est lui qui veut vendre, moi je n'ai aucune obligation ». Le dernier point de tension, c'est à la sortie, si on n'est pas d'accord sur le process. On l'a choisi ensemble, mais c'est des moments chauds, comme à l'entrée. »	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*
« Ça peut être source de tension. il y a toujours des petites pointes de tensions au moment où il y a une sortie, où en fait, le MBI va devenir un MBO. C'est le dirigeant repreneur qui fait notre sortie, et il va mettre en place un nouveau montage à effet de levier pour nous sortir. Là, il y a forcément un sujet de valorisation, une discussion puisque la valorisation qu'on peut aller trouver sur des schémas de type MBO à la sortie sur le dirigeant, généralement on est sur des valorisations qui sont plutôt inférieures versus une cession avec un mandat cession 100 %. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Le pacte d'associés a valorisé l'entreprise à cinq fois l'EBE. Aujourd'hui, elle vaudrait sept ou huit fois l'EBE. Aujourd'hui, si je la mettais entre les mains d'un intermédiaire pour la vendre, je la vendrais au moins sept fois l'EBE. Soit on sort tous et on a des objectifs alignés, et si c'est ça, il n'y a pas de problème. Si je suis dans un 60/40, comme aujourd'hui, on est encore dans les objectifs alignés, parce que finalement, ils replacent leur argent et du coup à la sortie, ils sont sur un projet en disant « Gérard, si c'est ça, on valorise l'entreprise sept fois l'EBE dans le LBO n°2, ce qui te permets de récupérer de l'argent ». Par contre, si on est sur les deux autres hypothèses, ça les fait chier, parce que finalement, ils se disent « je pourrais en tirer plus que ce que je vais en tirer ». Ma posture, c'est de dire « écoutez les gars, appliquons la formule du pacte d'associés avec un prix minimum, et vous êtes au-delà de vos objectifs. Vous me vendez vos actions au prix défini ». Mais eux sont dans une logique de dire « mais attends Gérard, si on vend, c'est à 7 fois l'EBE ». Là on rentre dans un discours qui me pose un problème éthiquement. Je veux bien les engraisser, mais…. A l'époque, quand ils m'ont vendu la rentabilité minimum, elle était de 18 %, j'ai cru que j'allais faire un malaise. Je leur ai dit « putain, des placements à 18 % par an, j'ai jamais vu ça ! ». On m'a dit « oui, mais Gérard, tu sais, c'est 18% parce qu'il y en a certains, ça sera zéro, du coup ça nous fera en moyenne 5-6 %, ce qui est super bien ». Là, maintenant qu'ils vont sortir à 22 % ou 25 %, ils sont en train de me dire que ce n'est pas assez. Potentiellement, ils pourraient gagner plus. Moi potentiellement, je pourrais gagner plus ou je pourrais gagner moins. Je n'en sais rien. Là, maintenant qu'ils vont sortir à 22 % ou 25%, ils sont en train de me dire que ce n'est pas assez. Potentiellement, ils pourraient gagner plus. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
« Je me retrouve dans une structure, on est dans un système evergreen. On n'a pas d'obligation d'investir, il n'y a pas de contraintes d'une liquidité à une date fixe. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 3*
« La sortie du fonds, génère t'elle des tensions ? La clause de liquidité, oui. On est sur des véhicules qui ont une durée de vie limitée, et on a besoin de se protéger sur la liquidité. »	*Experts*	*Expert - Fonds 2*
« Tout avait été abordé, y compris le moment où on se sépare. En MBI, le gars il se dit « je touche de l'argent donc, la sortie c'est plutôt un bon truc ». C'est quand est-ce qu'on sort ? »	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*

7. Thème 7 : Tension 3 – La latitude managériale

Tension explicite

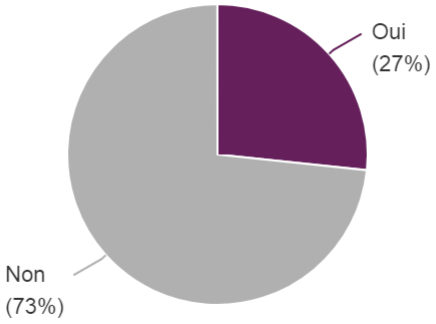
*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires**, les **repreneurs majoritaires**, les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*

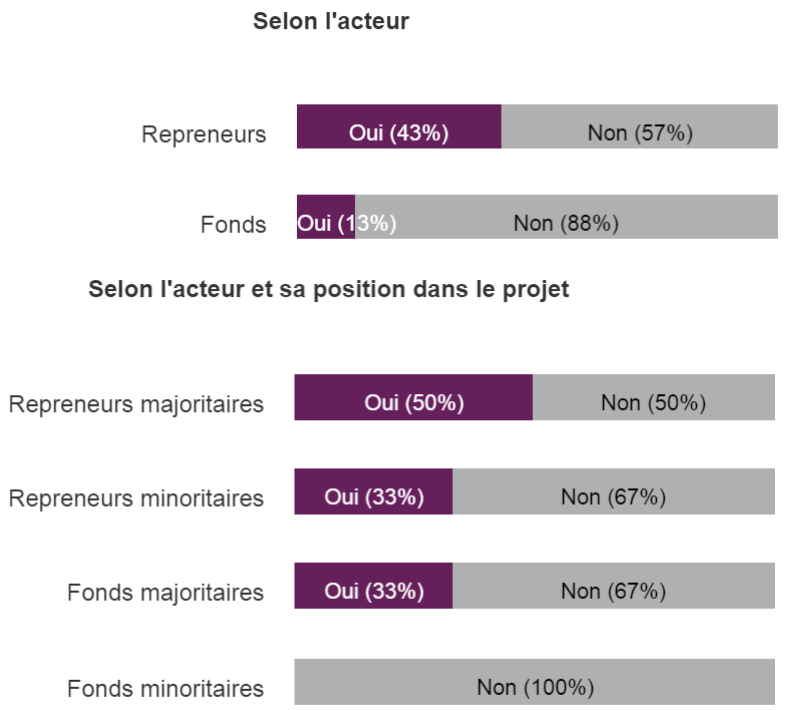


Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« C'est lui l'opérationnel, c'est lui qui est le stratège. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
« Le fonds est vraiment super, je travaille beaucoup avec eux. Je les ai au téléphone tous les jours, enfin soit au téléphone soit par mail. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
« Les budgets que je fais valider, que je demande, il n'y pas de surprises par rapport à ce qu'on avait dit avant. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
« Au bout de deux mois, je me rends compte qu'ils sont quand même cool. Il y a des tas de choses que je n'ai pas faites, que j'aurais dû faire. Je discute avec eux, ils ne me mettent pas une pression dingue. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*

Tension latente



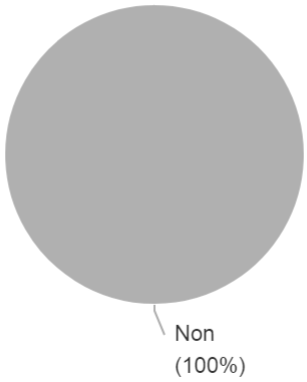


Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Ils ne sont pas business et ils ne sont d'aucune aide dans l'accompagnement business de l'entreprise. Ils sont une aide en termes de support sur des problématiques de financement. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« Au début, ils me proposaient ça, je disais « non, là je vais vous appeler tous les 15 jours ». En amont, au niveau du pacte, il faut le faire là, parce qu'après c'est mort. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« En pratique, limite c'est même trop, il nous consulte sur tout. Il est très ouvert et très open, à la limite presque trop, parce qu'il nous sollicite trop au quotidien. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Il n'y a aucun dialogue avec un fonds. Ils sont justes là pour prendre les informations. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Non	*« En tout cas, il faut que j'ai les mains libres. Je ne veux pas qu'on m'impose quoi que ce soit. Je suis prêt à la discussion, mais je ne veux pas qu'on m'impose quoi que ce soit. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*

Antériorité d'un refus

*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires**, les **repreneurs majoritaires**, les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*

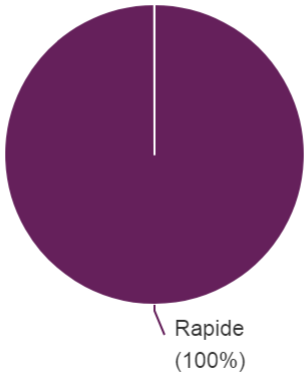


Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Ce n'est pas encore arrivé. Il faut une bonne raison pour refuser. C'est quelqu'un de respectueux, j'ai confiance en lui. Ce n'est pas quelqu'un qui ira au conflit, si je lui dis non. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
« On est beaucoup dans le dialogue et le respect mutuel. Je n'ai pas de cas de conflit. On n'a jamais dit à qui que ce soit, « niet, c'est comme ça, c'est le pacte, je suis majoritaire ». Ça s'est toujours fait en expliquant, en prenant le temps, en faisant en sorte que la relation reste dans la collaboration et la coopération. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
« On ne l'a jamais bloqué. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

Circuit de décision

*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires**, les **repreneurs majoritaires**, les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*



Verbatim :

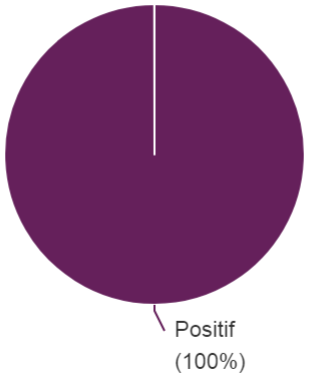
Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Si le sujet mérite des explications, on se réunit et puis on décide avec lui. Comme ça, au moins, il a le temps de défendre son sujet. Sur les sujets un peu banals, il nous envoie un mail, on peut le décider par mail. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
« On a une particularité, c'est qu'on est un investisseur à côté de deux autres. C'est à minima avec notre validation, et peut-être avec celle d'un autre investisseur. L'idée est de ne pas bloquer ou pénaliser la vie de l'entreprise. Dans le pacte, l'inquiétude que pouvait avoir Laurent, c'était de dire « mais si un moment donné, vous refusez tous les investissements, si vous bloquez toutes les décisions simplement pour m'obliger à vous sortir, ce n'est pas viable ». Ce n'est pas forcement d'avoir un rôle de contrôle ou d'empêcher les décisions, mais c'est au contraire de rendre service. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
« Quelques jours. On est dans la réactivité. Il sait qu'il peut compter sur nous. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
« C'est bien aussi des fois d'avoir un avis contraire ou quelqu'un. Ça ne me bloque pas franchement. C'est important de mettre les niveaux au plus haut pour éviter d'être perturbé au quotidien. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
« C'est hyper fluide. Ils savent que de toute façon, je suis quelqu'un de raisonné et de raisonnable. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
« C'est un flux de décision assez court. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
« Je les ai au téléphone tous les jours, enfin soit au téléphone soit par mail. Je les tiens au courant constamment. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
« Il ne faut pas que ce soit trop long. Il faut que ce soit réactif, rapide. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

Conséquences potentielles d'un refus / d'une dissension

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« C'est une discussion, une négociation, et c'est des choses sur lesquelles on essaye d'expliquer les raisons de notre décision. Notre but ce n'est pas de micro-manager. S'il est dans le cadre, à lui de prendre ses décisions. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
« Peut-être que ça pourrait arriver un jour, et je lui dirai « c'est comme ça sinon, on ne fait pas ». Ça pourrait arriver. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*

Perception du processus décisionnel

*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires** et les **repreneurs majoritaires**.*

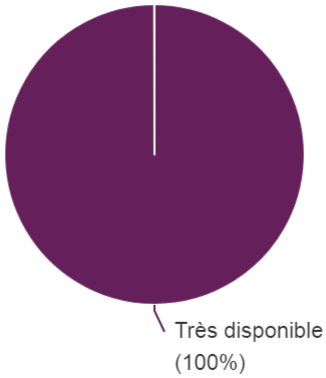


Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Je les tiens au courant constamment. Dès qu'il y a quelque chose d'important, je les consulte. Je préfère largement prendre les devants et leur donner un bon niveau d'informations, comme ça ils n'ont rien à me demander. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
« J'ai tendance à les informer même si ce n'est pas nécessaire juridiquement. Je partage avec eux les bonnes nouvelles ou les moins bonnes nouvelles. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
« Donc le côté positif, c'est qu'ils sont en support quand il y a un besoin. Le côté positif, c'est qu'ils ne sont pas chiants. On a investi beaucoup d'argent et ils m'ont laissé faire, donc ils font confiance. Ils ne sont pas intervenants et ils sont supports mais sur un support qui est limité. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
« Très bien. Je ne suis pas dans un trip « foutez-moi la paix ».	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
« Ils ne m'ont jamais dit : « si tu dois embaucher, il faut que j'ai un accord formel ». C'était marqué. On avait marqué la bagnole que je dois avoir, le truc, le bidule, le machin. J'ai acheté la bagnole que je veux. Je me paye ce que je veux. »	*Repreneurs majoritaires*	Dyade - Repreneur 2

Disponibilité du fonds d'investissement

*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires** et les **repreneurs majoritaires**.*

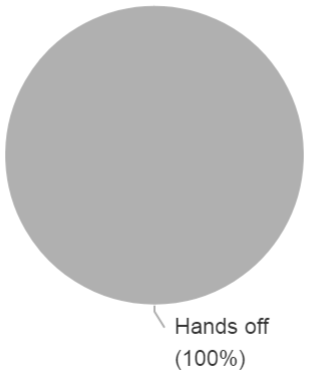


Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Ils sont disponibles pour discuter de sujets intéressants. Heureusement que le fonds était vachement disponible pour m'aider. Je les ai au téléphone tous les jours. C'est à une demi-heure en vélo de mon boulot, parfois on se voit pour déjeuner. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

Niveau d'intervention du fonds d'investissement

*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires** et les **repreneurs majoritaires**.*



Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« En fait, ils n'interviennent pas du tout. Le seul sujet où ils sont assez décisionnaires, c'est sur la partie financière. Si je les avais sur le dos, je ne le supporterais pas. Je ne supporterais pas qu'ils me demandent des comptes toutes les cinq minutes. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
« Non, il ne l'est pas trop (interventionniste), parce qu'il est informé régulièrement. Il n'est pas trop intrusif. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
« Moi, je fais ce que je veux. Attention, je ne fais jamais rien dans leur dos. Je les informe systématiquement. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
« C'est quand même des fonds à vocation minoritaire, donc plutôt hands off. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*

Extraits hors contexte

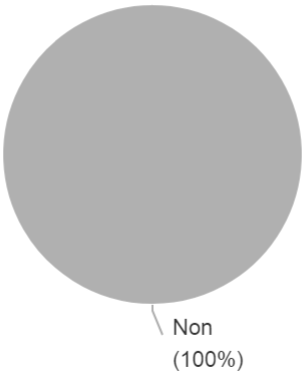
Extraits	Acteurs/Positions	Source
« On est dans l'empowerment. On travaille avec eux, on les aide, puis on dit : « C'est quand même toi le patron. C'est toi qui vas décider ». Les contraintes, c'est que pour nous c'est relativement chronophage. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
« On a un droit majoritaire, y compris de le faire partir si on doit le faire partir. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
« Pour être très honnête, je me sers d'eux comme de conseils gratuits. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
« Je n'ai pas envie de connaitre les moindres problèmes du quotidien rencontrés par le repreneur. Je n'ai pas d'énergie, je n'ai pas de temps, je n'ai pas d'apport significatif sur ces sujets-là. Les problèmes du quotidien, c'est lui qui les gère, ça fait partie de son travail. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
« On essaye d'éviter le sentiment de frustration. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
« On fait essentiellement du minoritaire, donc on ne décide pas. Mais il y a des décisions critiques sur lesquelles on veut avoir un droit au chapitre et parfois des droits de véto sur des sujets très particuliers. Tout ce qui est infra annuel, qui est de l'ordre de la gestion opérationnelle, on n'a pas à participer à la prise de décision. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
« On s'est un peu opposé au sujet, mais on n'a pas vraiment notre mot à dire. On l'a clairement stipulé dans nos PV. Ça apparaît qu'on s'est opposés à ça dans nos comités stratégiques. Maintenant, s'il veut faire, il est libre de le faire. C'est comme ça. Quand on est sur un deal majoritaire ou que les fonds sont majoritaires, c'est un peu différent. Là, quand on dit non, c'est validé en conseil, on s'oppose et il n'y va pas. C'est quand même plus facile. Dans un cap dev, on investit souvent dans des boites familiales. C'est les premières ouvertures de capital. Le dirigeant avait une totale autonomie. Il peut y avoir des gros sujets de tensions là-dessus. Sur les MBI, le dirigeant arrive, il découvre l'entreprise, un peu comme nous. Tout le monde arrive dans cette nouvelle aventure. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
« Si c'était le cas, ça me poserait un problème, ça c'est sûr. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
« Même si on est majoritaire, c'est vraiment lui qui est aux commandes. »	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*
« On n'a pas vocation à s'immiscer dans la gestion. C'est vraiment sur des décisions de gestion pas courantes. Généralement, comme on s'est associé au départ sur un projet, c'est rare qu'on n'arrive pas à un consensus. S'il n'y a pas consensus c'est peine perdue, c'est déjà en mode conflictuel et on ne va pas continuer ensemble. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*
« Un patron, il est chez lui. On n'est pas là-bas nous. »	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Le repreneur a quitté le salariat pour s'affranchir d'une hiérarchie, de son boss, et là, il doit à nouveau rendre des comptes à son actionnaire, qu'il soit majoritaire ou minoritaire. »	*Expert*	*Autre expert 2*
« Le fonds d'investissement a très souvent des points de vue, par exemple, sur les interlocuteurs financiers. Donc, cas typique, le fonds d'investissement émettant des doutes sur la qualité, à travers la relation qu'il a avec le DAF, la qualité de ce DAF, ou de ce RAF ou de ce comptable. Ça peut être un des sujets, oui. »	*Expert*	*Autre expert 1*

8. Thème 8 : Tension 4 – La stratégie de l'entreprise

Tension explicite

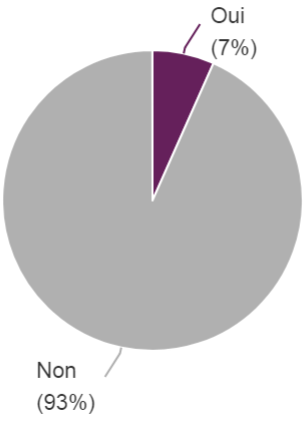
*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires**, les **repreneurs majoritaires**, les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*

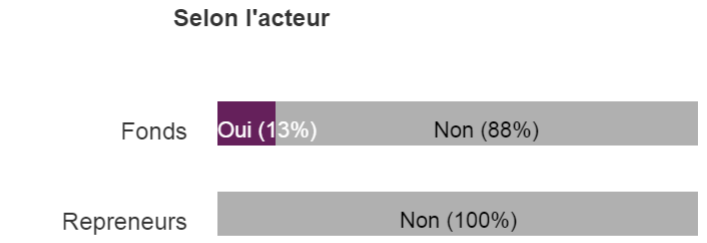


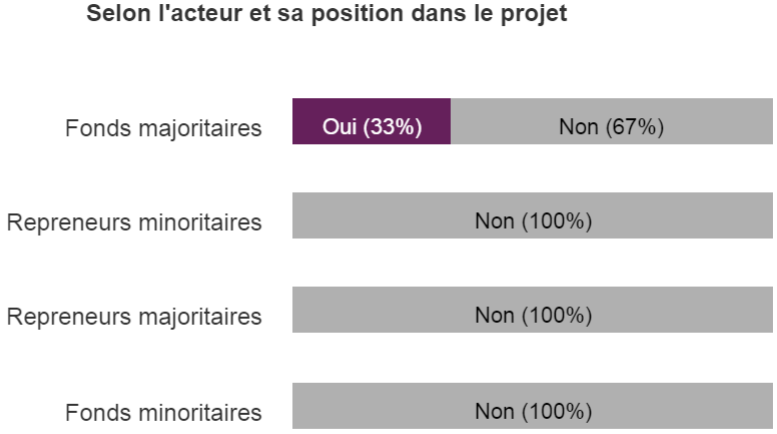
Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Sur sa stratégie et sur la mise en place de sa stratégie, sur le déploiement de sa stratégie, je suis tout à fait en phase avec lui. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*

Tension latente





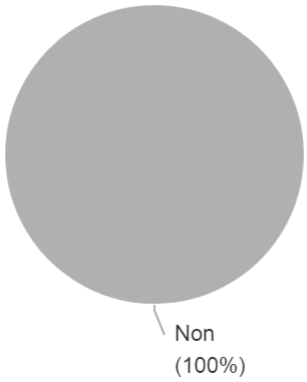


Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Typiquement, l'embauche d'un directeur commercial, qu'il souhaitait faire et nous, on a souhaité attendre. Des investissements importants qu'il souhaitait réaliser et sur lesquels on lui a demandé de phaser un peu plus. On a fait des investissements importants, on estime aujourd'hui qu'il faut rentabiliser ces investissements avant de mettre des nouveaux investissements. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*

Existence / antériorité d'un désaccord sur la stratégie

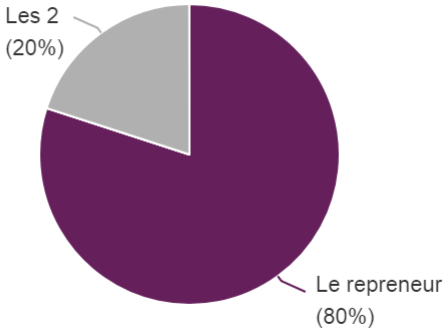
*Note : Le résultat est identique pour les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*

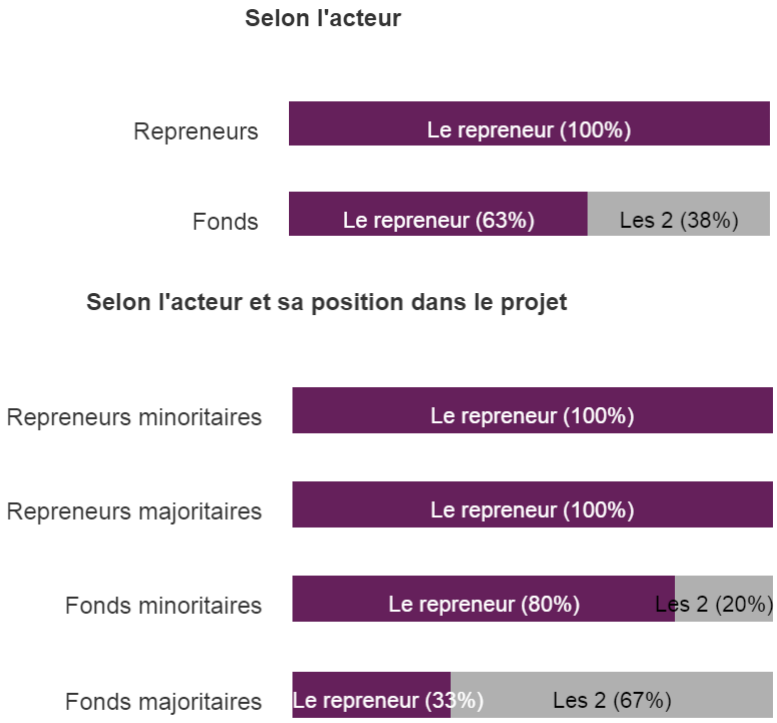


Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Il n'y a pas de conflit sur la stratégie. Je suis toujours très agréablement surpris par tout ce qu'il met en place. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
« Il n'y a pas de désaccord encore une fois. Au bout du compte, si les risques ne sont pas très importants, on dit « ok, vas-y, essaie. Je n'y crois pas trop, mais vas-y essaie ». Si les risques sont importants, qu'il faut faire des gros chèques pour faire une acquisition ou autre, on dit : « peut-être pas ». »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
« Au jour d'aujourd'hui, avec le dirigeant, on n'a pas eu de désaccord stratégique. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*

Pilotage de la stratégie





Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Le repreneur	*« C'est moi. C'est la mise en place d'une stratégie sur laquelle on s'est mis d'accord il y a un an et demi. Je leur ai donné ma vision. Sur ces quatre ans avec eux, la feuille de route est claire. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« On sait gérer une stratégie, on a des méthodes de travail. Aujourd'hui je suis totalement serein. Je dors très bien toutes les nuits. Pourtant la situation est compliquée. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« Bien sûr, c'est lui. C'est lui mais on le challenge et on en parle sans arrêt pour vérifier qu'on est bien en concordance. La stratégie, c'est lui qui la définit. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« J'ai repris une boite pour mettre en place la stratégie que j'ai définie. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« C'est lui qui porte le projet, donc c'est lui qui définit son business plan initialement. C'est lui qui la définit, c'est lui qui la porte. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« C'est moi, et ils la valident. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« C'est le dirigeant. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
	« C'est moi. 100%. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« C'est le dirigeant, le repreneur. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Le repreneur	*« On est là pour contrôler, éventuellement pour donner un avis sur la stratégie de la boite. C'est le dirigeant. On n'est pas actionnaire majoritaire. On n'est pas là pour faire la stratégie. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
	« On sait gérer une stratégie, on a des méthodes de travail. Aujourd'hui je suis totalement serein. Je dors très bien toutes les nuits. Pourtant la situation est compliquée. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« Ils ne vont pas imposer un choix. Ils vont me faire confiance en premier lieu. Par contre, si à un moment donné, ils jugeaient que ce n'était pas cohérent avec leur truc, ils ne le feraient pas, c'est sûr. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
Les 2	*« En règle générale, un patron de PME ne sait pas ce que c'est que la stratégie. Une chose qu'on apporte, c'est qu'on leur impose de faire un plan stratégique, et de le revoir chaque année. On leur tient un peu la main, on leur tient la plume. On leur tient un peu la main, on leur tient la plume. Ce plan stratégique intervient un peu après la reprise. Souvent, on doit un peu l'inciter en disant « le plan stratégique, c'est ci, c'est ça, les marchés, la concurrence … ». »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« C'est nous ensemble mais sur proposition de sa part, à la base. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« C'est un sujet qu'on aime bien travailler avec les dirigeants. C'est un sujet qu'on aime bien partager, sur lequel on aime bien challenger les dirigeants. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*

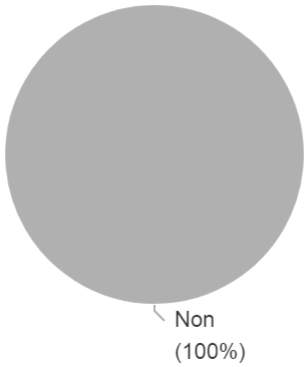
Rôle du fonds d'investissement en termes de stratégie

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Accompagner la croissance externe	*« Il a des projets de croissance externe sur lesquels on le soutient, on lui a dit « oui, en effet, on pense que c'est important d'aller chercher de la croissance externe ». »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Validation de la stratégie	*« On ne fait un investissement que si on est complètement en ligne sur la stratégie de départ. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*

Désaccord sur la stratégie

*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires** et les **repreneurs majoritaires**.*



Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Pour l'instant, on n'a pas eu de divergence de stratégie. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
« Non, il n'y a jamais eu de sujets de désaccord. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*

Alignement des intérêts

*Note : Cette partie concerne uniquement les **repreneurs minoritaires**.*

Verbatim :

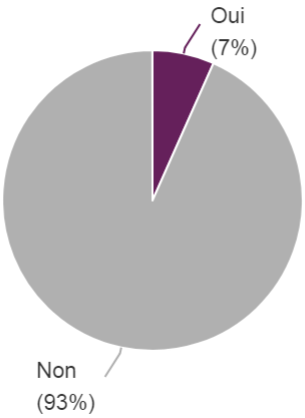
Extraits	Acteurs/Positions	Source
« On est totalement aligné. On veut développer la boite. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

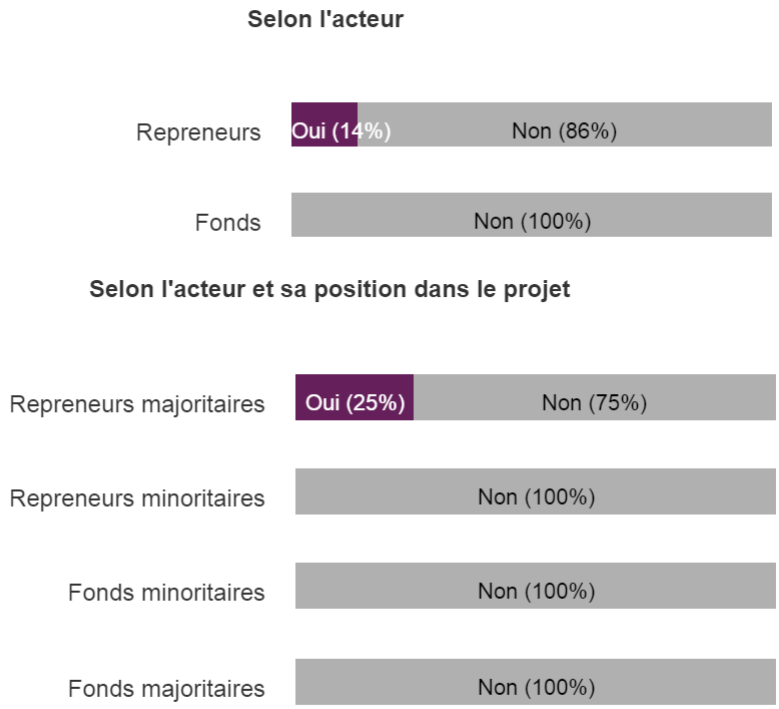
Extrait hors contexte

Extrait	Acteurs/Positions	Source
« Normalement, ça ne doit pas se passer, mais quand ça se passe, pour le coup, c'est le dirigeant qui a la main. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
« Depuis l'origine, on a accompagné 180 entreprises. C'est quand même très rare qu'on ait un gros différent sur la stratégie. En général, on n'a pas de très grands écarts au niveau de la stratégie. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
« Si c'est un deal majoritaire ou un deal minoritaire, ce n'est pas pareil. Une fois que le deal est fait, quels sont les éléments de tension ? C'est un désaccord profond sur la stratégie. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
« S'ils sont majoritaires, ils sont beaucoup plus intrusifs, et là, ils vous imposent un peu la stratégie. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
« En MBI, le repreneur doit d'abord nous confier sa vision stratégique, sur laquelle on vient échanger. On va venir s'associer à lui si on partage cette vision stratégique. Si on avait une autre vision stratégique, on ne va pas faire l'opération. Il y a bien une communauté d'intérêts sur la vision stratégique, et après dans sa mise en œuvre. Mais c'est lui qui la porte. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*
« Parfois, vous pouvez vous apercevoir qu'en fait, ce que la personne veut, est aux antipodes de la stratégie que la société a suivie jusque-ici. C'est possible, mais dans ces cas-là, il faut que ce soit en accord avec le dirigeant fondateur. »	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*
« Le travail doit être totalement commun entre le fonds et le dirigeant pour avoir une stratégie claire, comprise, et communiquer, impliquer notamment le comité de direction. Le nombre de sociétés où il n'y a pas une stratégie, une feuille de route claire, et comprise même par le comité de direction, c'est très fréquent en PME. Les gens n'ont aucune conscience de ce qu'est la stratégie ? C'est quoi les objectifs à 5 ans ? Donc être très clair là-dessus, partager ça. Ça fait déjà beaucoup. »	*Experts*	*Autre expert 1*

9. Thème 9 : Tension 5 – Les performances de l'entreprise

Tension explicite

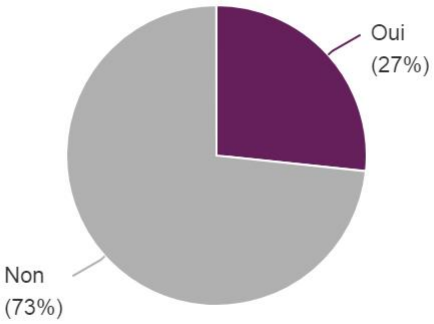


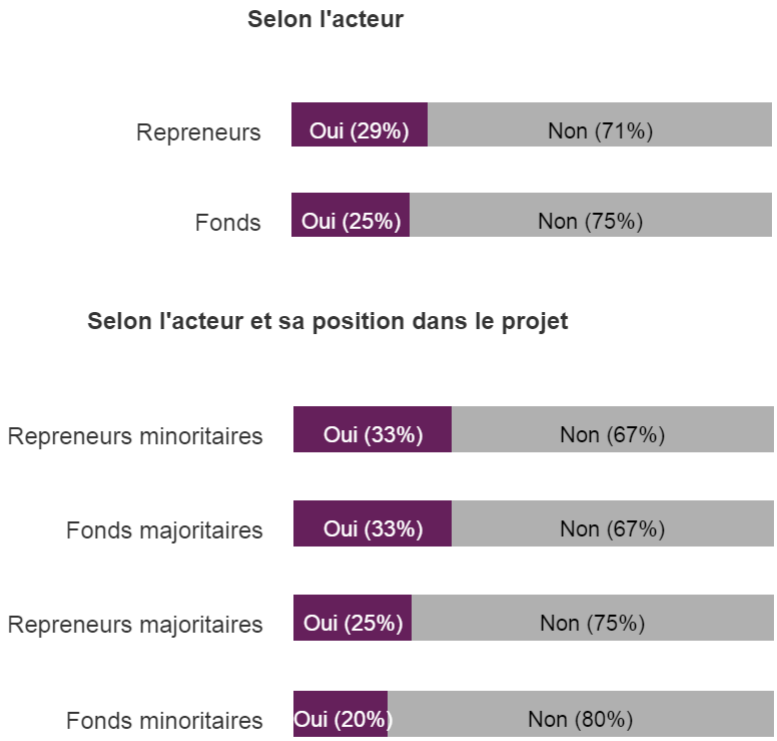


Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Il y a deux ans, j'avais dit au fonds B, « on n'arrivera pas à tenir le business plan. Qu'est-ce qui va se passer ? Si c'est pour me casser le cul, parce que pendant un an on n'a pas pris de vacances avec mon épouse. Je fais des journées de 12 heures », et eux, ils sont assis le cul sur leur chaise, en ayant placé leur argent. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
Non	*« On essaie de comprendre pourquoi. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*

Tension latente

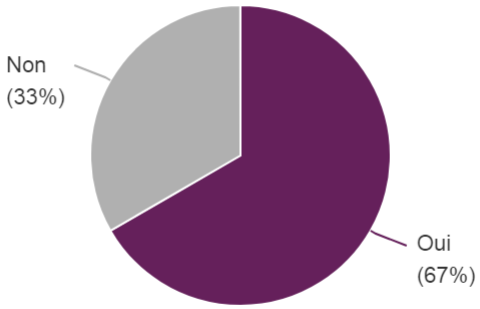


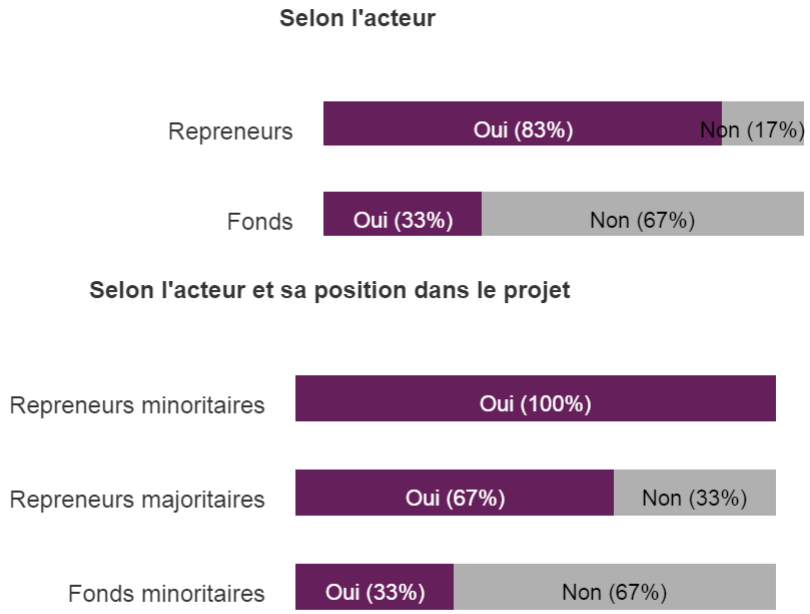


Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Le cédant avait vendu une Rolls. Quand vous reprenez l'info mémo de la cession sa boite, c'était une Rolls, et quand vous ouvrez le capot, c'est un moteur de deux chevaux, et il manque des boulons. Mais c'est vrai, quelqu'un qui a un peu moins d'expérience, qui n'a pas vécu beaucoup de MBI, peut avoir tendance à dire « qu'est-ce que tu fous ? ». La tension peut arriver à ce niveau-là. Il y a eu deux ou trois petits signaux. J'ai complètement sous-estimé le côté retournement de la boite. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Sur la boite elle-même, on est un petit peu en retard. On est un petit peu déçu par rapport à ce qu'on attendait, mais enfin, bon, on n'est que 8 mois après. On est un peu déçu par rapport à la performance financière, à ce qu'on attendait. Sa responsabilité est faible par rapport à ça. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Si, plus de pression, mais ils n'en ont pas parce qu'ils sont minoritaires. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« Il y a des sujets de tension sur le chiffre d'affaires qui plafonne et donc on est en train de perdre un peu de temps sur notre thèse d'investissement, parce que ce chiffre d'affaires plafonne. Le marché a souffert en 2019 et ça, je ne l'avais vraiment pas vu venir du tout. J'aimerais bien que le chiffre d'affaires se développe. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*

L'entreprise a-t-elle connue des difficultés, des moments de contre-performance ?



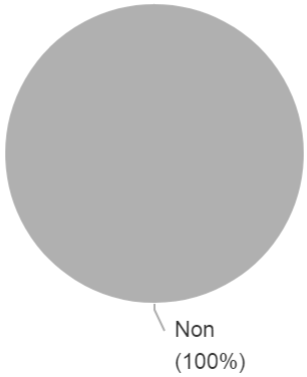


Verbatim :

Réponse	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Là, on a eu une année, on est à la cave. Là, c'est catastrophique. Je fais des simulations toutes les semaines, on va être dans le rouge. Ça dérape à une vitesse dingue. J'en prends plein la gueule avec des causes exogènes. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Ce matin, j'ai eu une réunion avec eux et je leur ai annoncé des mauvaises nouvelles sur 2019. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« Au bout de quelques jours, j'ai contacté le fonds, je lui ai dit « écoute, il y a un gros problème, les sept robots qu'on devait vendre en 2019, on ne les vendra jamais. Si on en vend un ou deux, ça sera déjà bien ». On en a vendu 0. Et je lui ai dit « sur 2020, il y en avait 20 au business plan, si on fait six ou sept, je suis content ». Il s'est marré. Il m'a dit « c'est classique, ne t'inquiète pas, ce n'est pas vraiment une surprise pour moi. C'est toujours comme ça ». »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« A un moment donné, attention, j'ai perdu un gros client. Dans mon BP, je devais perdre 600 000 €, et j'ai perdu 1.5 Million. Ma marge était en train de s'écrouler, et j'avais investi dans le laboratoire, les deux premières années. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« On prend un peu de retard sur le business plan. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
Non	*« Les comptes sont très bons depuis le début. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« Chez Denis, il n'y a pas vraiment eu de sujet de cet ordre-là. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*

Impact de la contre-performance sur les relations repreneur / fonds d'investissement

*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires**, les **repreneurs majoritaires**, les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*



Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« J'ai encore une totale confiance en lui et je suis en tout cas intimement persuadé, que toutes les actions qu'il a mise en place vont finir forcément par porter leurs fruits. Je suis très content que ce soit lui qui soit aux manettes de cette boite et pas un autre manager. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
« Non parce qu'on s'adapte. On essaie de lui faire comprendre, prendre conscience de ce qu'il y a à faire ou pas. Ça sera aussi une raison pour que, en fin de cycle, on dise qu'on ne va peut-être pas refaire un deuxième tour. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
« Ils ne paniquent pas. On sait pourquoi on est là. Il y aura aussi peut-être des opportunités de build up. C'est chahuté pour tout le monde, essayons de tenir la barre, on ne panique pas, on réduit la voilure et puis on passe les vagues. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
« Il m'a dit « ne t'inquiète pas, ce n'est pas grave, concentre-toi sur le développement de la boite ». »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
« Ça ne change pas quoi que ce soit dans la relation. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
« Pour l'instant, pas trop. C'est surtout par rapport à la perspective et au ROI qu'ils pourraient en avoir, à la sortie. C'est surtout ça qui pourrait les inquiéter. Sur le remboursement de la dette, non. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
« Ils ne l'ont pas vu trop. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*

Extraits hors contexte

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Chaque dirigeant a son niveau. Il y en a qui sont des chevaux de courses, il y en a qui sont des chevaux de labours, puis il y en a qui sont des mulets. Ça a des vertus le mulet, ça franchit des cols, c'est pas mal. Le pur-sang, il ne franchit pas les cols enneigés avec 40 kilos sur le dos pendant 8 jours. Il faut qu'on fasse avec. On sait qu'il y a des boites qui vont se développer moins que d'autres parce que le dirigeant, il ne va pas y arriver comme ça. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
« Si on le découvre après coup, qu'il ne nous a pas prévenu des mauvaises nouvelles et qu'on les voit au moment du reporting, alors qu'il nous a dit que tout allait très bien, et qu'on se rend compte que ce qu'il nous présente n'a rien à voir avec ce qui était prévu, là, ça ne se passe pas bien, forcément. Et donc ça crée un climat qui n'est pas constructif, sur lequel on peut bâtir quelque chose pour s'en sortir. Notre but, ce n'est pas d'enfoncer le dirigeant, c'est de faire en sorte que le dirigeant réussisse. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
« Vous pouvez avoir un biais dans la relation de confiance. Ce qui est important, toujours, c'est de bien comprendre. Ce n'est pas parce que ça se passe mal, que la relation de confiance se dégrade. Par contre, il faut que l'information circule bien pour garder la confiance, même quand les résultats ne sont pas au niveau attendu. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
« Quand ça marche moins bien, c'est là où on passe plus de temps avec les dirigeants. Il peut y avoir ce sentiment de perte de confiance, à un moment donné, en se disant « est-ce qu'il est bien compétent ? Est-ce que c'est le bon bonhomme ? Est-ce que c'est bien l'homme de la situation ? Est-ce qu'on s'est trompé ? ». Oui, ça influe sur la confiance. Bien sûr. Quand les chiffres ne sont plus au rendez-vous, fatalement, on se pose des questions sur le fait que ce soit l'homme de la situation. Après le deal, c'est les résultats (les tensions). On est dans des métiers où le quantitatif est quand même le vecteur de quelque chose qui se passe bien ou pas. C'est d'avoir une incompréhension sur le manque de résultats. Même si c'est qualitatif, à un moment donné, le juge de paix est quantitatif. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
« On cherche beaucoup à comprendre, on est beaucoup dans l'itération avec les dirigeants, puis on essaye d'apporter des solutions. Un entrepreneur, par notre biais, va être capable de poser son problème et d'en parler à d'autres, qui vont être capables de ne pas le juger, de comprendre et d'essayer de trouver avec lui des solutions. Cet effet club, cet effet partage d'expertises, ça marche très bien. On le fait bien parce qu'on a un réseau dense et qu'on est très ancré. Bonnes, mauvaises, on aime bien savoir, pour pouvoir trouver des solutions. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
« Sujet de tension, c'est lorsque les choses ne vont pas bien. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 3*

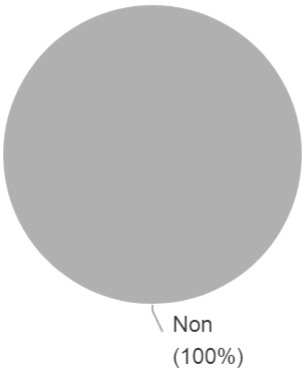
Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Quand on est majoritaire, ce qui n'est pas le cas partout, éventuellement, notre décision peut être à un moment donné, de changer le dirigeant. Dans ce pôle performances, on a deux fois par an des réunions sur la création de valeur et on se donne des objectifs. Ces objectifs, on voit s'ils sont atteints ou pas, ce qu'il faut changer, les ressources qu'il faut mettre en œuvre pour avancer dans la réalisation de ces objectifs. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
« C'est catastrophique. Quand on est dans un deal majoritaire, l'actionnaire majoritaire, le fonds majoritaire prend les décisions qui s'imposent. Quand le BP n'est pas délivré, on peut avoir des mesures très coercitives. On peut éventuellement changer le management. Si le dirigeant n'en fait qu'à sa tête, oui, ça pose problèmes. Clairement. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
« S'il a appliqué ce qu'on a défini, il n'y a pas de problèmes. On va chercher à comprendre le problème. On va chercher le pourquoi. Ce n'est pas toujours du fait du chef d'entreprise. Quand le marché se casse la figure, vous ne pouvez pas lui en vouloir. En ce moment par exemple, si vous êtes dans l'évènementiel, je ne sais pas ce que vous pouvez reprocher au chef d'entreprise. Il ne pouvait pas l'anticiper. »	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*
« Par contre, on vit des tensions si ça ne se passe pas bien. Là, on est souvent dans l'obligation de mettre en œuvre des clauses de bad leaver, qui sont encadrées dans le pacte d'associés. C'est un suivi qui devient plus rapproché (sous performances). Généralement, on perçoit les signaux faibles beaucoup plus tôt que le chef d'entreprise, par la force de l'expérience. On l'alerte très en amont. Quand on est dans des conditions de sous-performances, on est très processé, alors, il l'entend ou il ne l'entend pas, on fait intervenir des conseils qui ont l'habitude de ces situations-là, bienveillants. C'est source de tensions dans le sens où le dirigeant peut se dire « attends, moi aussi je l'ai vu ». Finalement ils l'ont vu un peu plus tôt donc ils rattrapent un peu le temps perdu. Et puis après, avoir la visite de conseils, il n'est pas trop habitué, et il se dit « ils viennent chez moi pour quoi faire ? ». C'est vécu comme de l'ingérence ? Non pas de l'ingérence, mais de l'intrusion, en fait. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*
« Oui, mais c'est des tensions qui sont tout à fait supportables. On essaye de trouver des solutions, ces solutions elles viennent surtout de discussions qu'on a avec le dirigeant. »	*Experts*	*Expert - Fonds 2*

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Si les BP sont bien faits, en général, la première année de reprise est une année stagnante, voire parfois, anticipée comme étant une année de potentielle légère récession. Donc, la performance est moins au cœur du sujet. On est plutôt sur le travail des process, l'appréhension bien sûr managériale, la rencontre des équipes, la rencontre des clients, la mise à plat des process, l'acquisition d'outils, la structuration en lien avec les outils et les process, de nouvelles façons de fonctionner, y compris sur la partie pilotage et reporting, qui est évidemment très névralgique pour le fonds. Donc, tout se met en place, et en règle générale, on a aussi à ce moment-là un fonds qui est très « inputant » dans sa capacité à aider le manager. On vit là, un peu, ce dont tout le monde a rêvé, c'est-à-dire, un fond qu'on a choisi pour sa capacité à nous aider stratégiquement, et justement en termes de structuration, si on acquiert une boite un peu foutoireuse, et puis de l'autre côté un manager très bienfaisant. Donc jusque-là, tout va bien. Et si on ne fait pas le BP la première année, on réajuste le budget, mais ce n'est pas forcément à ce moment-là que les tensions naissent réellement. En revanche, c'est certainement beaucoup plus à partir de la troisième, de la deuxième plutôt, voire de la troisième année, que le sujet commence à naitre, ne serait-ce que parce que 3+3 = 6, que 6 est très proche de 7, que certains LBO sont construits sur 6 ans, et qu'on sait très bien que les sorties se font en regardant les 3 dernières années. Donc l'année 3, est aussi potentiellement la première année, qu'on va vraiment commencer à regarder en termes de valorisation. Plus les fonds vont avoir de la transparence et du reporting, et moins ils seront crispés dans l'hypothèse d'une mauvaise performance ou d'une légère sous-performance. »	*Experts*	*Autre expert 2*

10. Thème 10 : Tension 6 – La relation aux risques

Tension explicite

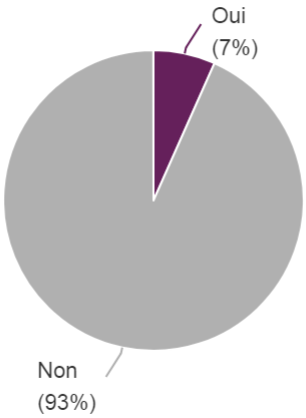
*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires**, les **repreneurs majoritaires**, les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*

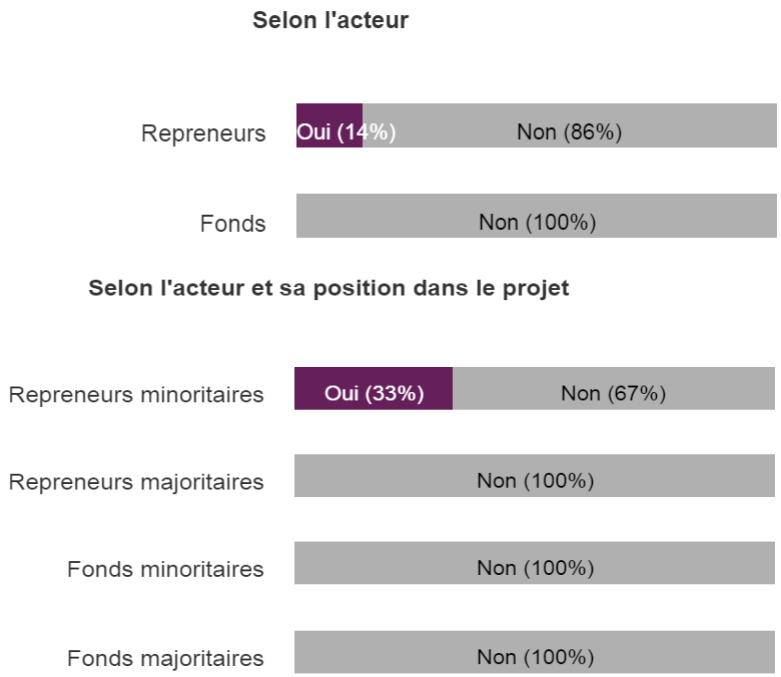


Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Il a plus une opportunité qu'un risque. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*

Tension latente

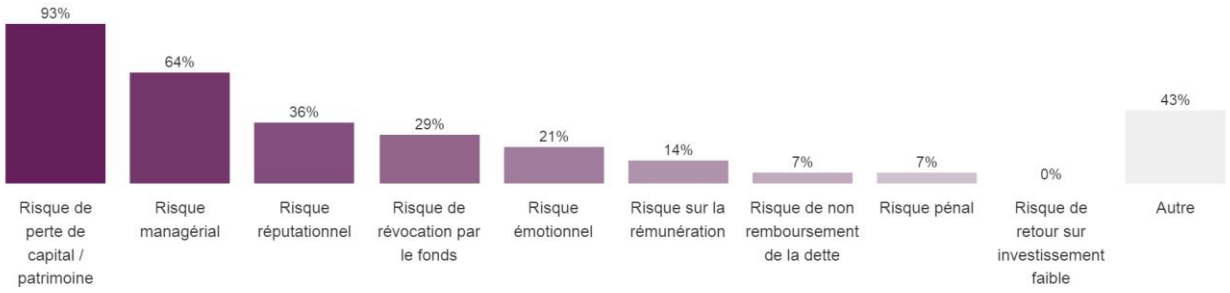




Verbatim :

Réponse	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« En réalité, c'est une boite de gens passionnés, mais avec une ambiance un peu dégueulasse. Parce que ambiance très contrainte, chape de plomb. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*

Risques pour le repreneur



Selon l'acteur

	RISQUES POUR LE REPRENEUR :									
ACTEUR/POSITION	RISQUE DE PERTE DE CAPITAL / PATRIMOINE	RISQUE MANAGÉRI…	RISQUE RÉPUTATIONN…	RISQUE DE RÉVOCATI… PAR LE FONDS	RISQUE ÉMOTION…	RISQUE SUR LA RÉMUNÉRATI…	RISQUE DE NON REMBOURSEME… DE LA DETTE	RISQUE PÉNAL	RISQUE DE RETOUR SUR INVESTISSEME… FAIBLE	AUTRE
Repreneurs	83%	50%	17%	17%	17%	0%	17%	17%	0%	33%
Fonds	100%	75%	50%	38%	25%	25%	0%	0%	0%	50%

Selon l'acteur et sa position dans le projet

	RISQUES POUR LE REPRENEUR :									
ACTEUR/POSITION	RISQUE DE PERTE DE CAPITAL / PATRIMOINE	RISQUE MANAGÉRI…	RISQUE RÉPUTATION…	RISQUE DE RÉVOCATI… PAR LE FONDS	RISQUE ÉMOTIONN…	RISQUE SUR LA RÉMUNÉRATION	RISQUE DE NON REMBOURSEM… DE LA DETTE	RISQ… PÉNAL	RISQUE DE RETOUR SUR INVESTISSEME… FAIBLE	AUTRE
Fonds majoritaires	100%	100%	33%	67%	33%	0%	0%	0%	0%	67%
Repreneurs minoritaires	100%	67%	33%	33%	0%	0%	0%	33%	0%	33%
Fonds minoritaires	100%	60%	60%	20%	20%	40%	0%	0%	0%	40%
Repreneurs majoritaires	67%	33%	0%	0%	33%	0%	33%	0%	0%	33%

Verbatim :

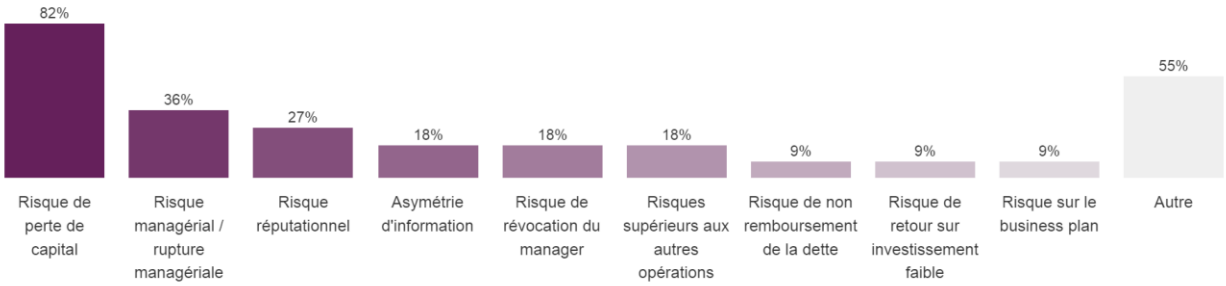
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Perte de capital / patrimoine. Managérial. Révocation par le fonds. Réputationnel. Autre	*« Le premier risque, c'est quand même l'humain, toujours. Qu'on arrive avec une personne qui n'est pas adaptée au style de management auquel les collaborateurs se sont habitués et attachés, et qu'ensuite on ait des pertes de personnes. Si cet esprit-là est cassé par le nouveau manager, ça fait des dégâts considérables. Il faut que le bonhomme soit exemplaire, qu'il soit un meneur d'hommes. Qu'il soit à la fois costaud, mais qu'il ait l'intelligence de s'adapter à la culture qui existe, pour capitaliser dessus et la faire repartir ensuite. C'est pourquoi le risque fondamental est humain. Le deuxième risque, c'est qu'on n'ait pas bien compris à quoi tenait le business model de la société et qu'il y ait des problèmes. Il a le risque de l'argent qu'il met. Souvent, c'est de l'argent qui vient d'une épargne personnelle. Il a un risque d'image, parce que si à 45 ans, il reprend une société qu'il plante, il faut qu'il se repositionne ensuite, ce n'est pas évident, surtout dans un pays comme la France. Ce n'est pas évident. Le repreneur, en fonction des fonds avec qui il s'associe, ce n'est pas notre cas, mais il peut être considéré comme quelqu'un d'interchangeable. Et puis, il a aussi un risque personnel, c'est que, s'il n'a pas l'habitude de gérer une petite boite, où il va être au four et au moulin, que son entrainement des 20 dernières années, c'était d'être un cadre de groupe, ça va lui faire un choc quand même. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
Perte de capital / patrimoine	*« A 50 ans, j'ai mis toutes les économies de toute ma vie pour acheter cette boite. J'ai mis tout l'argent dont je pouvais disposer en cash. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« Etant majoritaire, Je n'ai pas cette pression. Le seul risque pour moi est de perdre mon capital et rien d'autre. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Perte de capital / patrimoine. Managérial. Révocation par le fonds	*« Qu'il n'y ait pas d'adéquation entre l'entreprise et l'individu. Qu'il y ait un choc culturel qui fait qu'il y a un rejet de la personne et qu'elle n'arrive pas à s'imposer et faire travailler les gens, c'est un vrai risque. Qu'il y ait des personnes qui partent, qui peuvent être des personnes-clés. Ou, sans que les personnes partent, qu'il y ait des blocages. Si on n'est pas content de lui, si on ne s'entend pas avec lui, ou qu'on trouve qu'il ne délivre pas, qu'on se sépare de lui. Auquel cas, il a les clauses de good leaver et bad leaver. Donc il aura mobilisé une partie de son patrimoine assez importante dans un deal où il n'aura plus forcément la maitrise. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Que la greffe ne prenne pas. C'est-à-dire que le corps sur lequel on a greffé rejette la greffe. J'ai un climat social qui est tendu. Mon risque, c'est quoi ? C'est qu'un de mes fonds me dégage. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Perte de capital / patrimoine. Managérial. Réputationnel. Pénal. Autre	*« Que ça ne prenne pas avec le fonds. Qu'on se soit gourré sur la boite, sur la capacité à s'intégrer dans la boite quand il y a une culture très forte. Ce qui peut rendre un MBI difficile, c'est d'arriver tout seul et de vouloir porter le changement tout seul. C'est vachement dur, s'il y a un gros changement à opérer. La société, c'est un projet de transformation, de transformation des manières de faire, des mentalités. Ce que je vis avec la finance, la comptabilité, il faut tout casser. C'est vachement dur parce qu'il faut déconstruire sans bousiller. Il faut reconstruire. C'est vachement dur ! Ce n'est pas des convictions, c'est des certitudes à la noix, qui ont fait prendre de mauvaises décisions. Un site Internet pas du tout à la page. Le site Internet qui reposait 100 % sur Google, a perdu en deux ans 60 % de son trafic, 50 % des ventes. Donc, situation d'urgence. C'est un risque financier. C'est un risque de réputation, c'est un risque pénal. C'est un job vachement exposé, quand même. Ce qui est dur, c'est que c'est un secteur à marges pas hyper élevées, et il y a plein de pépins potentiels. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Perte de capital / patrimoine. Managérial. Emotionnel. Autre	*« C'est se rendre compte que finalement on n'est pas fait pour ça, alors qu'on pensait l'être. Pour les gens qui n'ont pas été dans la PME, c'est le premier risque. Le deuxième risque, s'il y a des déconvenues, c'est de s'essouffler au moment de la reprise. Il y a un risque financier, puisqu'on investit, on met une part importante de son patrimoine dans l'opération. C'est ce qui fait qu'on travaille beaucoup. Si ça se passe mal, on se retrouve en échec professionnel avec un problème patrimonial important. C'est des opérations risquées. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Perte de capital / patrimoine. Managérial	*« Perte de capital, aussi de mise en danger de son patrimoine, voire même de sa famille. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
Perte de capital / patrimoine. Managérial. Réputationnel. Rémunération	*« C'est sa source de rémunération et son investissement, donc c'est la double casquette. Et évidemment son job futur, parce que si il a planté une boite, ça va être plus difficile de se recycler. La rupture managériale qu'il a mis en place a été assez violente. C'était peut-être le risque le plus fort et qui était le mieux maitrisé. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Non remboursement de la dette. Emotionnel	*« J'ai passé des nuits à ne pas dormir. A un moment donné, j'étais tellement angoissé, je ne le montre pas, personne ne le voit, mais tellement angoissé que je me suis baissé mon salaire. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
Perte de capital / patrimoine. Révocation par le fonds. Rémunération. Autre	*« L'entrepreneur finalement, il prend un risque un peu plus élevé parce que si ça ne marche pas, il a perdu son capital et son job, donc sa rémunération. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
Perte de capital / patrimoine. Managérial. Autre	*« Le risque structurel d'un MBI, c'est qu'on ne connait pas le marché, à priori. En général les repreneurs n'ont pas cette expérience de vrai patron de PME. J'ai mis toutes mes économies en cash. On a des responsabilités vis-à-vis de soi-même, de son environnement social, de sa famille, avec les salariés. Et puis sa réputation professionnelle. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Perte de capital / patrimoine. Managérial. Réputationnel. Autre	*« Ce qu'on constate, surtout dans les opérations qui ne fonctionnent pas bien, c'est plutôt le dirigeant qui a une très belle expérience, éventuellement dans des groupes assez importants, et qui ne vas pas réussir à s'intégrer dans l'entreprise. Ça se traduit par une « fuite » des collaborateurs historiques qui peuvent partir. Il y a parfois des sujets qu'on n'avait pas vu au moment des audits, des dépendances qu'on n'avait pas forcément identifiées. Il y a quand même un risque marché qui est présent. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Perte de capital / patrimoine. Emotionnel. Réputationnel	*« Ses risques, c'est déjà de planter ce qu'il a investi. Il peut y avoir un effet de massue si ça marche mal. Le risque de réputation, c'est important. Un entrepreneur qui vit le restructuring, qui vit les difficultés, mentalement c'est très difficile. C'est difficilement supportable. Ça peut avoir des répercussions sur sa vie de famille, c'est très compliqué. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

Risques pour le fonds d'investissement



Selon l'acteur

	RISQUES POUR LE FONDS :									
ACTEUR/POSITION	RISQUE DE PERTE DE CAPITAL	RISQUE MANAGÉRIAL / RUPTURE MANAGÉRIA...	RISQUE RÉPUTATIONN...	ASYMÉTRIE D'INFORMATI...	RISQUE DE RÉVOCATION DU MANAGER	RISQUES SUPÉRIEURS AUX AUTRES OPÉRATIONS	RISQUE DE NON REMBOURSEME... DE LA DETTE	RISQUE DE RETOUR SUR INVESTISSEME... FAIBLE	RISQUE SUR LE BUSINESS PLAN	AUTRE
Fonds	88%	50%	25%	25%	25%	25%	13%	0%	13%	75%
Repreneurs	67%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	33%	0%	0%

Selon l'acteur et sa position dans le projet

	RISQUES POUR LE FONDS :									
ACTEUR/POSITION	RISQUE DE PERTE DE CAPITAL	RISQUE MANAGÉRIAL / RUPTURE MANAGÉRIALE	RISQUE RÉPUTATION...	ASYMÉTRIE D'INFORMATI...	RISQUE DE RÉVOCATION DU MANAGER	RISQUES SUPÉRIEURS AUX AUTRES OPÉRATIONS	RISQUE DE NON REMBOURSEM... DE LA DETTE	RISQUE DE RETOUR SUR INVESTISSEME... FAIBLE	RISQUE SUR LE BUSINESS PLAN	AUTRE
Repreneurs minoritaires	100%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Fonds minoritaires	100%	60%	20%	20%	40%	20%	20%	0%	20%	80%
Fonds majoritaires	67%	33%	33%	33%	0%	33%	0%	0%	0%	67%
Repreneurs majoritaires	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	50%	0%	0%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Perte de capital	*« Notre premier risque c'est de mettre notre argent en risques. Notre risque, c'est de mettre notre argent au travail. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
Perte de capital. Réputationnel. Risques supérieurs aux autres opérations. Autre	*« Le risque que la personne ça ne lui plaise plus et qu'elle s'en aille, nous abandonne. Nous, ce qui nous sécurise, c'est quand la personne met quelque chose de significatif dans la balance. Vis-à-vis de nos clients, on a une responsabilité, comme tout fonds d'investissement, quand il réalise un investissement. Moi, à titre personnel déjà, j'investis dedans. Il y a un facteur de risques en plus dans ce type d'opération. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
Perte de capital, Réputationnel	*« S'ils se plantent, évidemment que c'est dramatique pour eux, ce n'est pas bon pour leur réputation, ils vont perdre de l'argent. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
Asymétrie d'information. Managérial / rupture managériale. Autre	*« Les particularités d'un MBI, c'est que vous avez un dirigeant qui est souvent clé dans l'opération, qui cède, et donc vous enlevez à la société une partie clé de sa substance et de ce qui a fait sa réussite. La deuxième chose c'est que vous achetez une société, que vous êtes à l'extérieur, vous pouvez faire toutes les due diligences du monde, vous n'avez pas une vision complète de la société et des nombreux cadavres qu'il peut y avoir dans le placard. C'est un motif de risque supplémentaire important. Quand vous changez le manager au moment de la vente, que vous êtes extérieur, vous n'avez pas une vision de tous les problèmes que peut rencontrer la société. Un fondateur vous vend toujours sa société comme la plus belle du monde. Il faut arriver à distinguer le vrai du faux et avoir des due diligences suffisamment poussées pour essayer de percevoir les différents risques potentiels. Vous ne les verrez jamais tous, mais il faut les limiter. On a des sociétés qui peuvent être très dépendantes du fondateur, que ce soit dans le contact avec les clients, dans le savoir-faire opérationnel, dans l'attachement des salariés à cette personne. Vous avez un risque de greffe du repreneur. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Perte de capital. Managérial / rupture managériale. Autre	*« Il y a un degré de risques un peu supérieur. Puisque qu'il faut qu'il y ait une greffe. C'est un risque et une opportunité, parce que si ça marche bien, ça peut être vraiment… Si le repreneur est de qualité, c'est même souvent moins risqué, que par exemple dans un MBO, où les cadres deviennent numéro 1. Vous avez souvent des numéros 2 qui ne deviennent pas des bons numéros 1. La spécificité, c'est cette rupture managériale qui est forte. Il y a un risque un peu supérieur quand même. Il y a un risque de non-transformation aussi. C'est-à-dire qu'il y a un risque, si on va au bout, que la greffe ne prenne pas. Mais avant ça, il y a un risque de non-transformation. C'est le risque de non-greffe, au moment de l'acquisition. C'est le risque de ne pas être dans l'écoute mutuelle. Le MBI, il y a un risque de perte en capital. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
Perte de capital. Managérial / rupture managériale. Réputationnel	*« On est investisseur financier, on sera les derniers remboursés. On a des risques de pertes à tous les étages. C'est très dangereux pour nous une ligne à zéro, dans un fonds sur lequel on veut essayer de lever un fonds deux, avec des souscripteurs extérieurs. Si on a des pertes sur le fonds un, le fonds deux n'existera pas et il n'y aura pas de fonds 3. Si on s'est raté sur le premier fonds, l'histoire s'arrête très vite et très violemment. C'est arrivé dans le passé. Il y a plein d'exemples de fonds qui n'ont pas réussi à lever le fonds trois parce que le fonds un n'était pas performant. Donc une ligne à zéro, c'est très problématique. Très problématique. C'est ma crédibilité sur le marché. On est tous investisseur dans chacun des fonds. Le danger du MBI, c'est la rupture managériale. On ne sait pas ce qu'on reprend. On sait aussi qu'on a une dépendance envers un homme dans la direction commerciale, qui, en plus, n'est pas facile à gérer, avec une personnalité assez spécifique, qui n'est pas facile à cerner. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Asymétrie d'information. Perte de capital. Révocation du manager. Risques supérieurs aux autres opérations. Autre	*« On n'a hélas pas de limite à notre perte. On n'a aucune forme de garantie sur nos investissements. On mise sur des entrepreneurs qu'on ne connait pas, qu'on finance. Et le MBI, c'est risqué ! Si les MBI qu'on fait ne sont pas rémunérateurs, on finira par ne plus faire de MBI. Une des données d'entrée, c'est qu'un MBI ça doit être plus rentable, quand ça marche, qu'un MBO. C'est l'investissement le moins modélisable parmi tous ceux qu'on fait. C'est les investissements pour lesquels il y a le plus fort aléa. Vous ne connaissez ni l'affaire ni le dirigeant et eux non plus ne se connaissent pas. Il y a une espèce de combinaison à risque, qui rend le sujet très aléatoire. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
Perte de capital. Autre	*« On a pris nos risques, et il ne faut pas qu'on se trompe trop souvent, parce que là c'est la pérennité de notre société de gestion qui serait en jeu. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
Non remboursement de la dette. Perte de capital. Révocation du manager. Managérial / rupture managériale. Business plan. Autre	*« Les risques dans un MBI, c'est d'avoir un manager qui n'est pas à la hauteur. C'est la capacité du manager à reprendre une boite et à s'intégrer dans l'entreprise. La greffe peut ne pas prendre. Ça peut détruire de la valeur. Les opérations sont risquées. On ne veut pas les acheter cher, d'entrée de jeu. Ce qui n'est pas le cas en MBO. C'est beaucoup plus risqué en MBI. On peut éventuellement changer le management. S'assurer qu'on ne soit pas mis à un moment donné dans un contexte de brid covenant auprès des banques. Vérifier que ça ne se dégrade pas au niveau de la rentabilité. Un des autres risques, c'est de ne pas faire grossir assez la boite et donc potentiellement de stabiliser l'EBITDA, de stabiliser le cashflow. Du coup, ça devient une opération qui est moins intéressante pour un fonds. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

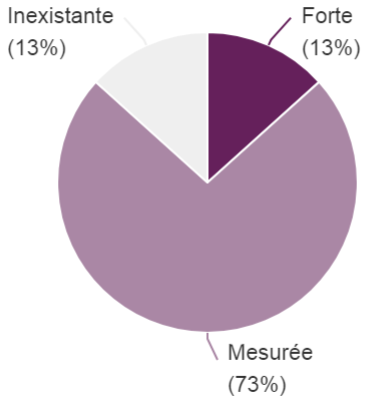
Existence de risques spécifiques à cette opération

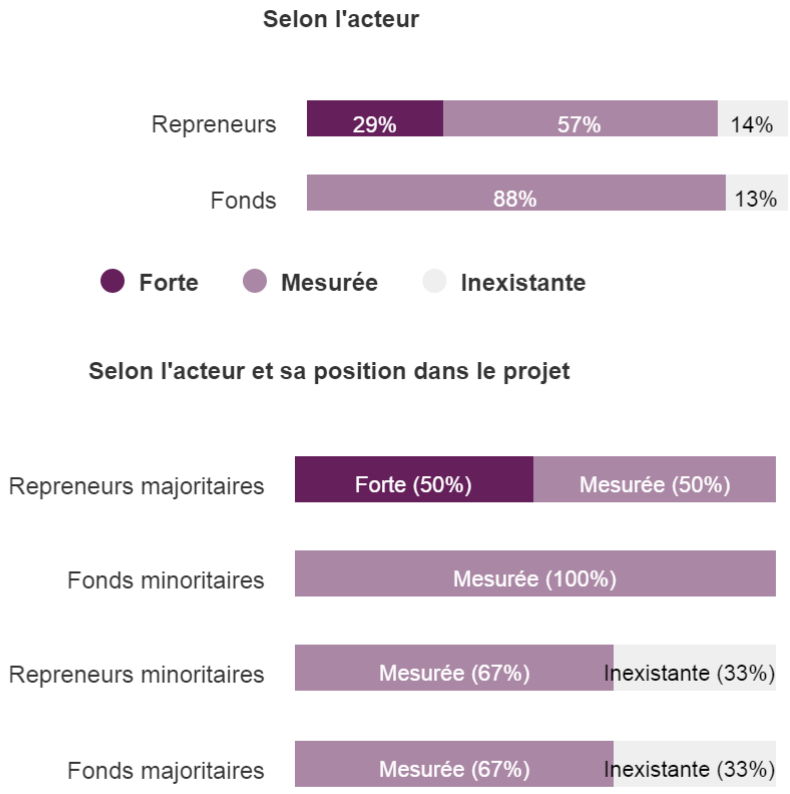
*Note : Le résultat est identique pour les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*

Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Le risque matières premières. Il y a un risque clients. Il y a un risque de négociation commerciale, notamment en GMS. Un risque de personnel, il faut se lever tôt le matin, il peut y avoir du turn-over, un risque d'accidents du travail, un risque de ne pas trouver le bon personnel. Les risques sont extrêmement importants. Spécifiquement dans la société L, il y a un risque aussi de faire du black. Le risque, de tomber sur un bout d'aimant. Un risque de traçabilité. Les risques, ils sont partout. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
« On les avait sous-estimés. Il fait fabriquer en Chine, donc il y a des risques d'import et tout ce qui est lié à ce sujet-là qu'on ne maitrise pas. Risque marché qu'on n'avait pas vu. Risque lié à l'import qu'on n'avait pas vu. On a un vrai sujet sur l'import de son matériel de Chine, on est assez en phase. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
« Des risques techniques et sociaux. Il y a le risque lié au développement. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
« Notamment tout ce qui est cuivre. Il y a quand même un risque marché qui est présent. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
« On a tous les risques qu'on peut avoir avec un réseau d'affiliés. On peut avoir tous les risques qu'on a dans la distribution aujourd'hui parce que la distribution change. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
« C'est un risque sanitaire. Le sanitaire est le sujet-clé sur cette opération. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*

Pression de la dette





Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Forte	*« C'est vrai que ça met la pression, il faut bien expliquer. On remplace les dividendes par un paiement de dettes. Il y a une nuance importante, c'est qu'on est obligé de le faire et qu'on ne peut pas se permettre de ne pas payer une année. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« La seule contrainte pour moi, c'est le poids de la dette. Oui, c'est le seul truc. J'ai 480 000 euros à donner, chaque année. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
Mesurée	*« Aujourd'hui, j'ai moins la pression du résultat, parce que la pression du résultat, je ne l'ai pas pour rembourser la dette senior. Aujourd'hui, la dette senior, ce n'est même pas 40 % de mon résultat net après impôts. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« On pratique des leviers assez modérés. C'est une vraie pression, la dette. Il faut se donner des marges de sécurité importantes sur les affaires parce que, une dette sénior, ça dure 7 ans. Des affaires qui pendant 7 ans font un truc, ça n'existe pas. On pratique beaucoup l'analyse prospective et on est très prudent sur les leviers de dettes. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
	« J'ai la chance d'avoir une structure qui fonctionne plutôt bien, où il n'y a pas vraiment de pression de dette. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*

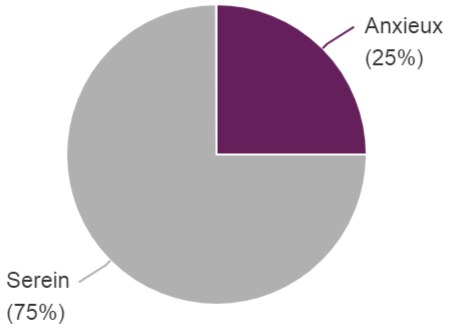
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Mesurée	*« Sur une opération de reprise, il faut des opérations laveragées de manière très raisonnable. Il faut pouvoir supporter les mauvaises nouvelles de la transmission au départ et donc de pas leverager de manière trop importante l'opération. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« Elle ne change pas grand-chose, parce qu'on essaye de faire en sorte de ne pas sur dimensionner les choses. On fait des montages pas très sophistiqués, dont on va limiter l'endettement, surtout avec des taux très faibles aujourd'hui et des banques qui nous proposent même des tranches B. On a des montages pas très tendus en termes de cashflow. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« Le deal n'est pas très laveragé. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« En principe on a calibré les choses de telle façon qu'il n'y ait pas de souci. Normalement, la dette ça doit être quelque chose qui se fait assez naturellement. La dette qu'on avait calibrée ne nous a jamais empêchés. On fait des gros investissements pour rénover l'atelier de fabrication dans la société, il n'y a eu aucun souci. C'était compatible avec la dette qu'on avait calibrée, parce qu'on savait qu'il y aurait des investissements de renouvellement, donc ça s'est bien passé. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
	« La pression de la dette oui, c'est le danger de toute entreprise. Cette pression de la dette, ce manque de liquidités. Ce qui était vraiment le cas sur la société Z. On avait gardé un bon matelas de trésorerie et on en est très content. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« On a cette approche assez prudente sur les effets de leviers. En gros, on est à un pour un, donc on n'est pas non plus dans une dette toxique. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
	« Si le cash-flow n'est pas là, ça peut mettre à mal le deal. Aujourd'hui, en tout cas sur la PME, sur les deals qu'on structure, en termes de levier on essaye quand même d'être cohérent. On ne sur-leverage pas les opérations, et on prend du mou. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
Inexistante	*« On n'a pas de dettes. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

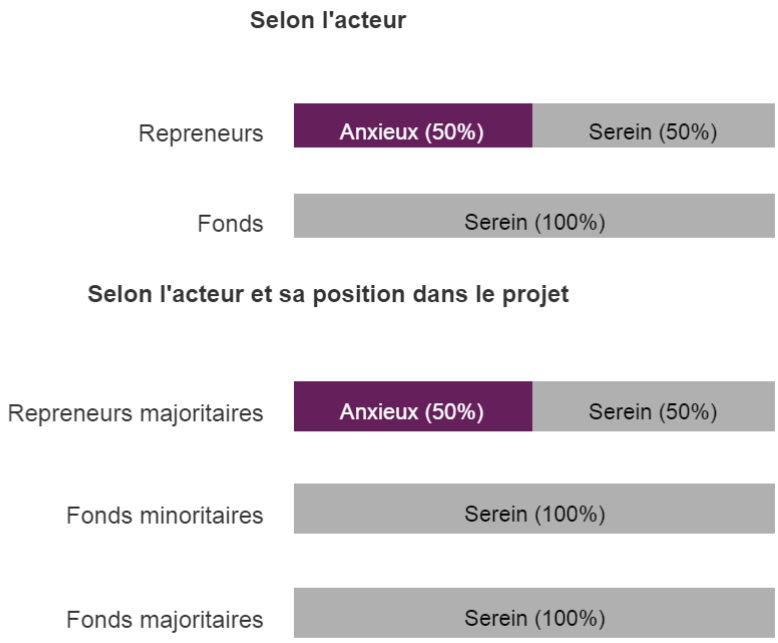
Point de vue concernant la pression de la dette

Extraits de verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Il ne faut pas trop mettre de dettes dans le MBI. C'est quand même fondamental. C'est un présupposé. C'est un prérequis. »	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*

Etat d'esprit du repreneur en termes de risques

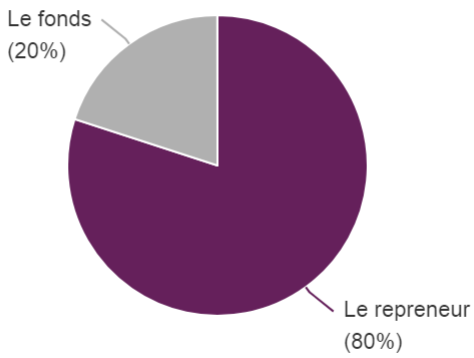


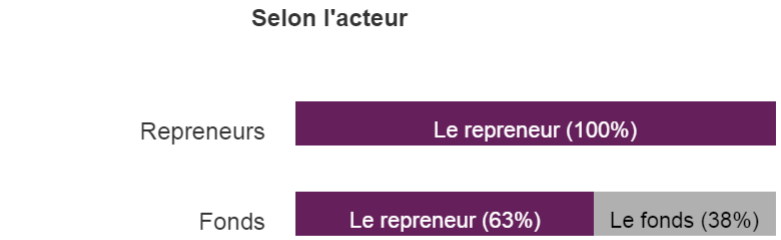


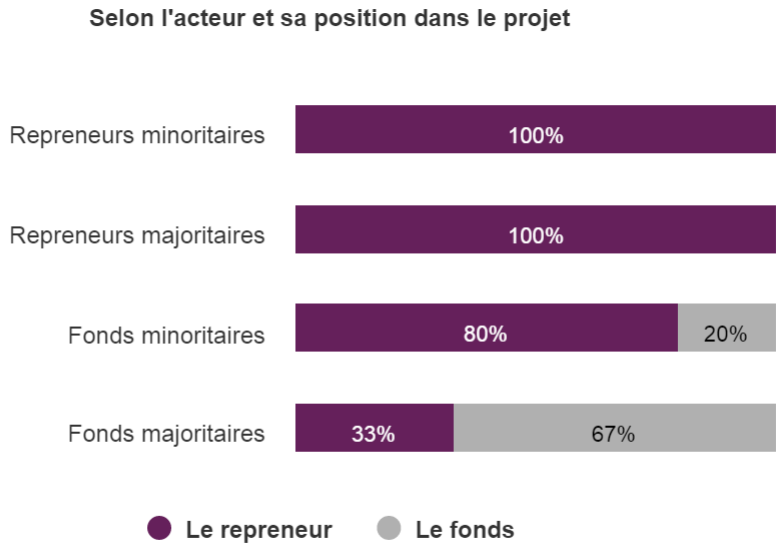
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Anxieux	*« Si je perds tout ça, je vis encore, mais ça ne sera pas la même vie. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Serein	*« J'ai pris le risque en connaissance de cause. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« Il gère très, très bien, ce stress. Il est costaud. Il est costaud. Franchement, il résiste vraiment bien. Je n'ai jamais senti le moindre mouvement de panique chez lui. Il a le sang-froid. Il ne m'a jamais fait part de vraies inquiétudes ou de panique. Jamais de panique chez lui. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*

Le risque repose principalement sur :







Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Le repreneur	*« J'ai mis tout argent dedans. C'est moi qui prends des risques. Je n'ai pas le sentiment qu'ils en prennent. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« Non, ils ne perdent pas du tout, eux. Il y a des OC dans leur formule. Dans le pacte d'associés au niveau de la séparation, ils ne sont pas perdants. S'il vous arrive une catastrophe, que vous faites moins de chiffre d'affaires, que les résultats sont moins bons, de toute façon ils ne perdent pas. C'est vous qui perdez. Dans tous les cas, c'est eux qui sont gagnants et pas vous. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« Ils ont des participations dans des dizaines de boites. J'y ai mis les économies de toute ma vie. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« C'est moi. C'est moi parce que j'ai fait tapis. Ils se mettent un peu en risque. Moi je suis une ligne, une participation dans leur portefeuille. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Le repreneur	*« Sans aucun doute, c'est le repreneur, bien sûr. Parce qu'il engage son argent personnel. Ce qui n'est pas du tout notre cas. On gère de l'argent public. Notre risque est diversifié parce que nos participations sont noyées dans un portefeuille. Finalement, si on rate une opération, on peut se retrouver sur une autre. On a plutôt une logique de gestion de portefeuille et on diversifie notre risque. Là où un repreneur a mis toutes ses billes dans une entreprise et qu'il peut tout perdre du jour au lendemain. Donc oui, clairement, c'est plutôt le repreneur. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
	« La personne qui prend le plus de risques au moment de l'opération, c'est lui. Mais il a un reward qui est plus important. En tant qu'investisseurs, on investit beaucoup d'argent dans la société, mais on le fait aussi sur un portefeuille large, sur plusieurs sociétés. On assume un risque, parce qu'on le diversifie. Là où lui, il a une concentration de son risque sur une seule société. Si ça se passe bien, il gagnera beaucoup plus d'argent et ça se passera très bien pour lui. On a un portefeuille plus diversifié, le retour pour nous sera moins important. C'est une lecture très risk-reward. La reprise, c'est du « I risk, I reward » pour le repreneur. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« Pour lui, c'est encore plus impliquant. C'est lui. C'est pour ça qu'on est attentif à ce qu'il y ait une dimension d'implication financière importante. A l'inverse, si vous avez un dirigeant qui met 50 000 euros, qui prend un salaire de 250 000 euros, il ne prend pas vraiment de risque. Au bout de 6 mois, il a remboursé son apport personnel, on est attentif à ça. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
	« Forcément, il en prend peut-être plus. Notamment Quentin qui a mis une part conséquente de son patrimoine. Il prend beaucoup plus de risques. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« L'entrepreneur finalement, il prend un risque un peu plus élevé parce que si ça ne marche pas, il a perdu son capital et son job, donc sa rémunération. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
	« C'est moi ! Clairement. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« La prise de risque, elle est plus importante pour moi. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Le fonds	*« Financièrement, on a investi beaucoup plus. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
	« On prend le risque le plus important sur ce dossier. Moi, à titre personnel déjà, j'investis dedans. Notre équipe investit dedans et puis vis-à-vis de nos clients, on a une responsabilité, comme tout fonds d'investissement, quand il réalise un investissement. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Chacun prend des risques à son échelle. Nous, nous aussi on est des vrais entrepreneurs. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*

Extraits hors contexte

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Créer du lien et d'aligner les intérêts des différentes parties, les managers, le repreneur, le vendeur et les managers existants, dans l'opération. Quelqu'un qui veut faire de la reprise d'entreprise, il faut qu'il ait en tête cet élément-là. Qu'il ait en tête que c'est un processus qui peut être risqué. Il faut qu'il soit capable de l'assumer. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
« C'est le désalignement d'intérêts à la sortie. je vois des montages extrêmement laveragé dans des boites, avec beaucoup d'investissements. Si vous ne faites pas les choses très bien au départ, il peut y avoir des répercussions très vite, à cause de la dette. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
« On n'assèche pas la boite sur le LBO, parce qu'on sait que les premières années sont sources de tension. Il y a le cap des 100 jours. Pour un repreneur, les deux premières années sont d'une intensité extrême. Vraiment extrême. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
« Ça a tellement dysfonctionné que les collaborateurs de la société m'ont appelé. C'était vraiment un problème de culture personnelle et quelqu'un qui se retrouvait rejeté par la société. 100 % de la création de valeur, c'est la croissance. Le désendettement, il est nul en fait. C'est vraiment 100 % la croissance qui génère la création de valeur sur ce fonds-là. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
« Pour un certain nombre de repreneurs, ils nous en parlent, ça fait partie de leurs préoccupations régulières (la dette). »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
« C'est des choses qu'on doit regarder de très près en MBI. C'est des risques, ça peut vite déraper. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
« Risque de non remboursement de la dette. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
« Oui, oui, sur l'échelle de Richter, si on va du plus risqué au moins risqué, le moins risqué l'OBO, puis, la transmission, familiale, à partir du moment où la deuxième génération travaillait déjà dans l'entreprise. Si on monte un tout petit peu plus dans le risque, il y a la transmission managériale, donc on dit au numéro 2, au numéro 3, au numéro 4 de reprendre la suite. Et enfin, et là on passe à un grand gap dans le risque, on remonte fort en température avec le MBI. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 3*

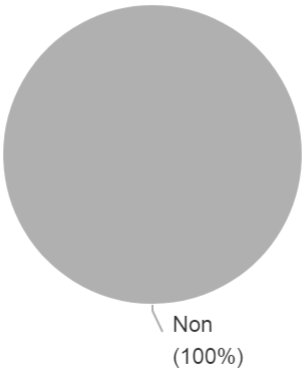
Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Le taux de casse minimum, c'était l'affaire familiale, puis le salarié, puis les gens qui connaissent le secteur et après celui qui connait pas le secteur. Il ne faut pas oublier que le fonds, ou la société de gestion, a des comptes à rendre aux souscripteurs du fonds. Parce que si vous vous plantez, si vous leur rendez 30 % des sous qu'ils vous ont confiés, vous n'allez pas lever le fonds numéro 2, le numéro 3, le fonds numéro 4. Dans l'ordre croissant du risque vous avez en un, l'affaire familiale, parce qu'on a mis le gars à l'épreuve dans la famille, en deux, c'est les salariés. En trois, c'est le MBI. Entre les deux, vous avez une catégorie qui s'est insérée depuis quelques années, qui est l'OBO, où là effectivement, c'est presque au niveau de l'affaire familiale. Le dernier, c'est effectivement le MBI avec quelqu'un qui ne connait pas le secteur. Vous avez deux types de MBI, celui qui connait le secteur et celui qui ne le connait pas. C'est bien le problème de la dette qui est au cœur du réacteur. Le vrai risque est là. Il y a un pic de plantage, la troisième année. On ne sait pas pourquoi. Le pic de casse, c'est la troisième année. Le pire, c'est quand ils sont deux à partir. Dans ces cas-là, vous ne refaites jamais le même binôme. Si dans la boite vous avez un technicien et un commercial qui s'en vont en même temps, le gars qui arrive a rarement le profil des deux et la greffe n'est jamais la même. De ne pas rembourser la dette. Si la conjoncture baisse, pour toutes sortes de raisons, si vous ne pouvez pas rembourser l'échéance, vous êtes en défaut de paiement, même sur 7 ans, il suffit d'un mois. Quels sont les risques pour le repreneur ? De perdre son argent. Comme nous. J'en ai vu un qui a divorcé, perdu toute sa belle-famille, parce que toute la belle famille avait mis de l'argent. Qui prend le plus de risques ? C'est le repreneur ou c'est le fonds ? C'est différent. Je peux perdre aussi ma place. Moi, à la limite je perds, mais je peux me rattraper sur d'autres lignes. C'est quand même différent si sur un panel de 15 boites, je perds sur une ou deux. »	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*
« Attention aux risques de divorces. On mesure tous les risques sauf le principal : le bonhomme. »	*Experts*	*Expert - Fonds 2*
« Il y a bien évidemment les cas de non capacité à se fondre dans la culture de l'entreprise, c'est un écueil majeur du MBI, où quelqu'un d'extérieur vient dans une entreprise à forte culture. On se dit « ben oui, il va pouvoir apporter sa différence, il connait bien le secteur donc ça va aller tout seul ». C'est quelque chose qu'on voit régulièrement. Reprendre, alors que c'était fait pour ne pas réussir, c'est très éprouvant, ça va être douloureux financièrement, psychologiquement, personnellement. »	*Experts*	*Autre expert 1*

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« La dette sénior est un couperet qui fixe le temps. Il est révocable ad nutum, ça il faut qu'il l'accepte au départ dans la documentation et dans les statuts, donc sans indemnités par rapport au mandat, et tous les mécanismes associés, rétrocession, de fait, deviennent caducs. C'est source de tension puisque potentiellement il peut repartir avec moins que ce qu'il a mis au départ. Mais c'est parce qu'il n'a pas été bon gestionnaire ou parce que les performances de l'entreprise …Je mets toujours en place des assurances, car ils sont mandataires sociaux, donc ils ne sont pas éligibles à Pôle Emploi. Du coup, on met en place un contrat d'assurance qui leur permet de toucher entre 12, 18, 24 mois d'indemnités. Que la greffe ne prenne pas au sens culturel. Pas forcément par rapport au cédant, par rapport à ceux qui restent. Qu'on ait à la fois quelqu'un qui ait une culture de développeur et de gestionnaire. Si il n'y pas les deux, ça ne le fait pas. Dans nos montages, et souvent ça peut être source de tension, au départ, on est très prudent sur les MBI, c'est-à-dire qu'on vient toujours laisser au moins deux annuités de dette senior en sécurité en trésorerie. Ça induit de fait une surcapitalisation au départ s'il n'y a pas de trésorerie, ou une moindre mobilisation de la trésorerie disponible dans le cadre du montage. Que ça ne fasse pas l'affaire, et donc très vite il faut retrouver un autre dirigeant, le lendemain. quels sont les risques pris par le repreneur ? *Il y a un risque patrimonial, parce que généralement, il met un peu tout son patrimoine dans la société. nous, on a un risque financier qui est beaucoup plus important que lui. Il a fait un gros effet de levier, donc finalement son risque, il reste limité par rapport à la nature de l'opération qu'il fait. Qui prend le plus de risques sur une opération de MBI ? C'est le fonds. Sincèrement, c'est le fonds. Un repreneur, il aura perdu ses économies, mais il peut se replacer sur le marché. »*	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*
« Il a mis beaucoup de fonds propres (le repreneur), souvent une grosse partie de la capitalisation de sa vie précédente. « Si ça ne marche pas, non seulement j'ai foiré mon projet, ma charnière professionnelle, en plus potentiellement, j'ai perdu une partie de ma capitalisation, avec tout l'impact psychologique que ça peut avoir ». En termes de montants investis, incontestablement c'est le fonds, en valeur absolue. En termes de proportionnalité du montant investit, c'est très souvent le repreneur. Le repreneur prend également un autre risque que le fonds ne prend pas du tout de la même façon, c'est le risque d'échouer. Donc ce risque d'échouer, est pour eux quelque chose de très très fort. Même si ce n'est jamais vraiment dit comme ça. D'ailleurs, c'est très délicat d'aborder ce sujet avec eux. Il y a un énorme facteur qui est très compliqué pour eux à gérer, c'est le facteur humain. Des managers, d'une cinquantaine de personnes ou 60, ou 100, enfin tout dépend de la cible, qui débarquent du jour au lendemain, avec une légitimité qu'ils doivent construire, parce qu'ils n'en ont pas aux yeux des salariés repris, et qui peuvent être totalement inadaptés, à la population dont ils « héritent », parce que très très différents, voire à l'opposé du manager auquel ils succèdent. dans la grille de gestion de risques, le repreneur a beaucoup, beaucoup plus de paramètres à faire rentrer que le fonds. Le fonds, il prend le risque de s'être trompé sur le mec, clairement, et ensuite il prend le risque de « write offer » une ligne.	*Experts*	*Autre expert 2*

11. Thème 11 : Tension 7 – Le contrôle / le reporting

Tension explicite

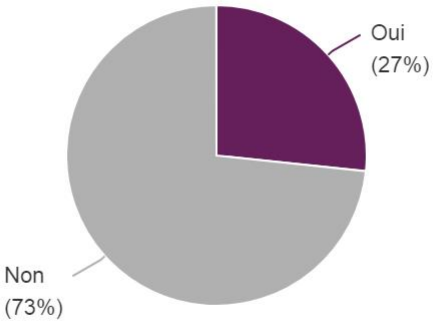
*Note : Le résultat est identique pour les **repreneurs minoritaires**, les **repreneurs majoritaires**, les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*

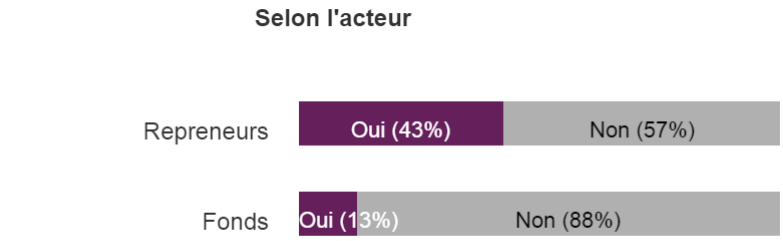


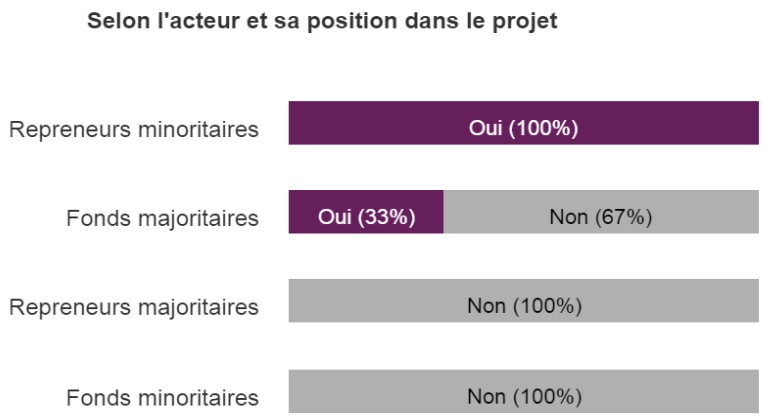
Verbatim :

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« C'est un fonds pragmatique et intelligent, donc ils ont compris que s'il n'y avait pas de reporting, ce n'était pas pour les emmerder. L'absence de reporting, ça aurait pu être un sujet de tension. Ça ne l'est pas. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
« Pour l'instant, je n'ai pas encore fait mes 100 jours, »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*

Tension latente



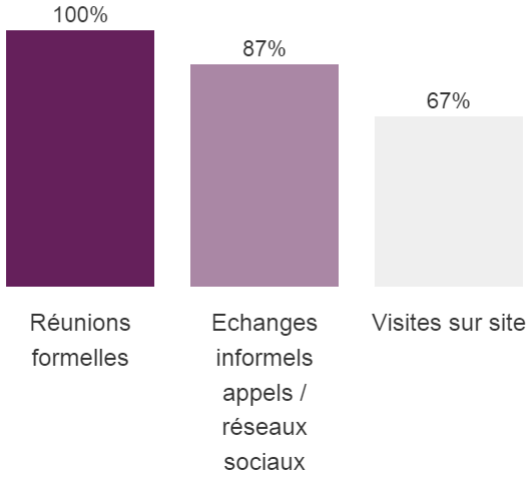




Verbatim :

Réponse	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« C'est entre deux et trois heures, chaque trimestre, et pour moi, ce n'est pas assez. Mais par contre, une réunion de trois heures, tous les 3 mois, ce n'est pas possible en trois heures, je ne m'en sors pas. A chaque fois, on a un agenda long comme le bras. Donc, soit on en fait plus souvent, soit plus longtemps. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« Là, il y a une éducation du dirigeant à faire, c'est sûr. Il n'a pas l'habitude d'avoir un tour de table d'actionnaires auxquels rendre compte. Je suis en train de le formater là-dessus, enfin gentiment, mais essayer de le formater à faire quelque chose de structuré, qui correspond à nos attentes. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Je fais aussi un peu gaffe dans les interactions. Très objectivement, lui il est plus smart que les autres. Je fais gaffe de ne pas bypasser les autres. J'ai trois interlocuteurs, il est tout le temps dans la boucle. Je ne sors pas les autres de la boucle, sauf à l'occasion de ces petits déjeuners où je le vois lui, on se parle vraiment à bâtons rompus. Il y a ce truc-là sur lequel il faut faire un peu gaffe, au pouvoir de nuisance des gens qui sont au-dessous. Il ne faut pas qu'ils se sentent marginalisés. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« J'aimerais là aussi, être plus challengé. Ils ne me challengent pas beaucoup. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*

Modalités d'échange



Selon l'acteur

	MODALITÉS D'ÉCHANGE :		
ACTEUR/POSITION	RÉUNIONS FORMELLES	ECHANGES INFORMELS APPELS / RÉSEAUX SOCIAUX	VISITES SUR SITE
Repreneurs	100%	86%	43%
Fonds	100%	88%	88%

Selon l'acteur et sa position dans le projet

	MODALITÉS D'ÉCHANGE :		
ACTEUR/POSITION	RÉUNIONS FORMELLES	ECHANGES INFORMELS APPELS / RÉSEAUX SOCIAUX	VISITES SUR SITE
Repreneurs minoritaires	100%	100%	0%
Fonds majoritaires	100%	100%	100%
Fonds minoritaires	100%	80%	80%
Repreneurs majoritaires	100%	75%	75%

Verbatim :

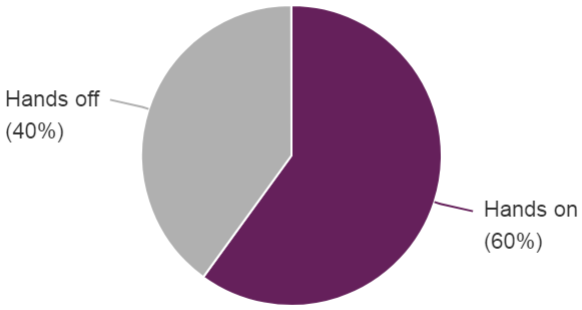
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Réunions formelles. Echanges informels appels / réseaux sociaux	*« Au quotidien, c'est des coups de fil et des mails. En fait, c'est des coups de fil informatifs et des mails pour discuter. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« On se parle tous les jours. On s'appelle beaucoup entre temps. Je vais prendre un petit déjeuner avec le patron du fonds tous les 15 jours. Juste lui et moi. J'ai trois interlocuteurs, il est tout le temps dans la boucle. Je ne sors pas les autres de la boucle, sauf à l'occasion de ces petits déjeuners où je le vois lui, on se parle vraiment à bâtons rompus. Il y a ce truc-là sur lequel il faut faire un peu gaffe, au pouvoir de nuisance des gens qui sont au-dessous. Il ne faut pas qu'ils se sentent marginalisés. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« J'aimerais qu'il y ait plus de « et là, qu'est-ce tu en penses ? Est-ce que t'as essayé ça ? Et ça, pourquoi ce n'est pas comme ça ?». Que ce soit plus challenging. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« Je prends mon téléphone, je les ai une fois par mois ou tous les deux mois. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
Réunions formelles. Echanges informels appels / réseaux sociaux. Visites sur site	*« Souvent on échange sur les points, sans que ça soit très formalisé. Dès qu'il y a un sujet, le repreneur peut nous appeler et on en discute. On a la volonté d'avoir un portefeuille assez concentré pour pouvoir aider et accompagner au mieux les repreneurs. Etre très régulièrement au téléphone avec le repreneur, plusieurs fois par semaine si c'est nécessaire. Etre disponible pour répondre aux demandes de l'entrepreneur, à tout moment. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« C'est un mix de formalisme et d'informel. On voit beaucoup nos entrepreneurs. On passe beaucoup de temps, indépendamment de la gouvernance, en réunions, en points de contacts réguliers, téléphoniques ou en présentiel. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
	« On se connait bien, on se parle toutes les semaines. On se téléphone souvent, parce qu'on a des relations humaines qui sont assez fortes. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« Dans la société L, au début, on en faisait 5 par an. Maintenant on en fait un en juillet, un en novembre, un en mars. Donc trois par an (comités stratégiques). »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
	« Souvent je passe un petit coup de fil, pour échanger dessus. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« Entre le fonds et moi, les règles du jeu n'ont jamais été définies. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Réunions formelles. Echanges informels appels / réseaux sociaux. Visites sur site	*« Avec le Coronavirus, il y a un fonds, là, sans que je ne demande rien, qui nous a envoyé quelques éléments que je n'avais pas forcément, sur les dispositions de la BPI, ce genre de choses. Je compte les utiliser plus. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Réunions formelles. Visites sur site	*« Peu d'échanges. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*

Echanges réguliers

*Note : Le résultat est identique pour les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*

Niveau d'intervention du fonds

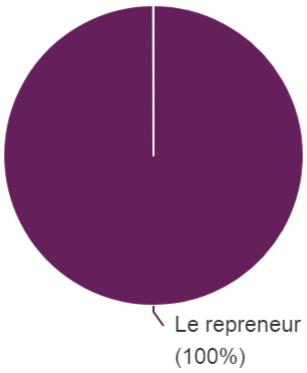


Verbatim :

	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Hands on	*« On est très hands on, pour reprendre votre terme, qui est un terme un peu générique dans le métier. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« La volonté c'est d'être hands on. C'est ce qu'on vend à nos investisseurs, c'est ce qu'on vend à nos repreneurs. C'est pour ça qu'on n'a pas des portefeuilles de 30 lignes et qu'on souhaite constituer au final un portefeuille d'une dizaine de lignes. Hands on, ça signifie être très régulièrement au téléphone avec le repreneur, plusieurs fois par semaine si c'est nécessaire. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Hands off	*« J'ai 7 participations à gérer, la fin du fonds à déployer. Si l'entrepreneur a besoin de moi, je serai toujours là pour l'aider. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Sans réponse	*« On est entre les deux. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

Reporting élaboré par :

*Note : Le graphique concerne uniquement les **fonds minoritaires**.*

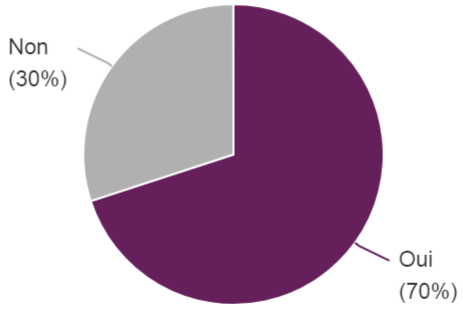


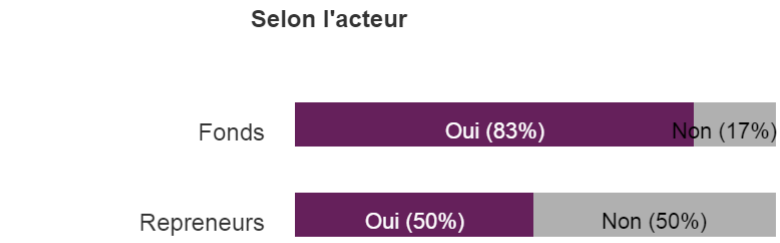
Verbatim :

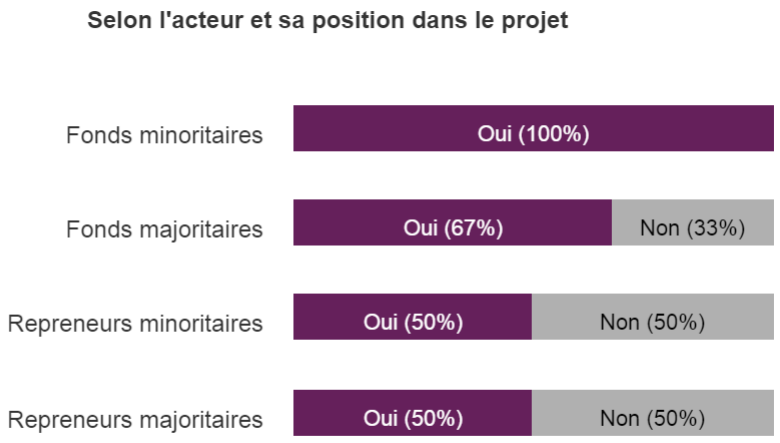
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Le repreneur	*« Quentin est très autonome. En l'occurrence, ça fait partie des MBI sur lequel j'ai été étonné par son autonomie dans la gestion, il me sollicite relativement peu. Il est très autonome. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« Il nous envoie tous les mois un reporting extrêmement dense sur le chiffre d'affaires, avec ce qui a marché, les tops/flops, les tops, les flops, ça va très loin. Il nous en donne même trop. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Sans réponse	*« On a mis en place des formats très simples. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« Sur ce deal, on est plutôt hands on. Le deuxième élément, ça tient aussi à la personnalité du dirigeant, qui n'est pas « complet » sur toutes les facettes de l'entrepreneuriat, c'est important de co-piloter un certain nombre de sujets de gestion financière ou autres. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« On est très engagé, mais très respectueux. Je ne crois pas du tout à ces termes de « hands on » et hands off ». On peut quand même dire, il y a le minoritaire et le majoritaire. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
	« Il est vraiment très transparent, très ouvert, sur tous les sujets. Il est très, très ouvert, il est force de propositions, c'est aussi fondamental pour nous. On est plutôt hands off. On n'est pas opérationnel, ce n'est pas notre métier. On a toute une cellule dédiée à l'accompagnement. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

Présence d'un autre interlocuteur dans l'entreprise que le repreneur



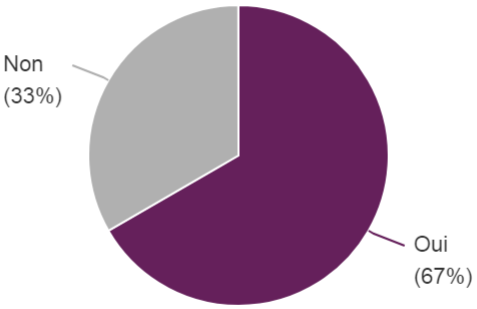


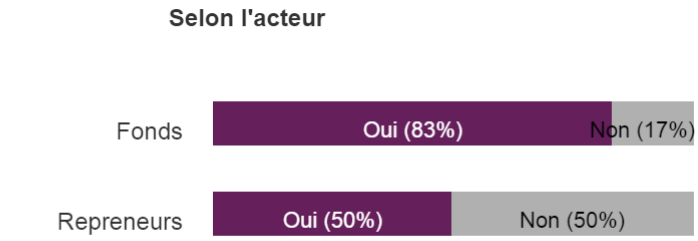


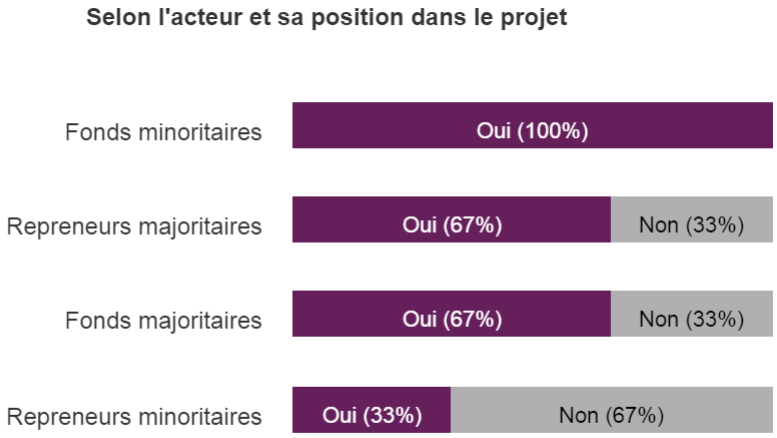
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Oui. Je suis tout le temps impliqué quand même. Après honnêtement, ils sont hyper sains, hypers corrects. Ils me disent « est-ce que ça te va si on voit directement avec Didier ? ». Moi je dis « surtout vas-y », je ne peux pas tout centraliser.»*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« Des fois, avec ma DAF. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
Non	*« Non, je suis le point d'entrée unique. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*

Présence d'un reporting régulier







Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Quand j'ai repris la boite, je leur ai présenté un modèle de reporting. Il n'y en avait pas. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Non	*« Je n'ai rien fait de ce qui est écrit pour l'instant. Je n'ai même pas fait de reporting. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« On est en train de le mettre en place. Ça a obligé le fonds à être beaucoup plus aux manettes sur la finance. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« On est entré en février, il n'y a pas l'once du début d'un reporting. Le reporting financier, là, c'est le trou noir. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*

Moment où le reporting a été défini

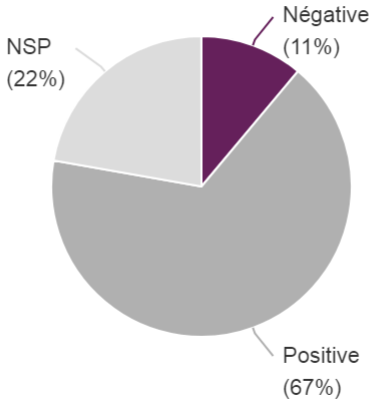
*Note : Le résultat est identique pour les **fonds minoritaires** et les **fonds majoritaires**.*

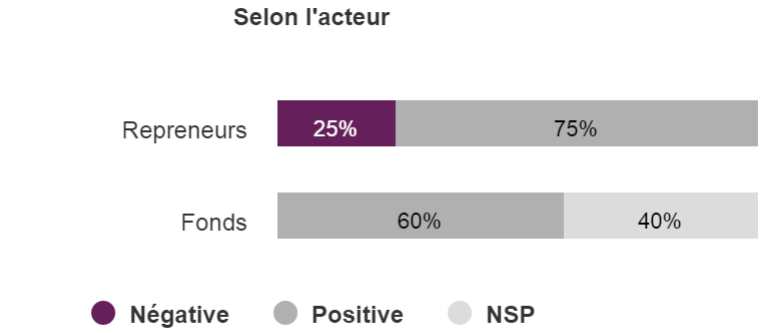
Verbatim :

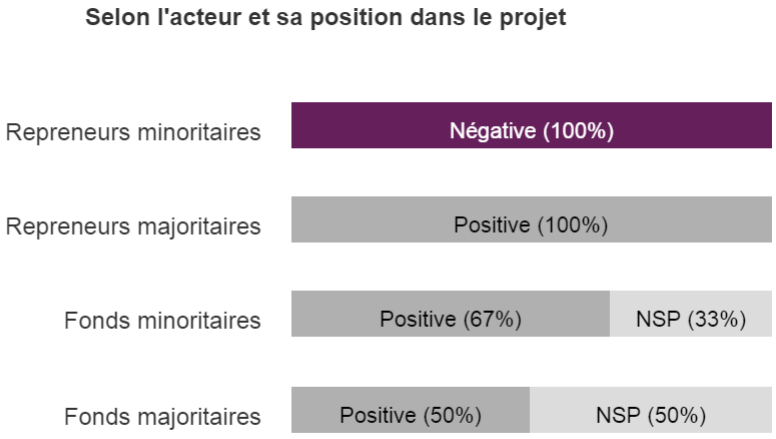
Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Dès la première année, enfin à la fin de la première année, c'était assez stabilisé. C'est important de le mettre en place le plus rapidement possible. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
« On n'a pas de règles, on définit pour chaque société le format de reporting. On part du principe, qu'on doit s'alimenter avec les mêmes informations qui sont utiles à l'entrepreneur dirigeant. Dans la plupart, on en a au moins un second (contact dans l'entreprise). On le fait toujours en concertation. Ils ne découvrent rien au moment où on a investi. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
« On l'a défini au départ « tous les mois, tu nous envoies ton chiffre d'affaires, et puis on fait un point comptable tous les 3 mois ». »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
« On lui explique ce qu'on veut, comment on souhaite que ça se passe. Une fois que les choses sont expliquées, ça va bien. Le principe, c'est qu'on s'interdit de parler aux autres personnes. Mais on ne se permettrait pas de bypasser le patron. Le patron c'est le patron. Même s'il n'a que 15 % du capital, si on est ultra-majoritaire, le patron c'est le patron, et on le respecte à fond. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Souvent dans ces PME il n'y a pas de reporting. Il n'y a pas toujours de reporting bien ficelé mis en place. Il y a un travail de mise en place du reporting sur lequel on se met d'accord, avec les indicateurs-clés à suivre. C'est pour aider le repreneur à piloter sa société. C'est la première chose. On a un reporting sur les KPIs mensuels et sur un P&L de manière trimestrielle. L'objectif, ce n'est pas de noyer le repreneur sous des demandes d'informations. Nos interlocuteurs en tant que financiers, c'est le patron et régulièrement le directeur financier, le responsable financier. A 90 % le patron. Il faut que ce soit pour lui un outil de pilotage. Ça doit être quelque chose qui doit l'aider et s'il est bien fait, c'est quelque chose qui finalement lui sera utile. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
« Ça se voit dans la qualité de ses reportings. Il partage avec nous toutes les problématiques qu'il peut avoir, alors qu'il pourrait vraiment s'en cacher. Dans les petites entreprises, on parle quand même essentiellement avec le dirigeant. Dans la société X, il y a la directrice marketing-communication, elle nous présentait ce qu'elle faisait. C'est important. Et finalement, ils ont leur domaine de compétence et c'est plus intéressant de les entendre eux que le dirigeant. C'est des choses qui existaient déjà par le passé, le reporting était déjà là. On n'a pas eu vraiment notre mot à dire sur ce reporting là parce qu'on le trouvait très bien. Cétait extrêmement important, au-delà du simple reporting financier, d'avoir une vision très claire du turnover, de l'absentéisme, qui sont des sujets essentiels. Si on a 10 % d'absentéisme dans un centre d'appels, c'est très, très inquiétant. Ce n'est pas que du reporting financier. C'est aussi du reporting très précis sur d'autres sujets. Le social est un vrai sujet dans la société S. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
« C'est un vrai sujet. Il n'y avait pas de DAF. Donc ça va se faire au fur et à mesure. On va lui demander d'être autonome sur la structuration du document. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
« Laurent a anticipé le départ de l'un des cédants qui s'occupait de l'aspect finance. Il nous a proposé de rencontrer Alexis, son successeur. Ça crée des contacts supplémentaires et je trouve ça plutôt très bien. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*

Perception du reporting par le repreneur





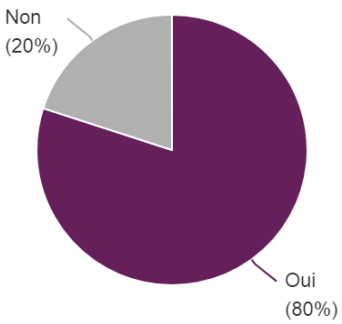


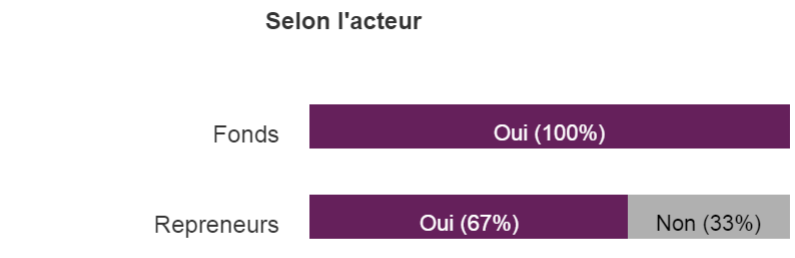
Verbatim :

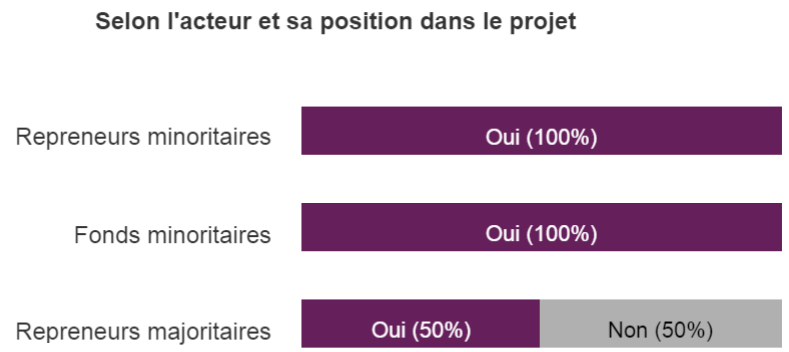
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Négative	*« J'aimerais là aussi, être plus challengé. Ils ne me challengent pas beaucoup. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Sans réponse	*« Si j'avais un fonds qui me demandait beaucoup de reporting, je ne supporterais pas, c'est évident. Je dirai « mais vous me faites chier, laissez-moi travailler ». »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Positive	*« Le reporting, ça a plusieurs vertus. Déjà, ça t'évite que les gens viennent te poser des questions parce que tu leur pousses de l'information. Ça nous oblige, nous aussi, à régulièrement poser les choses par écrit, de ne pas les avoir uniquement dans la tronche. Ça nous permet d'avoir une traçabilité, ça nous permet de dire « voilà, qu'est-ce qu'on avait dit la dernière fois ? Est-ce que j'ai suivi ? Ça a la vertu de, un, couper l'herbe sous le pied des gens qui seraient amenés à te poser des questions, et deux, ça te permet de formaliser un petit peu ton truc. C'est un exercice nécessaire. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« Au début, ils pensaient avoir un SIG facilement, je leur ai dit non, vu ce qu'on avait, ce n'était pas possible. Je leur ai dit « voilà, je vais vous proposer ça comme ça ». Ils ont accepté. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
	« Je vais leur donner ce dont j'ai besoin. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*

Evolution des modalités de reporting dans le temps



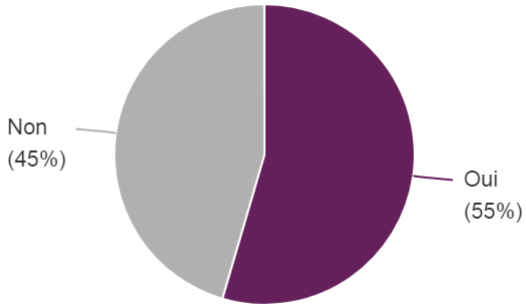


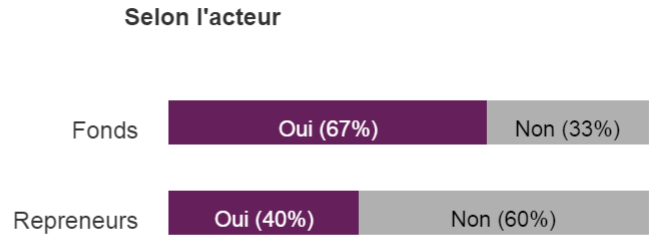


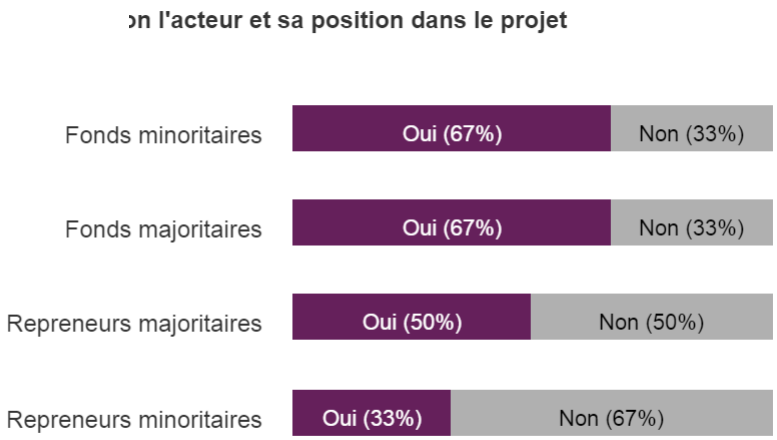
Verbatim :

Réponse	Extrait	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Dès la première année, enfin à la fin de la première année, c'était assez stabilisé. C'est quand même un outil de pilotage. Suivre trop d'indicateurs, ça ne sert rien. Il faut suivre les indicateurs les plus pertinents par rapport à l'activité de l'entreprise. Il ne faut pas qu'il soit trop chronophage et inutile. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« Il a été surement optimisé par Eric, qui a mis en place un reporting très clair. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
	« J'ai mis en place une espèce de reporting commercial, qui n'existait pas. »	*Fonds minoritaires*	*Repreneur seul 7*
Sans réponse	*« A la limite il se rend compte que ça peut lui être utile aussi, ce qu'on lui demande. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Il y a souvent « ouais, je ne vais pas passer mon temps à faire du reporting pour les fonds ». L'expérience prouve que c'est des conneries. « toi le dirigeant, tu as aussi besoin d'instruments de navigation. Tu es comme un pilote d'avion, il y a peut-être une montagne, des rafales, des nuages, si tu n'as pas d'instruments, tu as beau être l'as du pilotage, tu ne vas pas y arriver ». On l'aide à monter des formats de reporting, qui vont d'abord lui servir à lui. Du coup, ça se passe bien. On arrive à avoir des reportings mensuels, quasiment des P&L mensuels. Mais des trucs simples, il ne faut pas qu'ils y passent du temps. Il faut faire des choses suffisamment simples qui vont leur donner l'information qu'il faut pour piloter la boite. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*

Echanges avec d'autres managers sous LBO à l'initiative du fonds d'investissement







Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« En fait, ils m'apportent un tissu. Ils créent mon écosystème en fait. Pour ça, ils sont très bons, pour créer l'écosystème. Le fonds est bien pour ça. C'est ce que j'appelle un sparring partner, un sparring partner avec des idées. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« Il y a ce qu'on appelle le club R, qui organise des mises en relation one to one, ou des événements, qui sont des points de contacts entre entrepreneurs. Ça marche bien en région, c'est plus difficile à Paris. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« L'objectif de ces accélérateurs, c'est bien évidemment de mettre ensemble des dirigeants d'entreprise et de les faire parler, pour faire ressortir leurs problèmes et leurs bonnes pratiques. Qu'ils puissent partager autour de ça. A côté de ça, il y a les missions de conseil, les formations sur certains sujets qui peuvent intéresser des directions générales ou certains cadres-clés. La mise en réseau également est très importante. On a à peu près 4 000 membres dans notre réseau. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
	« Oui, mais c'est très informel, même si on a un petit portefeuille. Notre seul rôle, c'est de les faire se rencontrer, qu'ils se connaissent et qu'ils se parlent, le cas échéant. On les a tous mis en contact. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« On a effectivement plusieurs entrepreneurs qui ont repris des sociétés, qui sont tous confrontés à la même problématique. Ils se connaissent. On a organisé des dîners, après ils échangent régulièrement entre eux. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Non	*« J'ai participé à une ou deux, c'est intéressant. L'autre fonds, c'est le néant total. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« Non jamais. D'ailleurs ça m'intéresserait. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« On ne l'a pas fait encore, on pense à le faire, mais on ne l'a pas fait. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
Sans réponse	*« On a des éléments financiers, mais on a vraiment des éléments extra-financiers sur la prospection, par exemple. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*

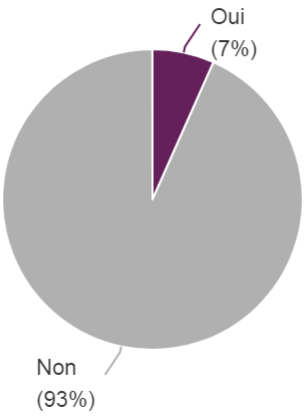
Extraits hors contexte

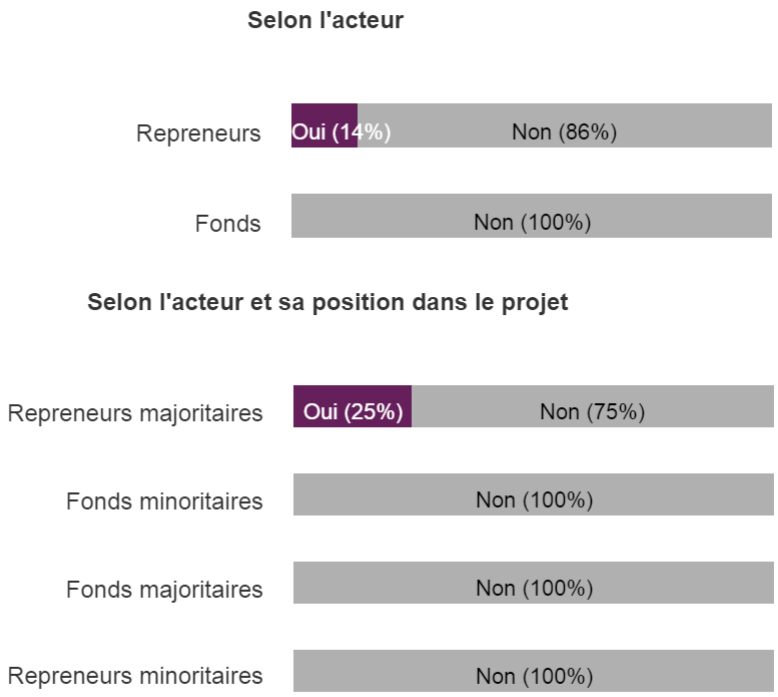
Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Il y a parfois chez certains investisseurs, une culture de la rudesse, quel que soit l'enjeu. C'est-à-dire que côté manager, c'est perçu comme une disproportion, comme une incapacité de l'investisseur de trier parfois le principal de l'accessoire. Vraiment le mec du fonds, il est derrière son tableur, il n'a pas les chiffres qu'il lui faut pour mettre dans les bonnes cases de son tableur. Ça lui casse les pieds. Résultat des courses, il fait monter la tension de 0 à 1000, en oubliant qu'il y a une gradation qui est aussi liée à la teneur de l'information qu'il lui manque, parce que c'est comme ça, quoi ! C'est son ADN, c'est sa façon de faire. Donc parfois, je vois chez les fonds majoritaires, comme un oubli volontaire, du fait que justement ils ont parié sur le manager, et que s'ils cassaient le manager, ils étaient en train de casser leur outil. Une espèce de déficience de finesse psychologique, qui fait que « tu es en train de casser ce dans quoi tu as investi ». »	*Experts*	*Autre expert 2*
« Les PME, sont très peu outillées, en termes de gestion, ça c'est clair. On a quand même rarement vu des boites qu'on reprenait où il y avait des tableaux de bord partout, de la culture de gestion très aboutie. Il y a déjà une première étape à franchir, c'est que l'entreprise se dote vraiment de ressources, de moyens de gestion basiques pour être capable de produire l'information de gestion. Les repreneurs, il faut qu'ils aient une culture de gestion minimum. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
« Dans les opérations de MBI, de manière générale, c'est très important, qu'une fois qu'on rentre dans l'entreprise ... c'est très important de mettre en place des règles de reporting. Savoir exactement ce qu'on veut, pour avoir un suivi très précis, le plus rapidement possible. Ce n'est pas 6 mois ou un an plus tard qu'on doit le faire. C'est le plus rapidement possible. Il faut qu'on impose ça au dirigeant. Il faut que ce soit clair. Que ce ne soit pas forcément qu'un suivi de chiffre d'affaires, de l'EBITDA, de l'EBIT et de la dette. Ça peut être des choses beaucoup plus pertinentes. Mais il faut qu'on ait, des KPIs à suivre, qui puisse nous rassurer et voir qu'on ne part pas dans la mauvaise direction. Il ne faut pas que ce soit vécu comme une contrainte. Il faut que ce soit un outil opérationnel pour l'entreprise. Ce que j'aime bien, c'est avoir un reporting très clair avec des KPIs très clairs. Ça ne doit pas prendre de temps, parce que normalement on appuie juste sur un bouton. On voit parfois, au-delà du reporting, des présentations très longues, qui doivent sûrement être très fastidieuses à réaliser. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Vu qu'ils partent avec un investisseur, ils savent qu'il y un minimum de reporting à faire. Ça se passe plutôt bien. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
« Si c'était le cas, je me poserais des questions. Là pour le coup, ça serait une rupture de confiance. Si ça devait arriver, qu'un de mes collaborateurs me dise « tiens, j'ai monsieur untel qui m'a appelé », je me dirais « ah ! Il veut avoir des infos sur un sujet dont il pense que je ne lui ai pas donné les infos. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
« Un fonds, il fait quoi ? Il va faire un reporting mensuel. Ensuite il va faire des sessions de travail. On rencontre les personnes, etc. Mais si les personnes ne parlent pas, vous ne pouvez pas savoir. J'y vais tous les mois. Mais tous les mois, ça ne suffit pas. Un patron quand il achète une filiale, s'il y va tous les mois ou même toutes les semaines, les gens sont nickels. Les bureaux sont rangés, on se tient à carreaux, et puis une fois qu'il est parti, tout le monde s'entretue, ça c'est… C'est tout le temps ! C'est pas parce que vous y allez, que vous voyez. Parce que les gens ont peur du patron. « Il y a toi, actionnaire, y'a moi, je pilote comme je veux et puis viens pas me faire chier tant que je te donne les chiffres ». C'est ça aujourd'hui les relations entre fonds et sociétés. Hyper hands-on. Oui. Très hands-on. »	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*
« Oui, les tensions, c'était lié à des informations qui se sont avérées fausses. C'est toujours vécu comme une petite contrainte mais ça peut être très structurant. C'est structurant, ça cadre les relations et on passe du temps à travailler le reporting ensemble, quels sont les indicateurs. D'une entreprise à l'autre, ça n'a rien à voir. Evidemment, il y a toujours les paramètres habituels, mais, il va y avoir des indicateurs, des KPIs, comme l'absentéisme ou des défauts de qualité. J'aime bien en parler au moment du pacte d'actionnaires. Trop d'information nuit à l'information. L'idée n'est pas d'emmerder le dirigeant. »	*Experts*	*Expert - Fonds 2*
« Hands on, c'est-à-dire qu'on est un actionnaire actif, mais non interventionniste, mais on est quand même très hands on, sur les MBI particulièrement. Il y a un suivi de l'équipe assez rapproché et en plus on fait intervenir notre operating team. Au départ, ils sont toujours intrigués en disant « Mais quel est le niveau d'information que vous voulez ? Qu'est-ce qui vous semble pertinent ? ». Il y a une co-construction de ce reporting, mais qui doit servir avant tout l'entreprise et le repreneur, plus que l'investisseur financier, quoi. Ça doit être un outil de pilotage pour lui. Mais il y a beaucoup d'informel en fait. On souhaite associer dans les conseils stratégiques, ou peu importe comment on l'appelle, comité d'échange, des cadres-clés, pour nous donner une autre vision parce que justement, quand ça ne va pas bien, les infos viennent aussi de cet environnement plus large que le repreneur. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*
« Il y a souvent « ouais, je ne vais pas passer mon temps à faire du reporting pour les fonds ». L'expérience prouve que c'est des conneries. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*

12. Thème 12 : Tension 8 – La confiance

Tension explicite

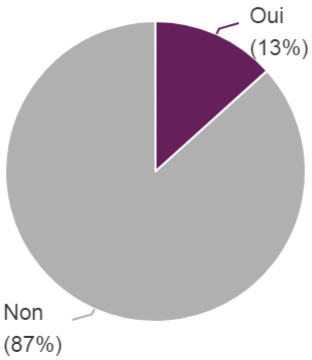


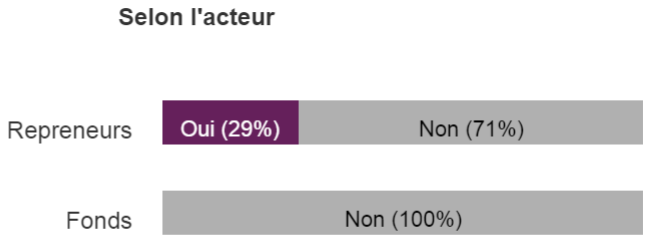


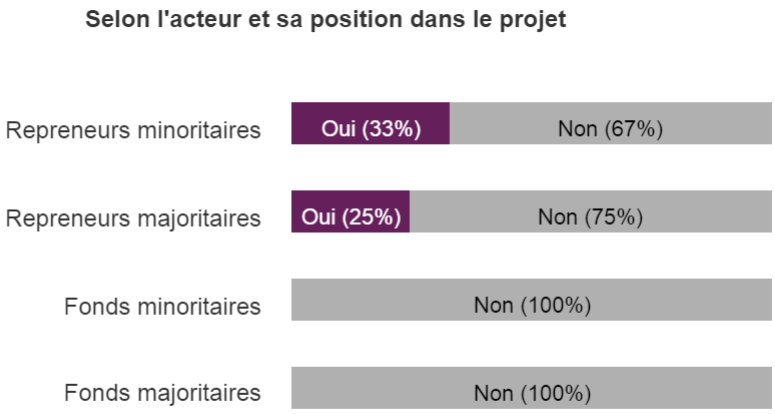
Verbatim :

Réponse	Extrait	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« La confiance est rompue. Ça s'est tendu, du coup, j'ai changé d'interlocuteur. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*

Tension latente



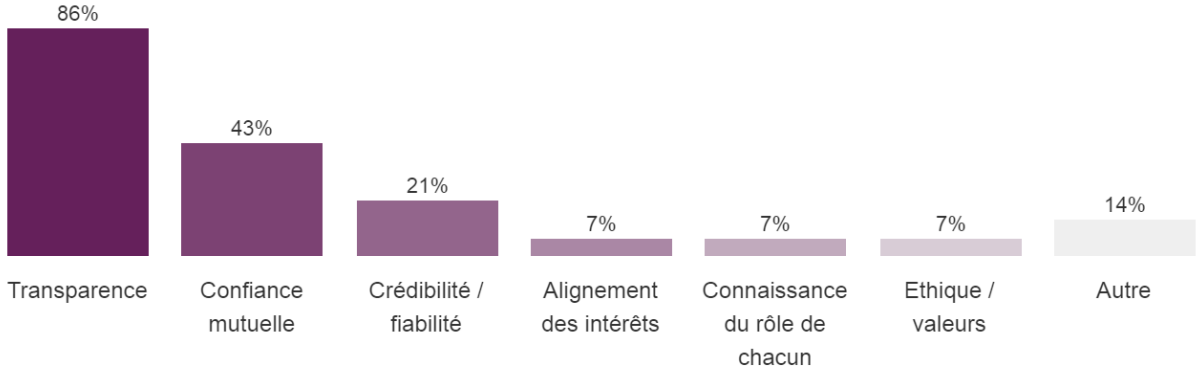




Verbatim :

Réponse	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Oui	*« Je ne les vois pas suffisamment souvent. Ça reste des rencontres de 3 heures tous les 3 mois. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« La distance s'est faite petit à petit quand même. Ça ne s'écroule pas. Mais on voit bien que c'est platonique. C'est une relation un peu platonique. Je le ressens un peu comme ça. Ils ne sont pas force de proposition du tout. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*

Caractéristiques d'une relation de confiance



Selon l'acteur

	CARACTÉRISTIQUES D'UNE RELATION DE CONFIANCE :						
ACTEUR/POSITION	TRANSPARENCE	CONFIANCE MUTUELLE	CRÉDIBILITÉ / FIABILITÉ	ALIGNEMENT DES INTÉRÊTS	CONNAISSANCE DU RÔLE DE CHACUN	ETHIQUE / VALEURS	AUTRE
Repreneurs	83%	33%	17%	17%	0%	17%	0%
Fonds	88%	50%	25%	0%	13%	0%	25%

Selon l'acteur et sa position dans le projet

	CARACTÉRISTIQUES D'UNE RELATION DE CONFIANCE :						
ACTEUR/POSITION	TRANSPARENCE	CONFIANCE MUTUELLE	CRÉDIBILITÉ / FIABILITÉ	ALIGNEMENT DES INTÉRÊTS	CONNAISSANCE DU RÔLE DE CHACUN	ETHIQUE / VALEURS	AUTRE
Fonds majoritaires	100%	33%	0%	0%	33%	0%	0%
Repreneurs minoritaires	100%	0%	33%	33%	0%	33%	0%
Fonds minoritaires	80%	60%	40%	0%	0%	0%	40%
Repreneurs majoritaires	67%	67%	0%	0%	0%	0%	0%

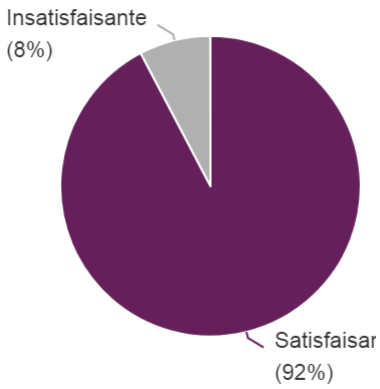
Verbatim :

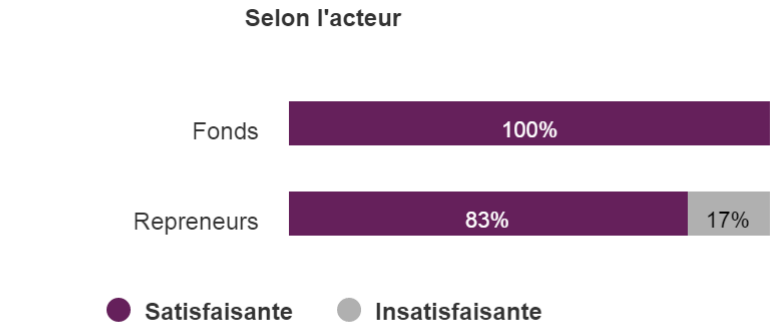
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Transparence. Connaissance du rôle de chacun	*« Une relation de confiance, c'est quand le patron a une emmerde, une tuile, c'est de prendre son téléphone et de nous appeler. Ils voient bien comment on travaille. Ils voient bien qu'on n'est pas dans l'ingérence. Ils voient bien qu'on ne les bypasse pas. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
Transparence. Alignement des intérêts. Ethique / valeurs	*« Il faut être certain qu'on a un alignement des intérêts vraiment parfait. Ça c'est hyper important. A partir de telle valorisation on sera ok pour vendre. Alignement sur le partage de la valeur, la plus-value. Il faut être transparent et se mettre à la place de l'autre, respecter. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

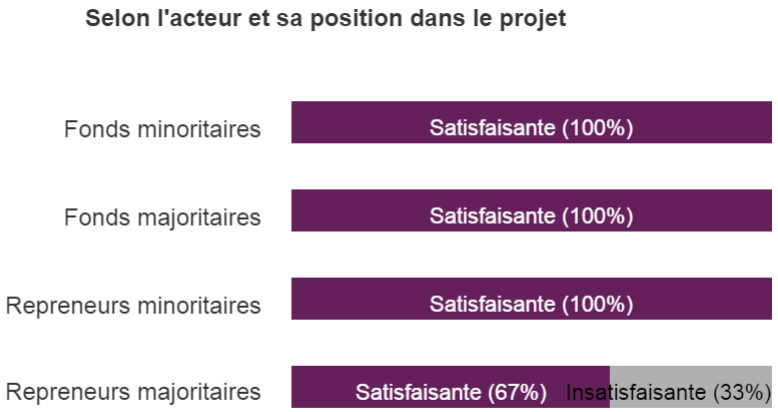
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Transparence. Confiance mutuelle. Crédibilité / fiabilité	*« Ce n'est pas entre un repreneur et un fonds, c'est entre deux personnes. Avec Quentin, on apprécie la transparence l'un envers l'autre et la crédibilité qu'on a. Il pourra vous confirmer la crédibilité qu'il a. Je le trouve très crédible, je pense qu'il me trouve très crédible, et ça suffit à mettre en place une relation de confiance, beaucoup plus qu'une relation forte entre deux hommes. On a une relation de confiance, plus par notre apport technique, notre apport intellectuel, que par notre relation humaine. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Transparence	*« La transparence. Je suis très à l'aise. Je ne cache pas les choses. C'est un mode de fonctionnement. C'est comme dans un couple. Des fois, il faut savoir mentir par omission. Ça ne sert à rien de tout dire. Il faut être un peu intelligent de temps en temps pour éviter des choses, ou le dire au bon moment. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« C'est tout se dire. Les bonnes choses comme les mauvaises, et rapidement. Ne pas cacher les trucs. C'est clé. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Si on réfléchit trois minutes avant de décrocher son téléphone, c'est un mauvais signe. Je joue complétement à livre ouvert. Le temps passé à spiner des messages, depuis un an et demi, c'est zéro seconde. C'est un vrai révélateur. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
Confiance mutuelle	*« Ce qui est clé, c'est l'échange en confiance. On doit se faire confiance mutuellement. La confiance, ça se gagne, ça se gagne par ce qu'on démontre. On apprécie que la confiance soit réciproque. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
	« Ils me font confiance et je leur fais confiance. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
Confiance mutuelle. Transparence	*« La transparence, clairement, en numéro 1. il faut qu'il soit capable de nous les présenter, de montrer comment il va attaquer le marché, de nous expliquer tout ça. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
	« Ça veut dire que je dis tout. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« Ce qui est important, c'est la transparence. Il faut un niveau de confiance réciproque, qui implique cette transparence. Si le repreneur n'a plus confiance dans le fonds, le niveau de transparence sera moins bon. Il faut être sûr que le fonds ne saute pas au plafond au moindre problème rencontré, parce qu'une PME c'est vivant, il y a des plus, il y a des moins, tout ne se passe pas comme c'était prévu dans le business plan. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Crédibilité / fiabilité. Transparence. Autre	*« Il est totalement dans la transparence, il n'y a pas un sujet qu'on ne maitrise pas. Il ne nous cache rien. Il ne cache absolument rien. S'il y a des mauvaises nouvelles à annoncer, il nous les annonce. Il a été loyal. C'est ça la principale valeur qui le caractérise. C'est qu'il est loyal. La transparence, c'est de donner les bonnes et les mauvaises nouvelles. C'est de faire des points réguliers. Parce que, finalement, l'être humain a horreur du vide, donc c'est communiquer. C'est un peu comme dans un couple. On en revient toujours à la même chose, il faut communiquer, il faut jouer la transparence. Et puis la confiance aussi dans le travail. Il faut qu'on sente quelqu'un qui soit au travail. Quelqu'un qui est à moitié au travail, on va perdre la confiance. Il faut qu'on sente qu'il est à fond dans le boulot. C'est beaucoup de fit humain. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
Transparence. Autre	*« J'apprécie à la fois d'avoir des dirigeants qui sont transparents et qui vont savoir partager leur vision. Pour qu'ils soient bien capables de partager leur vision, il faut qu'ils aient anticipé un certain nombre de choses, donc investigué de leur côté certains points pour revenir vers moi et me donner une vision un peu complète. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
Crédibilité / fiabilité. Transparence	*« Ça passe par de la transparence. Ça passe par de la fiabilité et puis une bonne connaissance des rôles de chacun. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Sans réponse	*« La confiance, elle s'acquiert, en fait. Ils me font confiance, moi je leur fait confiance aussi. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*

Situation actuelle en termes de confiance





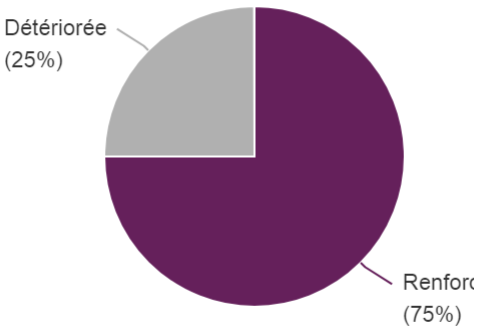


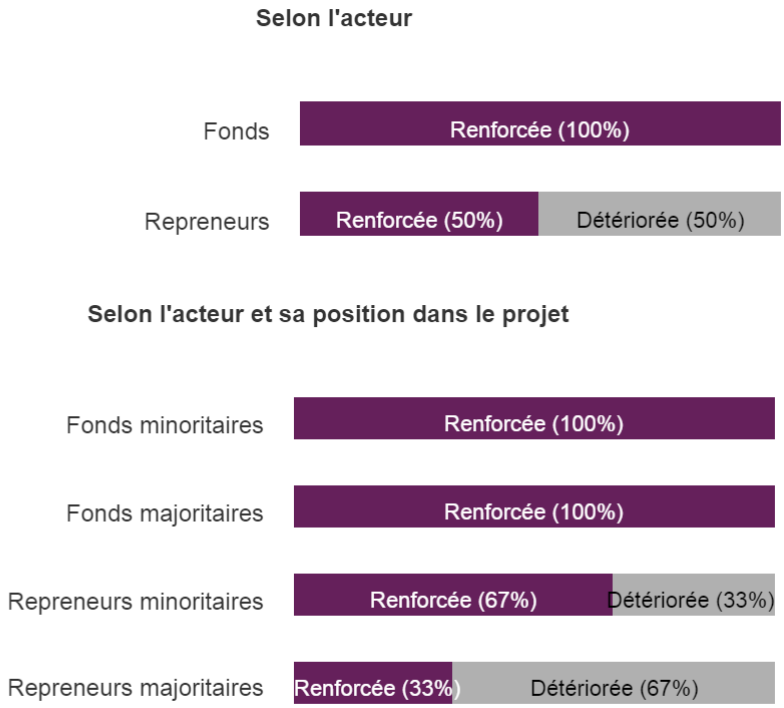
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Satisfaisante	*« C'est pour ça que quelqu'un de très transparent, qui est très pragmatique. Ce qui est le cas par exemple de Nicolas, qui lui est extrêmement pragmatique, ça j'adore. C'est très clair. Elle est bonne. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
	« On s'est fait confiance et ça dès le début. Ça, c'était important. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
	« Aujourd'hui, très bonne. Encore une fois, on est au début de la relation. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« Je pense qu'on a un très bon niveau de relation. Je leur fais vraiment énormément confiance. Je suis peut-être naïf mais je trouve qu'ils sont compétents, ils sont très sympas, ils sont compétents, ils sont très smart. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« J'ai confiance en eux. Je pense qu'ils ont confiance en moi. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« Elle est très bonne. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
	« Excellente. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
	« Elle est très forte. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Insatisfaisante	*« La confiance est rompue. La dernière fois que je vous ai eu au téléphone, je vous ai dit il n'y aurait pas un écart d'une feuille. Ce n'est plus le cas. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*

Evolution de la confiance dans le temps



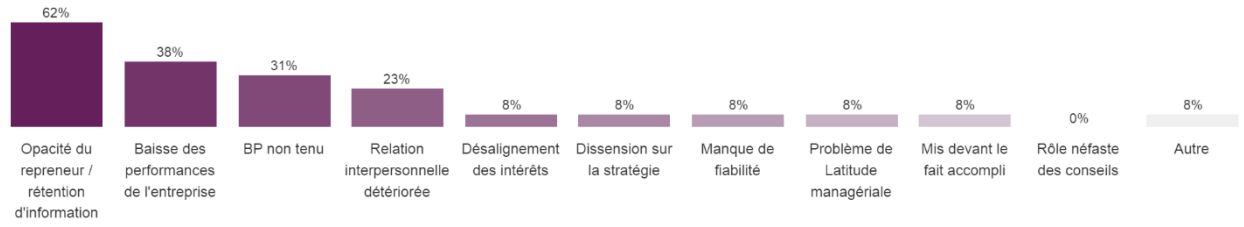


Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Renforcée	*« C'est se voir assez régulièrement, voir comment il se comporte sur des boites. Le tester, que ce soit lui ou un autre, mais tester sur des cibles. On a cheminé vers la société L. C'est apprendre à se connaitre. On apprend à se connaitre avec le repreneur. On a appris à se connaitre, pendant 18 mois. Apprendre à se connaitre, être dans des fiançailles avant le mariage. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
	« Cette confiance se construit aussi dans l'opérationnel et dans la capacité à accompagner le repreneur dans les bons et les mauvais moments, à amener des solutions, à être force de propositions sur les problèmes rencontrés. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« La confiance se créée aussi petit à petit. Petit à petit, s'ils voient que je ne fais pas trop de conneries, ils se détendent. Toute la période du deal, c'est des mois de négociations dans tous les sens, c'est une période où on apprend à se connaître. C'est une période hyper importante qui permet de créer une relation. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Renforcée	*« C'est des échanges quotidiens ou presque, sur les 3 derniers mois avant le closing. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« Cette phase de préinvestissement a duré assez longtemps. C'est une phase qui m'a permis de comprendre son fonctionnement, de mieux le connaitre. Le temps nous a permis de valider ce sujet-là. Je l'ai vu fonctionner dans plein de situations et j'ai pu constater que, même si sur certains sujets il pouvait monter en pression, ça ne l'empêchait pas d'être tout à fait posé en règle générale. C'est une relation qui s'installe dans la durée. Plus on a avancé dans la connaissance de Laurent, plus on s'est fait confiance mutuellement et plus on est satisfait. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
	« Cette relation de confiance, elle se tisse au fil du temps. D'abord, ils voient bien comment on travaille. Ils voient bien qu'on n'est pas dans l'ingérence. Ils voient bien qu'on ne les bypasse pas. Ils voient bien qu'on ne leurs donne pas d'ordres. Malgré une position fortement majoritaire. On est vraiment dans le respect, dans le fait d'avoir des relations claires. Le fait de dire ce qu'on fait, de faire ce qu'on dit. C'est ça qui construit la relation de confiance. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« La confiance, elle se créé si le dirigeant tient sa stratégie. On a même renforcé la confiance, puisqu'on voit qu'il a pris ces sujets-là, qu'il les a résolus, et qu'aujourd'hui il a même stabilisé son EBITDA. Il l'a même un peu remonté par rapport à notre entrée. Aujourd'hui, c'est un acteur solide, avec une belle part de marché, c'est même un des leaders sur sa niche. C'est le leader sur sa niche. On est très confiant. Je suis très confiant. Ça ne va pas être l'opération du siècle, mais au moins, on sait qu'on va faire une opération sympathique. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
Détériorée	*« Cette relation a t'elle évolué dans le temps ? : Non. Je ne les vois pas suffisamment souvent. Ça amoindrit ma confiance vis-à-vis du fonds. Ça ne fait pas très sérieux (les changements d'interlocuteurs). »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« La dernière fois que je vous ai eu au téléphone, je vous ai dit il n'y aurait pas un écart d'une feuille. Ce n'est plus le cas. Je n'imaginais pas une seconde. A vouloir toujours plus, il y a un moment où je trouve ça dingue, et même dégueulasse. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« La distance s'est faite petit à petit quand même. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*

Eléments qui peuvent nuire à la confiance



Selon l'acteur

	ELÉMENTS QUI PEUVENT NUIRE À LA CONFIANCE :										
ACTEUR/POSITION	OPACITÉ DU REPRENEUR / RÉTENTION D'INFORMATION	BAISSE DES PERFORMANCES DE L'ENTREPRISE	BP NON TENU	RELATION INTERPERSONNELLE DÉTÉRIORÉE	DÉSALIGNEMENT DES INTÉRÊTS	DISSENSION SUR LA STRATÉGIE	MANQUE DE FIABILITÉ	PROBLÈME DE LATITUDE MANAGÉRIALE	MIS DEVANT LE FAIT ACCOMPLI	RÔLE NÉFASTE DES CONSEILS	AUTRE
Repreneurs	20%	40%	40%	20%	0%	20%	0%	20%	0%	0%	0%
Fonds	88%	38%	25%	25%	13%	0%	13%	0%	13%	0%	13%

Selon l'acteur et sa position dans le projet

	ELÉMENTS QUI PEUVENT NUIRE À LA CONFIANCE :										
ACTEUR/POSITION	OPACITÉ DU REPRENEUR / RÉTENTION D'INFORMATION	BAISSE DES PERFORMANCES DE L'ENTREPRISE	BP NON TENU	RELATION INTERPERSONNELLE DÉTÉRIORÉE	DÉSALIGNEMENT DES INTÉRÊTS	DISSENSION SUR LA STRATÉGIE	MANQUE DE FIABILITÉ	PROBLÈME DE LATITUDE MANAGÉRIALE	MIS DEVANT LE FAIT ACCOMPLI	RÔLE NÉFASTE DES CONSEILS	AUTRE
Fonds majoritaires	100%	33%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Fonds minoritaires	80%	40%	40%	20%	20%	0%	20%	0%	20%	0%	20%
Repreneurs minoritaires	50%	0%	0%	50%	0%	50%	0%	0%	0%	0%	0%
Repreneurs majoritaires	0%	67%	67%	0%	0%	0%	0%	33%	0%	0%	0%

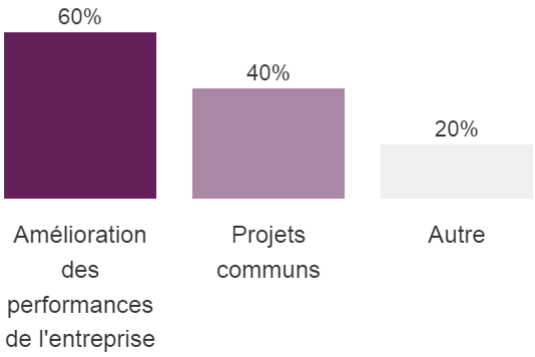
Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Baisse des performances de l'entreprise. BP non tenu. Manque de fiabilité. Opacité du repreneur / rétention d'information	*« C'est de s'apercevoir qu'éventuellement il ne nous dit pas tout. C'est aussi des situations de sous-performances qui font que, à un moment donné, on va être sur la défensive. Ça peut être un dirigeant qui nous présente toujours des super business plans, et puis finalement il y a toujours de bonnes raisons pour se dire que finalement il a mal anticipé des choses, ou il y a un sujet de risques qu'il n'avait pas identifié, et qui se produit. C'est des situations qui vont écorner notre confiance. C'est le manque de fiabilité des chiffres. Ça peut être aussi des dirigeants qui ne savent pas bien s'entourer. C'est hyper important pour un dirigeant d'avoir des conseils qui sont de bon niveau et qui sont eux-mêmes fiables. Un dirigeant qui ne fait pas ça se discrédite un peu à notre égard. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Baisse des performances de l'entreprise. BP non tenu. Opacité du repreneur / rétention d'information	*« Quand le business plan n'est pas délivré, on a l'impression que le dirigeant n'en fait qu'à sa tête. Si le dirigeant n'en fait qu'à sa tête, oui, ça pose problèmes. Clairement. Il y a un manque de confiance qui s'établit et là, on pourra se poser la question assez rapidement de « est-ce qu'on n'a pas envie de sortir plus rapidement que prévu parce que ça n'est pas sur ces thèses-là qu'on est rentré ». Il y a de la rétention d'information parfois, avec certains entrepreneurs. Le dirigeant (autre dossier) nous a vendu un business plan à l'entrée, il ne le tient pas et il dévie de sa stratégie. Il y a un malaise qui se crée et la confiance qu'on avait s'érode petit à petit. Ça nuit à la confiance. Et puis la confiance, elle est dure à retrouver. Donc, il ne vaut mieux pas briser ce cercle vertueux de confiance de départ. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
Baisse des performances de l'entreprise. BP non tenu	*« Si les perspectives ne sont plus celles qu'elles auraient dû être. Pire encore, si on rentre dans des difficultés, vis-à-vis de la dette bancaire. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Baisse des performances de l'entreprise. Opacité du repreneur / rétention d'information. Relation interpersonnelle détériorée	*« Vous pouvez avoir un biais dans la relation de confiance (les performances). Ce n'est pas parce que ça se passe mal, que la relation de confiance se dégrade. Par contre, il faut que l'information circule bien pour garder la confiance, même quand les résultats ne sont pas au niveau attendu. S'il se sent moins accompagné, s'il se sent moins soutenu. Si on se sent moins en confiance, si on a l'impression qu'on nous a caché des choses, ou c'est plus probable, si on a mis en œuvre une stratégie, des moyens, et que finalement les résultats ne sont pas là. On perd en confiance par rapport à la capacité du repreneur à délivrer, on prend moins pour argent comptant ce qu'il nous dit. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Désalignement des intérêts. Relation interpersonnelle détériorée, Autre	*« Le désalignement, à un moment donné, principalement. C'est de s'être trompé sur la personnalité et du coup créer des tensions, parce qu'on n'est pas en phase, que là où il veut faire ça, et on veut faire autre chose. Là où il veut faire une sortie, nous c'est à tel prix et lui c'est à tel prix. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
Dissension sur la stratégie. Opacité du repreneur / rétention d'information	*« Si je commençais à faire des choses stratégiques, importantes, et que je leur cachais et qu'ils le découvraient, je pense qu'ils seraient furax, et que notre relation de confiance serait pétée. S'ils commençaient à me contester dans mes choix, sur des choses qui sont importantes pour moi, ça pourrait vite tendre nos rapports. Si on avait une différence de point de vue très important, je sais que ça pourrait péter. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Problème de latitude managériale	*« Ce qui pourrait nuire c'est qu'ils s'immiscent trop dans mon truc. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - preneur 2*
Mis devant le fait accompli. Opacité du repreneur / rétention d'information	*« Ce qu'on n'aime pas, c'est être mis devant le fait accompli. C'est vraiment quelque chose qui nous hérisse le poil. On est vite choqué, on est vite rebuté par les gens qui ne partagent pas vraiment. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
Opacité du repreneur / rétention d'information	*« Un manque de transparence. Le manque de transparence peut faire un effet boule de neige en disant « bah, est-ce que j'ai vraiment confiance ? », et là ça peut créer … C'est un manque de transparence, un manque de communication. C'est la communication et la transparence qui sont le plus importants dans notre relation. S'il fait ça tout seul dans son coin, ça peut créer des frustrations chez nous. On ne sait plus où est-ce qu'il va. On ne sait plus expliquer les chiffres. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« La relation sans confiance, c'est un mec qui gère tout dans son coin et puis qui attend la prochaine réunion de reporting ou de board et qui dit les choses à moitié, à qui on doit tirer les vers du nez. Ça c'est une relation sans confiance. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« Le truc qui est caché, qu'on découvre plusieurs mois après, qu'il y a un abcès, qu'il y a un truc qui a mal tourné et qu'on ne m'a rien dit, il n'y a rien qui m'énerve plus que ça et qui casse la confiance. Il nous cache un truc, une mauvaise nouvelle qu'on apprend trois mois après. Ne pas se retrouver un mois après, deux mois après, à se rendre compte qu'il y avait un problème qu'on aurait pu aider à résoudre. Qu'on ne rentre pas dans un climat de méfiance, justement. »	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
Relation interpersonnelle détériorée	*« Ce qui pourrait nuire, c'est si le numéro 2 du fonds sentait que je le bypasse un peu. Lui, il est moins smart. De temps en temps, il nous fait un abus de pouvoir. Il demande des chiffres, un peu en mode « merci de me filer tel truc ». Lui, il faut faire un peu plus attention. Je briefe beaucoup mon CFO sur « attention quand il demande un truc ». »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
Sans réponse	*« Cacher des choses, dissimuler des choses. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*

Eléments qui peuvent améliorer la confiance



Selon l'acteur

ACTEUR/POSITION	ELÉMENTS QUI PEUVENT AMÉLIORER LA CONFIANCE :		
	AMÉLIORATION DES PERFORMANCES DE L'ENTREPRISE	PROJETS COMMUNS	AUTRE
Repreneurs	33%	33%	33%
Fonds	100%	50%	0%

Selon l'acteur et sa position dans le projet

ACTEUR/POSITION	ELÉMENTS QUI PEUVENT AMÉLIORER LA CONFIANCE :		
	AMÉLIORATION DES PERFORMANCES DE L'ENTREPRISE	PROJETS COMMUNS	AUTRE
Fonds minoritaires	100%	50%	0%
Repreneurs majoritaires	50%	50%	0%
Repreneurs minoritaires	0%	0%	100%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Amélioration des performances de l'entreprise	*« Si la stratégie qu'il met en place commence à porter ses fruits, je pense que la confiance sera encore améliorée, ça c'est sûr. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Amélioration des performances de l'entreprise. Projets communs	*« La relation de confiance, on l'inscrit aussi dans un projet ambitieux au départ. Ça aussi, dans un couple c'est pareil. Avoir des projets. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
Projets communs	*« La renforcer c'est « je vends, on rachète un truc à deux ». »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
Autre	*« Qu'ils s'impliquent plus dans les problématiques et dans le quotidien de l'entreprise. Qu'il y ait plus d'implication, que juste une revue tous les 3 mois. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*

Extraits hors contexte

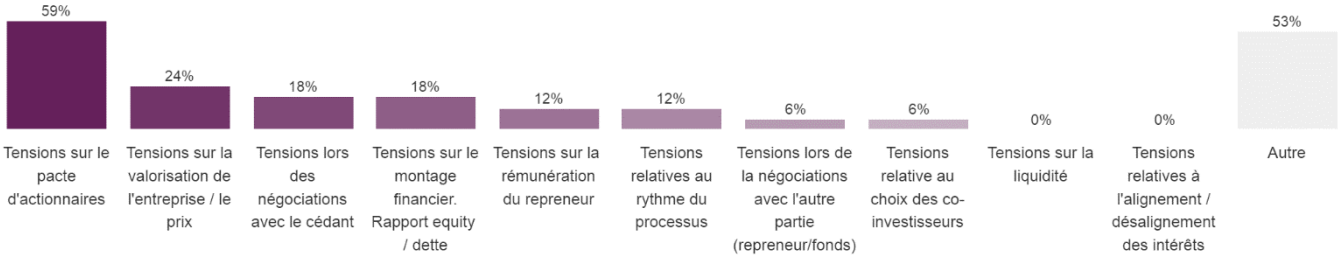
Extraits	Acteurs/Positions	Source
« C'est extrêmement important (la transparence) parce que le jour où il y a des difficultés, si on ne les prend pas le plus en amont possible, c'est là que ça se complique. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
« On croit beaucoup au fait qu'on se comprend et qu'on se connait bien quand on échange régulièrement. Finalement, au moment où on s'associe, on ne se connait pas très bien. On finit par se connaitre au fil de l'eau. Au début on ne se connait pas bien. On interagit de RDV en RDV. La confiance, ça se gagne, ça se gagne par ce qu'on démontre. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
« Et là bim, on est dans la tension entre « mais tu m'as dit que tu me faisais confiance, pour autant tu écris des choses qui peuvent faire de moi quelqu'un de strictement éjectable ». »	*Experts*	*Autre expert 2*
« C'était surtout une relation de confiance qui a été brisée, et qui m'amène à dire que dans un MBI, le premier actif revient toujours à ça, c'est la relation de confiance avec le management. Il est très, très important pour nous, de connaitre la personne avec qui on va investir et à qui on va confier de l'argent, pour le gérer day to day. La relation de confiance, c'est déjà de savoir à qui on a à faire, pour nous c'est très important de savoir les qualités et les défauts de ce dirigeant, la capacité à tenir une équipe, la capacité à dresser une stratégie, une vision, la capacité à être honnête, la capacité à faire face à un stress, la capacité à mettre son égo après celle de l'entreprise. Un dirigeant qui n'accepterait pas d'être transparent avec son principal actionnaire que nous sommes, on aurait vraiment un problème. Ce qui compte, c'est la confiance. La confiance entre nous et le dirigeant et entre le dirigeant et nous. Comment on fait confiance : en sachant ce qu'il a dans les tripes. Cette confiance, elle se construit. »	*Experts*	*Expert - Fonds 2*

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Le cas le plus typique de dysfonctionnement, c'est la perte de confiance. La perte de confiance qui est très souvent réciproque. Et il y a un cercle vicieux très évident qui s'installe, que j'ai vu plusieurs fois entre l'investisseur et le dirigeant. C'est toujours la poule et l'œuf, on ne sait pas quel est le fait générateur mais, en gros, le dirigeant estime, que l'investisseur joue un rôle purement de « releveur de compteurs », qu'il va être au mieux dans le jugement, et que, lorsque le dirigeant va venir parler d'une difficulté qu'il a à l'investisseur, il n'aura pas une attitude de partenaire bienveillant, à l'écoute, mais de quelqu'un qui va simplement lui dire « bon voilà, tu fais quoi pour régler ça ? ». Assez vite, il va se rendre compte que non seulement il ne reçoit aucune aide, mais à fortiori, ça complique sa vie. C'est-à-dire que ça inquiète l'investisseur, qui du coup, va lui mettre plus de pression, va vouloir en savoir plus, alors que le dirigeant venait pour au moins de l'écoute, peut-être de l'aide. Il en sort avec plus de pression, et il a l'impression qu'il a du mal à nager ou qu'on lui met la tête sous l'eau. Forcément la nature humaine fait que la fois d'après, il ne va pas parler de sa difficulté. Et quand le fonds va découvrir cette difficulté, dont le dirigeant ne lui a pas parlé, donc il a voulu cacher cette chose-là « il se passe des choses et il m'en parle même pas, donc je n'ai pas confiance ». On rentre dans ce cercle vicieux, où effectivement il y a une perte de confiance entre les interlocuteurs. Même s'il y a un soi-disant alignement d'intérêts, au bout, le fait qu'il n'y ait plus cette confiance, c'est un binôme qui ne fonctionne plus du tout. »	*Experts*	*Autre expert 1*
« Ça va paraitre très intuitif, incorporel, mais il y une question de fit. Il faut que ce fit soit réciproque. C'est une co-construction, j'insiste là-dessus. C'est progressif, ce n'est pas acquis au départ puisqu'on se connait peu. Ça commence très en amont, quand on travaille ensemble sur le projet de reprise, où là on commence à se découvrir, à se faire confiance, à se dévoiler. Après, c'est dans la phase de vie de l'entreprise. Dans les bons moments, dans les mauvais moments, ou les moments plus compliqués, où le repreneur voit aussi qu'il y a de la présence, qu'il y a de l'écoute et que finalement, on vient rompre aussi sa solitude de chef d'entreprise. Qu'est-ce qui peut nuire à cette relation de confiance ? Si, à un moment donné, il y a un environnement de conseil du dirigeant qui est hostile au fonds. »	*Experts minoritaires*	Expert - Fonds 4
« C'est comme un mariage, vous êtes avec un chef d'entreprise entre 7 et 10 ans. Vous créez des liens. La greffe prend souvent avant même d'avoir investi. Le fait de discuter avec des banquiers, le fait de discuter avec des experts-comptables, le fait de discuter avec lui pour aller à des réunions, ou avec le vendeur, vous créez des liens. Vous voyez la proximité que vous avez créée avec le repreneur quand il vous appelle pour un oui ou pour un non. On voit bien, quand on est dans ces relations-là, c'est très difficile de s'en sortir. Parce que tout vient renforcer cette défiance, ce qui pourrait être pris comme des conseils est pris comme des critiques, ou du micro-management : « de quoi ils se mêlent, ils ne sont pas dans leur rôle », va dire le dirigeant en parlant des investisseurs. »	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« Je lui ai dit « vous êtes dans la méfiance, vous êtes en train de me parler de vos avocats, vous êtes en train de me parler de responsabilité… faut pas venir dans une PME avec un fonds. Enfin, si vous avez déjà peur avant qu'on ait démarré, ça sert à rien d'aller plus loin. Vous êtes en train de me dire que vous allez faire intervenir un avocat à chaque fois qu'on se parle !? (Rires) ». On parle d'une société qui fait 15 millions d'euros quoi. Je lui dis « écoutez, moi je ne peux pas, du coup je ne suis pas en confiance. Donc on va arrêter tout de suite ». Je l'ai pas pris pour ça. Je vous assure c'était un truc de fou. Le gars, il faisait tout vérifier par son avocat. on était en recherche de sociétés. D'accord ? Donc c'est là où on travaille vraiment dans la confiance avec les patrons, parce qu'en fait on va visiter des boites, puis on échange. Qu'est-ce que t'en penses ? Tiens sur l'activité… Enfin on est vraiment en proximité. On est en proximité d'ouverture et d'analyse. Là, il y a pas de jeu, vous voyez. Parce qu'on veut pas se tromper. Donc on est à égalité entre le fonds et le dirigeant. Et donc dans ces moments-là c'est souvent là qu'il y a une très grande proximité. Moi, c'est à ces moments que je les découvre, et que la confiance s'installe en général. C'est là que ça s'installe. C'est à ces moments-là. On prépare : comment on se présente ? Qu'est-ce qu'on va aller chercher dans cette société. Quelles sont les questions qu'on va poser au dirigeant ? Et puis ensuite le debrief. « T'as vu, il est comme ci ». Et c'est là qu'on arrive à avoir une très grande proximité avec les dirigeants et que le jeu change. C'est-à-dire, ok, on est ensemble, pour grandir. La confiance est essentielle ? Exactement ! Parce que quand on est en MBI, on a besoin de réassurance quand même. Je passe un petit coup de fil pour savoir comment ça va ? « Tient j'ai ça, j'ai ce point-là, qu'est-ce t'en penses ? » Voilà. Ou, « tiens Rosa, il s'est passé ça, j'ai fait ça. Voilà. Ça va ? Ouais, ça va ». Il faut embarquer, il faut se faire confiance. Vaut mieux dire les choses avant. Si on n'est pas d'accord, si ça bute sur un point, si on a des doutes, il vaut mieux le dire avant, en parler ensemble. Sinon on se ment. En fait, le fonds doit comprendre, derrière un argument. C'est creuser, arriver à comprendre les motivations de la personne repreneuse, derrière chaque réponse à un argument. Faut une confiance de base énorme. »	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*

13. Thème 13 : Autres tensions

Autres tensions amont



Selon l'acteur

	AUTRES TENSIONS AMONT :										
ACTEUR/POSITION	TENSIONS SUR LE PACTE D'ACTIONNAIRES	TENSIONS SUR LA VALORISATION DE L'ENTREPRISE / LE PRIX	TENSIONS LORS DES NÉGOCIATIONS AVEC LE CÉDANT	TENSIONS SUR LE MONTAGE FINANCIER. RAPPORT EQUITY / DETTE	TENSIONS SUR LA RÉMUNÉRATION DU REPRENEUR	TENSIONS RELATIVES AU RYTHME DU PROCESSUS	TENSIONS LORS DE LA NÉGOCIATIONS AVEC L'AUTRE PARTIE (REPRENEUR/FONDS)	TENSIONS RELATIVE AU CHOIX DES CO-INVESTISSEURS	TENSIONS SUR LA LIQUIDITÉ	TENSIONS RELATIVES À L'ALIGNEMENT / DÉSALIGNEMENT DES INTÉRÊTS	AUTRE
Experts	33%	33%	33%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	33%
Fonds	50%	25%	13%	13%	25%	25%	13%	0%	0%	0%	63%
Repreneurs	80%	20%	20%	20%	0%	0%	0%	20%	0%	0%	60%

	AUTRES TENSIONS AMONT :										
ACTEUR/POSITION	TENSIONS SUR LE PACTE D'ACTIONNAIRES	TENSIONS SUR LA VALORISATION DE L'ENTREPRISE / LE PRIX	TENSIONS LORS DES NÉGOCIATIONS AVEC LE CÉDANT	TENSIONS SUR LE MONTAGE FINANCIER. RAPPORT EQUITY / DETTE	TENSIONS SUR LA RÉMUNÉRATION DU REPRENEUR	TENSIONS RELATIVES AU RYTHME DU PROCESSUS	TENSIONS LORS DE LA NÉGOCIATIONS AVEC L'AUTRE PARTIE (REPRENEUR/FONDS)	TENSIONS RELATIVE AU CHOIX DES CO-INVESTISSEURS	TENSIONS SUR LA LIQUIDITÉ	TENSIONS RELATIVES À L'ALIGNEMENT / DÉSALIGNEMENT DES INTÉRÊTS	AUTRE
Repreneurs majoritaires	100%	0%	50%	50%	0%	0%	0%	50%	0%	0%	50%
Experts minoritaires et majoritaires	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Repreneurs minoritaires	67%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	67%
Fonds minoritaires	60%	20%	0%	20%	40%	40%	0%	0%	0%	0%	60%
Fonds majoritaires	33%	33%	33%	0%	0%	0%	33%	0%	0%	0%	67%
Experts minoritaires	0%	50%	50%	50%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	50%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Tensions sur le pacte d'actionnaires. Tensions sur le montage financier. Rapport equity / dette	*« Avant le closing, avec le fonds B, on a eu des négociations un peu tendues, parce que mon expert-comptable qui avait l'habitude, me poussait à lever une dette sénior supérieure. Le fonds faisait tout pour ne pas le faire et me disaient qu'ils ne feraient pas le deal si la dette senior était supérieure. Donc on a eu des tensions. Quand il a fallu financer, c'est là qu'on a eu un premier accrochage, sur combien eux ils mettaient et combien on empruntait. Mon expert-comptable me disait « on peut emprunter plus », eux disaient « non, non, ça sera un montage trop tendu ». C'était leur argument. Avec du recul, j'aurais pu mettre largement plus, j'aurai dû écouter mon expert-comptable. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Tensions sur le pacte d'actionnaires	*« C'est qu'on n'a pas la même vision et qu'on commence à chipoter sur le pacte. »*	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*
	« Oh, c'est toujours le pacte d'actionnaires. Généralement c'est une première opération. Ils ont un peu peur. Ils n'ont jamais vu un pacte d'actionnaires de leur vie. »	*Experts*	*Expert - Fonds 2*
	« Ça peut être, quand on est investisseur majoritaire, les clauses sur la sortie, les clauses sur la révocation. Le good et bad leaver, c'est toujours ce qui est le plus négocié, c'est les zones de frustration, de crispation. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Autre	*« Le jeu était un peu compliqué parce que le fonds m'a fait signer une exclusivité, donc je ne pouvais courir qu'avec eux, mais ce n'était pas réciproque. Je savais qu'ils avaient 2-3 managers dans les tuyaux. J'ai dû choisir mon cheval. C'était émotionnellement un peu dur, de me dire « je les ai aidés à gagner, ils ont gagné, mais je ne suis pas encore dans le fauteuil ». »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Il y a des gens, comme ALTHEO, Signadile, ou Valexcel, dont le job est de prendre en charge le repreneur et d'essayer de maximiser sa situation. D'abord de lui trouver une boite, bien sûr, et ensuite de lui maximiser sa situation. Ok ! Très bien ! Mais il faut savoir ce qu'il aura en face ensuite. Il va être seul. On a beaucoup de mal à travailler dans le cadre d'un MBI, qui est proposé par les cabinets qui accompagnent des dirigeants repreneurs parce que, quelque part, c'est structurellement un peu antagoniste. Je ne parle pas pour ALTHEO, mais je vais prendre le cas de X ou Y qui part du principe que le client c'est le repreneur, et que l'investisseur est une commodité. L'autre cas de figure, où le repreneur seul ou accompagné par un cabinet d'accompagnateur de repreneurs vient nous voir, là déjà, on n'a pas pu choisir la meilleure personne pour le dossier. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
Tensions sur le montage financier. Rapport equity / dette	*« Un repreneur, y compris Gérard, aura tendance toujours à essayer de mettre un peu plus de dette, puisque par nature, c'est non dilutif. On est toujours assez vigilant là-dessus, on leur dit « attention à l'effet de levier, ça peut être dangereux ». On est prudent, on leur dit toujours « plus vous mettez de dettes, plus vous êtes relié au capital, mais il y a un effet pervers à ça ». A un moment donné, il y a eu une discussion sur le niveau de dette, on n'était pas complètement en phase. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

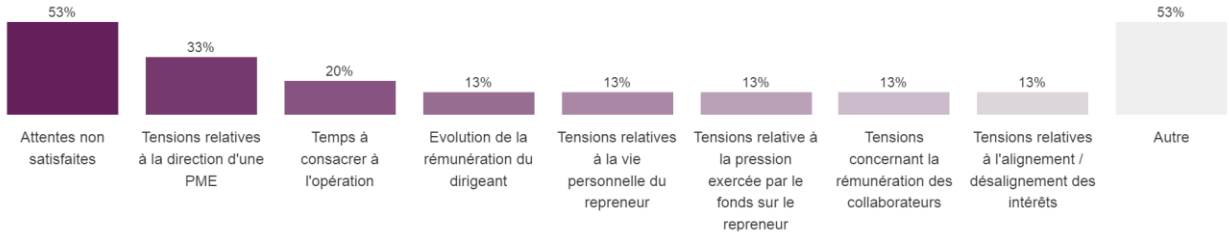
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Tensions lors des négociations avec le cédant	*« Du fait du départ des dirigeants baby-boom, le constat c'est qu'on a toujours une entreprise à vendre pour 15-20-30 repreneurs, qui sont morts de faim. Donc, le rapport de force est en défaveur très nette des acheteurs. Par ce rapport de force défavorable, les conditions objectives d'un deal, démarrent difficilement. Le vendeur joue, met la pression sur l'acquéreur, qui du coup, est persuadé que c'est la pépite de l'année d'une part et que d'autre part, il y a 5, 6, 7, 8, 10 autres acquéreurs, au minimum, à ce prix, et que donc, il faut réaliser l'opération prestement, sans trop poser de questions, pour ne pas être désagréable à l'égard du vendeur, et pour lui montrer la motivation d'acheter. D'ailleurs, la meilleure motivation d'acheter, la meilleure des fois dans la qualité du produit acheté, c'est d'éviter de poser trop de questions. Du coup, ça ne joue pas en faveur du repreneur. Et donc, ça ne joue pas non plus en faveur de celui qui le finance. »*	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 3*
Tensions sur le pacte d'actionnaires, Tensions sur la rémunération du repreneur. Tensions relatives au rythme du processus	*« Leur rémunération, c'est toujours un sujet. Ils veulent que ça avance très, très vite. La négociation du pacte est importante. Dans le contrat de mariage, ça peut prendre beaucoup de temps. Ça peut être source de conflit. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Tensions sur la rémunération du repreneur. Autre	*« On est très attentif aussi sur un point, c'est au sujet de la rémunération du dirigeant repreneur. On fait très attention à ça. D'abord, on met le sujet sur la table, ça fait partie des discussions qu'on a, s'entendre dès le départ sur la manière dont sera rémunérée la personne, qu'elles seront les bases de la rémunération, comment elle pourra évoluer, quels seront les paramètres. Les gens, quelque soient leurs compétences, il faut qu'ils arrivent à accepter que ce qui était leur valeur de rémunération dans un univers groupe, ça n'a plus de raison d'être dans une problématique PME. Vous ne pouvez pas avoir des rémunérations, même de dirigeant, très élevées. On ne vit pas comme dans les groupes, dans les PME. Vous avez un avocat qui arrive au dernier moment, et il s'est fait l'idée de ce qu'il fallait faire pour défendre son client. Lorsque les avocats interviennent tardivement ...généralement c'est catastrophique. Comme il n'a pas participé au début des discussions, finalement, il n'a qu'une lecture purement juridique et défensive de la chose, et souvent ça crée des problèmes.* »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Tensions sur la valorisation de l'entreprise / le prix. Tensions sur le pacte d'actionnaires. Autre	*« Les éléments de tensions, il peut y en avoir un peu sur les éléments juridiques. La valorisation. Les valorisations, c'est des sujets qui peuvent être des éléments de tensions sur certains deals bien sûr, car on souhaite acheter le moins cher possible. Les éléments de tension ils se font essentiellement sur le juridique. On aurait pu reprendre une entreprise beaucoup plus saine. On se serait épargné deux ans de souffrance à résoudre ces problèmes sociaux et techniques. Le dirigeant a repris une société qu'il pensait saine. En fait, il s'est retrouvé avec de multiples sujets à traiter quand il est arrivé. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
Tensions sur la valorisation de l'entreprise / le prix. Tensions lors des négociations avec le cédant. Tensions lors de la négociation avec l'autre partie. Autre	*« En amont du deal, il faut être sûr que dans la négociation avec les vendeurs, qu'on soit complètement alignés et qu'il n'y ait pas des jeux cachés de l'un par rapport à l'autre. Il peut y avoir des stratégies différentes et c'est important d'être complètement calé. Aussi, on se met d'accord sur un truc et au dernier moment, quand le deal est sur le point de se faire, on se dit « je suis dans un rapport de force positif puisque tout le monde est jusqu'au cou » et à ce moment-là on en profite pour renégocier les choses. Ça arrive, ça. Il peut y avoir un décalage entre la vision du prix que peut avoir le repreneur et la vision du prix que peut avoir le fonds. On n'a pas forcément la même expérience de la valeur et de l'investissement, des perspectives de rendement. Donc on peut avoir un repreneur qui a vraiment envie de faire le deal à « n'importe quel prix » et le fonds d'investissement qui ne va pas vouloir le faire à n'importe quel prix et ça peut créer à ce moment-là, un décalage. Ça c'est un vrai sujet. Quand on est dans une négociation avec le vendeur, il ne faut pas que le vendeur sente que monsieur X est plutôt là, et monsieur Y plutôt là. Il faut qu'on parle d'une même voix. D'ailleurs dans le deal B., on a été à plusieurs fois près de péter le deal. Mais on l'a fait ensemble. Ce n'était pas « je le fais contre toi ou tu le fais contre moi ». C'était « oui, ok, on fait ça ». Ça, ça demande une grande confiance. Il faut travailler ça en amont pour être dans le « ok, on y va main dans la main, de A à Z ». Parce qu'il peut y avoir un repreneur qui dit « j'ai le fonds A mais j'ai le fonds B, éventuellement, en back up ». »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Tensions sur le pacte d'actionnaires. Tensions relatives au rythme du processus. Autre	*« On n'a pas pu continuer à avancer dans notre étude, dans le sens où tant qu'on n'avait pas une vision de l'entreprise par notre propre équipe, en nous rendant compte par nous-même, en étant physiquement dans l'entreprise, on ne pouvait plus avancer sur l'étude. La première fois que j'ai vu Laurent, c'était en février, et en juillet on n'avait toujours pas rencontré ni les cédants, ni vu les murs de l'entreprise. Ça tenait au côté confidentiel du projet de la part des cédants. Pour avoir des informations sur le current trading, c'était un des deux cédants qui allait le week-end, pendant la fermeture des bureaux, chercher les infos parce qu'ils ne pouvaient pas s'en ouvrir à la comptable. On voit toujours des cédants qui sont vigilants et attentifs sur le process, mais là, c'était vraiment poussé. Lui-même trouvait qu'il y avait une grosse lenteur dans le process. Ça créé des tensions vis-à-vis de nous, parce que nous avons aussi à cœur de faire avancer notre étude, de nous positionner. On était dans une chaine qui n'était pas fluide, puisqu'il ne pouvait pas s'engager plus vis-à-vis des cédants, parce que nous-même on avait besoin d'y voir plus clair sur l'entreprise. Oui, oui, ça a été source de tensions. En général, on est assez réactif, mais c'est vrai qu'à un moment donné, il peut arriver que ça clashe parce que le prestataire qui faisait les due deals, là il peut y avoir un sujet. Il peut y avoir des sujets avec les co-investisseurs ou un repreneur qui va interroger d'autres investisseurs et on ne va pas forcément être informés. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*
Tensions sur la valorisation de l'entreprise / le prix. Tensions sur le pacte d'actionnaires	*« Au moment de l'acquisition, si vous voulez vraiment faire le deal, il faut mettre 100 000 € ou 200 000 € de plus. Les histoires de bad leaver et de good leaver. Les clauses de good leaver, ils ont discuté ça pendant des plombes. On a l'impression qu'ils prennent leur pied à discuter de ces sujets-là. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Tensions sur le pacte d'actionnaires. Autre	*« Une semaine avant de faire le closing, la directrice financière a annoncé à mes dirigeants qu'elle quittait la société. C'était un peu la merde. En plus, elle voulait partir avec un chèque. Les dirigeants avaient plus ou moins accepté, mais évidemment le chèque, c'était à nous de le payer. Là, ça a créé de grosses, grosses tensions entre tout le monde. J'ai eu un différend avec l'avocat. Il avait mis une clause de bad leaver qui était vraiment punitive. J'ai été vraiment furax. J'étais vraiment furieux. C'est avec l'avocat que je me suis engueulé mais je pense qu'ils lui avaient demandé. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Tensions lors des négociations avec le cédant. Tensions sur le pacte d'actionnaires. Tensions relatives au choix des co-investisseurs. Autre	*« Il voulait absolument que BPI soit avec lui. Mais quand j'ai dit que je n'avais pas choisi BPI, j'ai clairement vu que ça ne lui plaisait pas. Quand on a en face de soi un fonds, qui est un fonds bancaire, qui s'associe avec BPI, le repreneur moyen, mal conseillé, va se dire « ces gens-là ne sont pas là pour me la faire à l'envers ». Il joue là-dessus. Le fonds que j'ai choisi finalement, leur avocat, a écrit des documents, qui ne reflétaient pas ce qu'on s'était dit. Mais vraiment pas. C'était clairement écrit noir sur blanc que, si je n'atteignais pas le TRI, je perdais toute ma mise, 100 % ! Ce n'est même pas envisageable dans la réalité. Et au lieu de dire « ben oui, je n'ai pas bien lu, c'est une connerie, j'ai écrit ça mais ce n'est pas ça qu'on veut faire ». A un moment donné j'ai dit au fonds « écoutez, est-ce qu'on est bien d'accord sur ce qu'on s'est dit ? ». Donc ils m'ont dit « oui, oui, on est d'accord là-dessus ». J'ai dit « maintenant, soit votre avocat il écrit ça, soit je ne signe pas ». Je leur ai dit « non je ne signerai pas ça parce que ce n'est pas ce qu'on s'est dit ». On était un peu dans le piège. Dans ce cas précis, il faut avoir la tête froide, c'était deux jours avant le closing. Moi, j'ai dit « je ne signe pas ». A un moment donné, c'était quand même un peu tendu de dire « moi, je ne signe pas ça ». Ça a été un point de tension important avec mes avocats. Très fort ! (la négociation du package) . Il y a eu énormément de tensions avec les cédants. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Tensions sur la valorisation de l'entreprise / le prix. Tensions sur le montage financier. Rapport equity / dette. Autre	*« On vient toujours laisser au moins deux annuités de dette senior en sécurité en trésorerie. Ça induit de fait une surcapitalisation au départ s'il n'y a pas de trésorerie, ou une moindre mobilisation de la trésorerie disponible dans le cadre du montage. Est-ce susceptible de créer des tensions ? Oui, au départ, puisqu'il dit « ah ben non, je n'ai pas besoin d'autant de fonds propres, on peut mobiliser plus la trésorerie, et puis moi, ça me dilue moins ». C'est sur le montage qui peut paraitre moins intéressant au départ, ou plus dilutif. Il y a toujours la valo, le montage, le package, sur lequel ils vont vouloir discuter. Tension, discussion, c'est toujours difficile. A contrario, un dirigeant qui ne discute rien et qui signe en bas de la page, je vais me poser des questions. Forcément, son objectivité par rapport à la valeur peut être relative. »*	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*

Autres tensions aval



Selon l'acteur

	AUTRES TENSIONS AVAL :								
ACTEUR/POSITION	ATTENTES NON SATISFAITES	TENSIONS RELATIVES À LA DIRECTION D'UNE PME	TEMPS À CONSACRER À L'OPÉRATION	EVOLUTION DE LA RÉMUNÉRATION DU DIRIGEANT	TENSIONS RELATIVES À LA VIE PERSONNELLE DU REPRENEUR	TENSIONS RELATIVE À LA PRESSION EXERCÉE PAR LE FONDS SUR LE REPRENEUR	TENSIONS CONCERNANT LA RÉMUNÉRATION DES COLLABORATE...	TENSIONS RELATIVES À L'ALIGNEMENT / DÉSALIGNEM... DES INTÉRÊTS	AUTRE
Experts	0%	0%	33%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
Repreneurs	71%	57%	14%	0%	14%	29%	29%	0%	29%
Fonds	60%	20%	20%	40%	20%	0%	0%	40%	60%

Selon l'acteur et sa position dans le projet

	AUTRES TENSIONS AVAL :								
ACTEUR/POSITION	ATTENTES NON SATISFAITES	TENSIONS RELATIVES À LA DIRECTION D'UNE PME	TEMPS À CONSACRER À L'OPÉRATION	EVOLUTION DE LA RÉMUNÉRATION DU DIRIGEANT	TENSIONS RELATIVES À LA VIE PERSONNELLE DU REPRENEUR	TENSIONS RELATIVE À LA PRESSION EXERCÉE PAR LE FONDS SUR LE REPRENEUR	TENSIONS CONCERNANT LA RÉMUNÉRATION DES COLLABORATEURS	TENSIONS RELATIVES À L'ALIGNEMENT / DÉSALIGNEMENT DES INTÉRÊTS	AUTRE
Fonds majoritaires	100%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	100%
Fonds minoritaires	50%	25%	25%	25%	25%	0%	0%	50%	50%
Repreneurs minoritaires	67%	67%	0%	0%	0%	33%	33%	0%	33%
Repreneurs majoritaires	75%	50%	25%	0%	25%	25%	25%	0%	25%
Experts minoritaires	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
Experts majoritaires	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
Experts minoritaires et majoritaires	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%

Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Evolution de la rémunération du dirigeant. Attentes non satisfaites. Autre	*« Ça va être potentiellement sur tout ce qui est gouvernance. Post deal, il y a toujours les sujets de rémunération, puisqu'on encadre la rémunération des dirigeants. C'est sur des moyens supplémentaires demandés. Sur les investissements, on a tendance à dire « Est-ce qu'on ne peut pas réduire, décaler des recrutements ? Est-ce qu'on a besoin d'un directeur commercial ? Oui, non ? Est-ce que finalement, le dirigeant ne peut pas animer aussi le rôle de directeur commercial ? ». Sur des questions comme ça, on peut avoir des désaccords. Typiquement, l'embauche d'un directeur commercial, qu'il souhaitait faire et nous, on a souhaité attendre. Des investissements importants qu'il souhaitait réaliser et sur lesquels on lui a demandé de phaser un peu plus. On a fait des investissements importants, on estime aujourd'hui qu'il faut rentabiliser ces investissements avant de mettre des nouveaux investissements. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Attentes non satisfaites. Autre	*« Ça va être un défaut de communication, un défaut de reporting, un défaut de transparence. Attention, lorsqu'il y a un conseil acheteur, il y a une couche de frais en plus, c'est un frein. Le directeur commercial, j'aimerais bien qu'on l'associe peut-être un peu plus, parce qu'il a un rôle-clé dans l'organisation. J'aimerais l'associer un peu plus. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Tensions relatives à la direction d'une PME. Tensions relatives à la vie personnelle du repreneur	*« Vous êtes seul ! C'est la règle absolue. Quand vous êtes dans une PME, vous êtes seul. C'est ça qui m'a envoyé dans le mur avec mon couple, c'est parce que t'es seul. Tu ne dors pas toutes les nuits, quand même. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
Temps à consacrer à l'opération	*« Je pense que c'est là où les frictions entre l'ancien et le nouveau ont démarré (tensions entre le repreneur et le cédant). Pétage de câbles, entre l'ancien dirigeant et le nouveau. Ça prend énormément de temps. »*	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Autre	*« Il y a un sujet un peu plus compliqué avec le cédant. Parce que le cédant, c'est son bébé, il voulait choisir à qui il vendait sa boite. Il m'a adoubé, mais il n'est pas complètement parti. Post-deal, il y a eu six mois d'accompagnement, où en gros c'était lui le patron. Difficile de trouver sa place. Il est au board. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
	« Le deuxième point, c'est la gouvernance. J'ai des cas de figure où j'ai les salariés de la boite qui sont venus me voir, parce que les dirigeants se comportaient très mal vis-à-vis des salariés. »	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*
	« Ça peut être l'expert-comptable, ça peut être l'avocat, hostiles. S'il y a d'autres actionnaires minoritaires mal intentionnés. Ça peut arriver, c'est du vécu. Et après, les sources de tension, c'est quand un dirigeant ne va pas tenir ses engagements, ses délais. Par exemple sur la remise d'un budget, sur un programme d'investissement. Un dirigeant qui n'est pas fiable, en fait. Qui n'est pas fiable dans ses livrables ou dans la mise en place des choses. Source de tension quand c'est un dirigeant qui n'écoute pas. S'il n'écoute pas, ça devient vite problématique, puisque tout ce qui peut être consensuel va devenir imposé et donc ça remet encore plus de tensions. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*
Tensions relatives à la direction d'une PME. Tensions relatives à la vie personnelle du repreneur. Attentes non satisfaites	*« C'est un sujet sur lequel on aimerait plus partager parfois. C'est un peu la chasse gardée des dirigeants quand même, l'aspect RH, la main qu'ils ont sur les personnes… ils ne s'ouvrent pas trop sur ces sujets-là. La vie de PME, c'est quand même très particulier. La vie en PME, c'est quand même hard. Quelle que soit la qualité de la société, une PME, ce n'est pas une ETI réduite en taille, ça n'a juste rien à voir en termes de structure, de vie au quotidien, de moyens d'actions. Les gens plus stables dans leur vie personnelle sont plus à même de diriger une PME. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
Evolution de la rémunération du dirigeant. Tensions relatives à l'alignement / désalignement des intérêts	*« La rémunération post-deal, ça peut être aussi un vrai sujet. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 5*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Tensions relatives à l'alignement / désalignement des intérêts. Temps consacré à l'opération. Autre	*« C'est chronophage. On passe un peu moins de temps avec des repreneurs individuels. C'est chronophage. C'est vrai que le MBI, plus on grandit en tant que fonds d'investissement, et moins je pense que les acteurs s'y mettent. Après le deal, c'est les résultats. Maintenant qu'il a bien intégré la société, qu'il l'a bien en mains, c'est d'avoir une envie de commencer à constituer un groupe, d'avoir de l'ambition autre que de la croissance organique. Mais bon, c'est des choses qui lui sont propres. Il y a un projet familial. Qu'est-ce qu'il aura envie de faire sur la suite, au moment où on va devoir se parler ? C'est qu'est-ce qu'il a envie de faire ? Est-ce qu'on sera bien en phase ? C'est plus chronophage pour identifier les bons poulains. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
Attentes non satisfaites. Temps consacré à l'opération	*« Il n'y a pas de propositions. Il n'y pas de propositions de développement ou quoique ce soit. Il n'y a pas de notion de conseil. Ils ne sont pas force de proposition du tout. Ils ne vous amènent pas forcément quelque chose. La seule chose qu'ils ont amené, c'est les fonds qu'il fallait pour acquérir cette entreprise. Dans le vécu courant, il n'y a pas grand-chose, quoi. On a un projet de croissance externe, ils ne s'y intéressent pas en fait. Ce n'est pas qu'ils ne veulent pas, c'est qu'ils n'ont pas le temps. J'aimerai bien qu'ils soient beaucoup plus moteur. On se sent quand même un peu seul, il faut être clair. C'est un associé passif. Il n'est pas force de proposition. Il n'y a pas de propositions. Je souhaiterais qu'il s'intéresse un peu plus. Ils ne sont pas super impliqués, super moteur et c'est dommage. Sur le projet de croissance externe, ils ne sont pas moteur, ils le considèrent plus comme un risque. Mais étant minoritaires, ils n'amènent pas grand-chose. Franchement pas grand-chose. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*

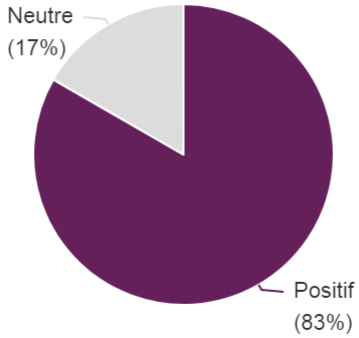
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Tensions relatives à la direction d'une PME. Tensions relatives à la pression exercée par le fonds sur le repreneur. Attentes non satisfaites	*« Il ne faut attendre aucune plus-value d'un fonds. Il n'y a aucun dialogue avec un fonds. Ils sont justes là pour prendre les informations. Aujourd'hui, je n'ai aucune plus-value de mes fonds. Ça concerne les deux fonds. Mais ça serait bien d'avoir, de temps en temps, des gens avec qui échanger, avant de prendre la décision. Ils relèvent les compteurs en fait. C'est tout. Les autres fonds vous disent « oui, mais nous on est vraiment très impliqué dans nos participations ». Déjà, qu'ils tiennent leurs promesses, quand ils vous le disent, et qu'ils le fassent. J'ai énormément de pression. Pression des équipes, pression que je me mets moi-même et puis pression des fonds forcément. Quand vous approchez de la fin, il faut que ce soit beau à présenter. Qu'attendez-vous que vous n'avez pas ? Un challenge sur la stratégie, un contact, une opportunité, une réflexion sur un truc qu'ils ont vu. J'ai rien, nada !. Je n'ai pas eu un client, je n'ai pas eu une idée, une opportunité de développement, qui a été apporté par un fonds. J'aimerais bien qu'il y ait un administrateur indépendant au sein du comité de surveillance. Quand on est dirigeant d'une PME, on a besoin d'être accompagné. On est très seul en fait. Combien de fois j'ai présenté des projets aux fonds en comité de surveillance. Ils vous disent « ah oui, c'est bien, c'est une bonne idée », mais ça s'arrête là. On a regardé des opérations de croissance externe, mais ils ne se sont pas du tout impliqués. Je le vis comme une déception. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*

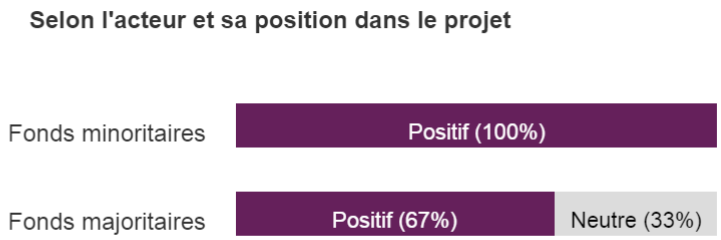
Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Tensions relatives à la direction d'une PME. Tensions concernant la rémunération des collaborateurs. Attentes non satisfaites	*« Il faut qu'on fasse un comité stratégique plus fréquemment ou plus long. Il y en a un sur lequel on n'a pas avancé depuis un an, il faut croire que ce n'est pas facile, c'est l'attribution d'actions gratuites aux hommes et femmes clés. C'est un sujet très complexe. La première année a été vraiment dure. C'est génial, c'est super excitant, mais c'est un truc de malade. Je commence à sortir la tête de l'eau mais, jusqu'à présent, j'ai bossé tous les dimanches après-midi de 14h à 20h, pour rattraper mon retard de la semaine. Avant de reprendre, j'avais checké avec ma femme qui bosse aussi, je lui avais dit « pendant un an, tu m'oublies. Pendant un an, je ne veux pas entendre parler de soucis. Tu gères la maison, tu gères les enfants, tu gères les parents, tu gères les beaux-parents, tu gères tout ! » Elle était d'accord. Même si elle était d'accord, ça râle quand même. Il faut vraiment que tout roule la première année. Au début c'est vraiment chaud. Gros, gros, gros changement. Involontairement j'ai fait peur à quelques personnes. Normalement à 50 ans, vous êtes dans votre zone de confort, très souvent, au niveau compétences, expérience. Là, on replonge dans une année de chahut. Moi j'adore ça, mais si la motivation n'avait pas été très forte, je pense que je me serais dit « putain, dans quelle merde je me suis lancé !». »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
Attentes non satisfaites	*« Il y a deux choses que je n'ai pas encore, parce que c'est tout neuf. C'est un peu plus d'aide dans les moments difficiles s'il y en a, et il y en aura. Ou d'aide si j'hésite sur certains points clés stratégiques. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Tensions relatives à la direction d'une PME. Tensions relatives à la pression exercée par le fonds sur le repreneur. Tensions concernant la rémunération des collaborateurs. Attentes non satisfaites. Autre	*« J'attendais beaucoup plus d'eux que ce qu'ils fournissent. La pression, elle vient de ces putains de financiers, qui sont derrière, avec la course à l'échalote de la valorisation. J'ai dit « écoute François, tu ne gagnes pas 1200 euros net par mois. Je veux mettre en place un intéressement, je veux relâcher de la rentabilité pour pouvoir redonner de l'argent à mes salariés. C'est à l'inverse de la course à l'échalote. Dans ma logique, il faut que je monte mes salaires minimums, parce que ce n'est pas normal, on ne peut pas exploiter les gens comme ça. Ce n'est pas des milliards, mais ça pèse sur la rentabilité. Peut-être que je vais lâcher 100 000 euros de rentabilité parce c'est aussi mon rôle de faire vivre les gens et que ça se passe bien. Il y a des dissensions parce qu'on est sur des calculs de multiples de résultat. Donc s'il y a 100 euros de moins, c'est 100 fois cinq. C'est 500 000 de moins de valorisation. Mais finalement, je m'attendais à plus d'inputs ou de challenges. J'attendais d'avoir une espèce de partenariat, c'est utopique peut-être, mais j'attendais d'avoir quelqu'un qui soit un partenaire stratégique. Je pensais, de manière naïve peut-être, qu'il y aurait un associé ou un dirigeant du fonds, qui essaierait de comprendre le business, de comprendre comment ça fonctionne, pour pouvoir un peu m'épauler. Là, pas du tout ! »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*

14. Thème 14 : Autres sujets

Bilan du fonds d'investissement vis-à-vis du repreneur / de l'opération

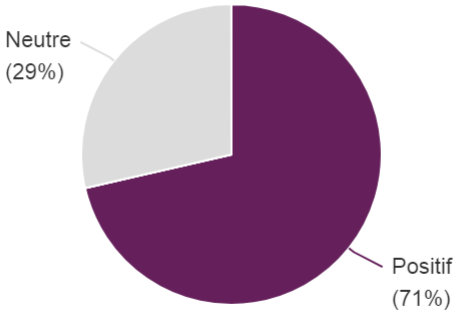


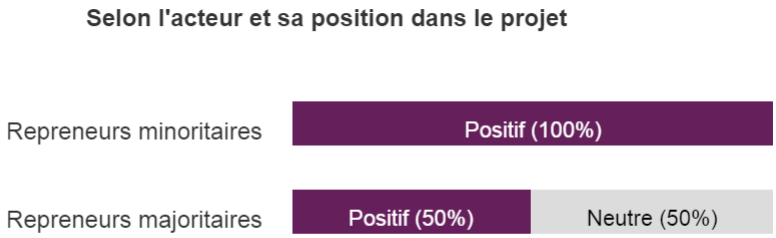


Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Positif	*« Je suis très confiant. Aujourd'hui, je trouve que la situation est bien gérée. Je n'ai pas forcément de frustration par rapport au repreneur. Je vois ça aujourd'hui comme un succès. Il s'est intégré dans l'entreprise. Il a rassuré le personnel. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
	« C'est un exemple parfait de MBI réussi. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
	« Aujourd'hui, on est très satisfait de ce qui se passe, la relation est bonne. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
	« Le bilan est bon, objectivement. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
	« Quentin est l'excellente personne pour faire ça. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Neutre	*« Par rapport à la relation avec la personne, on est là où on pensait être. Par rapport à l'appréhension des qualités et des défauts de la personne, on a bien les qualités qu'on attendait et on a aussi malheureusement les défauts qu'on attendait. Sur la prise en mains, sur le plan administratif de la boite et des chiffres, de la structuration du reporting, je trouve qu'il nous attend un peu trop. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*

Bilan du repreneur concernant la présence d'un fonds d'investissement





Verbatim :

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Positif	*« Ce sont des partenaires de discussion. Ce qui est génial c'est d'avoir un petit fonds. Pour l'instant, je trouve ça idyllique. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
	« Il y a une relation interpersonnelle avec ces gens-là. Je suis heureux, chanceux, j'ai de très bonnes relations, qui sont même un peu personnelles avec les fonds, avec les banques même. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
	« Du cash et puis une discussion. Si je dois refaire une opération, je le ferai avec eux. Et je ne me poserai pas la question. C'est le mariage parfait avec le mec à qui j'ai acheté et avec le fonds, on s'entend super bien. Au-delà du cash qu'ils ont amené, ils m'apportent aussi un réseau. Il me sert de sparring partner. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
	« Jamais je n'aurais pu reprendre cette entreprise si je n'avais pas été accompagné par des fonds. »	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
	« Ils sont vachement supportifs. Ils me présentent des gens. Ils ne sont pas sur la chaise d'arbitre, avec les jambes croisées, en train de m'expliquer ce qu'il faut faire. Ils m'aident. Le fonds est ultra supportif. Je suis extrêmement content d'avoir fait ce deal avec ce fonds-là. »	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Neutre	*« On a eu des très bonnes relations sur la partie départ, avec un vrai accompagnement, je dirais même stratégique. Le terme n'est pas stratégique parce que c'est des gens qui ne connaissent rien au business. C'est des gens qui sont plutôt aidant sur le process, qui le connaissent par cœur, et qui sont aidant sur comment on fait un business plan. Le côté négatif, c'est que finalement c'est des gens qui n'amènent pas grand-chose. Bon, ils ont amené de l'argent. Mon bilan, il est positif. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
	« Ce n'est pas une relation d'amitié, c'est clair. Un outil qui a permis de lever une dette. »	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*

Alignement des intérêts

Réponse	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Faire réinvestir le cédant	*« C'est aussi pour ça que, dans la structuration des opérations, on attache une importance au réinvestissement du fondateur dans l'opération. Ce qui est le cas sur cette opération, ce qui sera le cas sur d'autres. C'est un moyen d'aligner les intérêts, de sécuriser une bonne transmission. Créer du lien et d'aligner les intérêts des différentes parties, les managers, le repreneur, le vendeur et les managers existants, dans l'opération. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Sortie	*Il peut y avoir un désalignement, à ce moment-là (la sortie)*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
Sans réponse	*« On est complètement aligné en risques parce que généralement ce qui est bon pour nous, c'est bon pour celui auquel on est associé. De toute façon, notre seule rémunération, c'est le succès des projets qu'on finance, donc, on pense qu'on est complètement aligné, avec une autre vision. On croit à une seule chose, dans nos sujets, c'est l'alignement d'intérêts. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
	« C'est aussi pour ça que, dans la structuration des opérations, on attache une importance au réinvestissement du fondateur dans l'opération. Ce qui est le cas sur cette opération, ce qui sera le cas sur d'autres. C'est un moyen d'aligner les intérêts, de sécuriser une bonne transmission. Créer du lien et d'aligner les intérêts des différentes parties, les managers, le repreneur, le vendeur et les managers existants, dans l'opération. »	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Réponse	**Extraits**	**Acteurs/Positions**	**Source**

Sans réponse	*« Même s'il y a un soi-disant alignement d'intérêts, au bout, le fait qu'il n'y ait plus cette confiance, c'est un binôme qui ne fonctionne plus du tout. »*	*Experts*	*Autre expert 1*
	« On est assez alignés. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
	« Dans les MBI, ça reste quand même aussi dans l'intérêt du repreneur d'acheter le moins cher possible, donc on est aligné là-dessus aussi normalement. On est plus aligné dans un MBI que dans une opération de cap dev, parce que quand on rentre dans une opération de cap dev, on se prend un peu la tête sur des problèmes de valorisation. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
	« Ce n'est pas une question de confiance, c'est une question d'être alignés. « Est-ce que t'es bien aligné avec les projets que je vais mener ? Oui je suis bien aligné. Est-ce que tu vas me suivre si j'fais ça ? »	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*
	« C'est sans cesse, un dedans-dehors, entre la posture d'associé et la posture de négo frontale, de deux personnes qui, quand même, peuvent se trouver très désalignées. »	*Experts*	*Autre expert 2*

Rôle du fonds d'investissement

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« C'est le temps qui provoque le désalignement d'intérêts. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*

Conseils à un repreneur

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Activer les conseils en amont. Ne pas avoir d'a priori	*« Il vaut mieux avoir des gens qui soient dès le début, en accompagnement du dirigeant, comme ça ils cheminent avec lui. C'est de n'avoir aucun a priori. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*
Choisir un fonds en fonction de sa taille. Importance du choix du fonds	*« Si vous voulez un fonds vraiment partenaire, il faut que votre deal soit important pour eux. Si vous considérez que votre fonds est purement un financier, il vous a apporté de l'argent, là, il faut choisir un énorme fonds, qui est finalement une banque, en gros. Ce n'est pas neutre du tout le choix du fonds, son métier, sa structure, son passé. Donc, avant de partir avec un fonds, être sûr que la façon que le fonds voit la collaboration est compatible avec la vôtre. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Choisir un fonds qui apporte de la valeur ajoutée	*« Prendre un fonds qui a la capacité de lui apporter de la valeur ajoutée. Avoir un fonds qui apporte plus que des fonds. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Choix du fonds. Border le pacte d'actionnaires. Prise de références. Recontrer les gens qui vont accompagner le LBO	*« Il y a plusieurs types de fonds. Il y a des fonds que vous allez voir parce que vous avez un projet et que vous cherchez du financement. Et il y a des fonds, comme le fonds B, qui vont vous accompagner dans un projet. Les conseils que je donnerais, c'est sur la partie juridique de bien border son pacte d'associés, face à des gens qui sont 100 fois mieux armés que vous et qui connaissent toutes les ficelles. Autre conseil, c'est de demander à rencontrer des gens qui ont été financé par le fonds. Ce qui est important aussi, c'est de demander au fonds de rencontrer les gens qui vont vous accompagner pendant la vie du LBO. C'est eux finalement qui vont être vos partenaires pendant trois ou sept ans. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
Choix du fonds. Choix des conseils	*« De prendre le temps de choisir son fonds. Qu'il prenne le temps de se demander avec qui il veut bosser. Qu'il choisisse un conseil qui soit capable de bien l'écouter et de bien le conseiller. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
Dimension humaine	*« Feeling d'hommes. Dans cette relation tripartite, s'il y a des problèmes d'égo, ça ne fonctionne pas. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 2*
Faire confiance. Rencontrer les fonds en amont. Co-construction du projet. Ne pas s'arc bouter sur une position majoritaire. Ouverture d'esprit et confiance	*« D'assez rapidement donner sa confiance à un fonds. Les MBI qui ont bien réussi, c'est des MBI où le repreneur était assez facilement dans la co-construction d'un projet. A l'inverse, ceux qui étaient arc-boutés sur les confidentialités, sur : « de toute façon moi je viendrai vous voir quand j'aurai tout finalisé, parce que c'est très confidentiel » ça ne marche pas trop. C'est toujours la même chose, pour recevoir, il faut donner. Si vous êtes trop petit joueur, il ne se passera jamais rien. Si vous avez peur de tout, on aura peur aussi et il ne se passera rien. On n'aura pas envie de bosser avec vous. Rencontrer du monde, en avance de phase. Dans la co-construction, on est dans la construction d'une confiance. En plus, ça nous permet d'apprendre à nous connaitre. De pas être trop petit joueur, trop dans son coin, à essayer de faire son truc tout seul. Ou le dirigeant qui veut défendre un principe de majorité bec et ongles. C'est d'avoir une ouverture d'esprit, en fait. Globalement, c'est d'avoir une ouverture d'esprit, et d'être dans la confiance. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Faire la due deal du fonds. Bien choisir le fonds. Rôle du cédant	*« Je me suis fait ma due deal sur lui. Je me suis vachement renseigné. De bien choisir son fonds. Regarder comment ça fonctionne, regarder qui sont les gens. S'attacher aux problématiques humaines, aux interactions, savoir qui est pote avec qui. C'est classique mais sur le MBI, il faut vraiment bien choisir son fonds. J'ai fait ma due deal, j'ai pris plein d'avis, plein de feedbacks. La même situation avec un fonds moins intelligent dans le sens capable de se projeter, ou plus brusque, ça pourrait être un calvaire. Un fonds pas intelligent pourrait me dire « mais tu vois, c'est tellement la merde que ton projet digital, on le repousse d'un an. ». Ça serait de la connerie en barre. C'est tellement important le choix du fonds, et puis le rôle du cédant. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
Importance du repreneur et du marché. Stratégie claire. Choix des conseils	*« Le plus important c'est, 1, le repreneur, 2, le marché. Il faut que le marché soit bien orienté. Il faut qu'il ait une stratégie très claire, et qu'il ait travaillé ça vraiment de manière assez précise. Qu'il soit capable de nous présenter son plan, de manière assez pragmatique. Il nous avait dit : « voilà je veux aller là, là, et là. Je sais exactement ce que je veux faire ». S'entourer évidemment de conseils à la hauteur. D'avocats qui vont être capables de gérer au mieux leurs intérêts. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
Passer du temps avec le fonds en amont. Initier la relation avec le fonds très en amont	*« Il faut passer beaucoup de temps avec les gens du fonds pour partager le dossier, la compréhension du dossier, avoir la même vision de la stratégie, de l'analyse du prix, parce qu'il peut y avoir un décalage. Il ne faut pas hésiter à partir très en amont avec le fonds pour savoir si ça va le faire jusqu'au bout ou pas. L'attelage qui pète au milieu, ce n'est pas bon, d'abord pour le repreneur. Pour le fonds, ce n'est pas grave, il trouvera un autre deal. Pour le repreneur, c'est parfois plus compliqué. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
Prendre le temps de connaitre le fonds. Sourcer les dossiers	*« De prendre le temps de connaitre le fonds. De créer du lien avec lui. Il ne faut pas attendre d'un fonds qu'il vous amène un dossier. Si vous voulez créer du lien avec un fonds, il faut être proactif, régulier dans les échanges en amenant des propositions de dossiers. La clé d'un repreneur, c'est de commencer par chercher des dossiers. Une fois qu'il aura un dossier, si le dossier est intéressant, il arrivera à trouver des fonds. C'est au repreneur d'aller créer l'opportunité, il trouvera le fonds après, plus facilement. Il ne faut pas attendre d'un fonds qu'il vous amène un dossier. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Préparation	*« C'est un très, très long parcours, de séduction et de réalisation du deal. Il faut avoir un discours hyper bien préparé. Il faut avoir vraiment, vraiment préparé ses « management prez » avant la rencontre avec les fonds. C'est une opération de séduction qu'il faut vraiment travailler en amont. Dans le suivi de la participation, je n'ai pas plus de conseil que ça. C'est de toujours gérer la relation humaine. On est toujours dans une relation humaine. C'est ce qui me plait d'ailleurs dans ce métier. Ce n'est pas qu'une opération financière, c'est une opération humaine, de travail en commun. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Qualifier la taille du fonds, les tickets, l'ancienneté, les métiers.	*C'est vraiment présélectionner. Le conseil aussi, c'est vraiment de faire un bon et beau dossier. Il faut que ce soit clair. Clair et réaliste aussi*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 1*
Qualité du dossier. Le management package. Avoir des conseils. Se vendre. Packager le financement et le management package.	*« Il faut trouver déjà un projet qui soit vendable à un fonds. Le management package, il faut bien anticiper parce que c'est compliqué. Je conseillerais de se faire conseiller. C'est toujours un peu la première fois. Donc venir avec un truc packagé, sur le financement d'abord et un peu sur le management package. On se vend, on se vend soi-même, on vend un projet, mais on se vend beaucoup soi-même. Il y a ce côté à soigner. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Sans réponse	*« Le pire, c'est le chef d'entreprise qui a l'impression qu'il va faire nettement mieux que le vendeur. On apprend aux repreneurs qu'il faut faire aussi bien que le vendeur, parce que lui, il connait la boite depuis des années et des années. C'est pour ça qu'on dit toujours « fais aussi bien que le vendeur, et puis on verra ». Si vous n'êtes pas du métier, argumentez, pourquoi vous ? Dans un métier que vous ne connaissez pas. On va vous identifier comme n'étant pas du métier. Qu'est-ce qui fait que vous allez apporter quelque chose ? »*	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*
	« Quelqu'un qui a aussi une posture avec de l'humilité. Ça va se passer beaucoup sur la personnalité. Quelqu'un qui a déjà éprouvé, qui a déjà vécu des situations un peu complexes, quelles qu'elles soient, dans sa vie antérieure pro. Le conseil, c'est qu'il soit accompagné. Plus le repreneur sera averti, plus ça va avoir une résonnance auprès du fonds, plus il aura des chances de concrétiser. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*
	« Achetez une boite dans un secteur que vous connaissez. Partez du principe, mesdames et messieurs, que tous les voyants ne seront jamais au vert, et certainement pas en même temps, et qu'il faut presque partir avec une paire de lunettes modérément optimiste. »	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 3*
	« De jouer la transparence. De bien comprendre que le fonds et lui ont des intérêts communs. Il y a un mélange de sérieux et de connaissance de la cible et de conviction que l'affaire est une bonne affaire, pour lui et pour les gens qui vont investir à ses côtés. Cette conviction, il faut qu'il puisse la transmettre à ses interlocuteurs, à savoir nous, mais aussi, les différentes parties prenantes du deal, de manière directe ou indirecte. C'est cette capacité à plonger sur un dossier, à connaitre un domaine quand on n'en vient pas, à bâtir un BP qui ne soit pas simplement un BP pour les financiers, en disant « on n'est pas madame soleil ». Mais vraiment, c'est presque le désir de faire une pré-due deal, vous voyez ? S'approprier l'entreprise ; ça se voit très bien ! On voit la différence des hommes de ce point de vue-là. »	*Experts*	*Expert - Fonds 2*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Sans réponse	*« De se considérer comme faisant partie d'une équipe avec le fonds. C'est une équipe en fait. Et avec le dirigeant fondateur, c'est une équipe. »*	*Experts majoritaires*	*Expert - Fonds 1*
	« L'homme ou la femme de la rigueur, du principe, du systématisme, du blocage, du « si c'est ça je n'y vais pas », ça doit être le conseil, que ce soit l'avocat ou l'intermédiaire. Je pense que le binôme a un rôle très intéressant à jouer avec des points de vue très complémentaires. Mais ça ne doit pas être le manager. De même qu'on le dit aux repreneurs dans le cadre de la relation cédant-cessionnaire, dans hypothèse où le cédant reste post-cession, pour une durée un peu plus significative qu'un accompagnement basique de 3 à 6 mois, il ne faut pas abimer la relation. C'est exactement, et à fortiori encore plus la même chose pour une relation avec un fonds, avec qui on est quand même censé rester marié pendant 7 ans. D'appréhender l'intégralité du processus et de ses enjeux, et aussi ses dimensions psychologiques. Il y a un conseil que je donnerais à un repreneur de MBI, et qui est pas tout à fait facile à mettre en œuvre, parce que les portes ne sont très faciles à ouvrir, et les discours de sincérité, pas faciles à obtenir, mais c'est d'aller « butiner du fonds ». Butiner, butiner, rencontrer de l'investisseur, brainstormer avec des investisseurs. Ça peut être intéressant pour le repreneur, parce qu'il s'acculture à un monde dont il est totalement étranger, et qui de surcroît est devenu extrêmement illisible, ou en tout cas très complexe à décoder, parce qu'il s'est beaucoup parcellisé. Il y a évidemment des fonds par secteurs, il y des fonds par typologies, enfin par taille de cibles. Et puis, dans un même secteur, enfin dans un même écosystème, par exemple dans l'écosystème du small, on a des ADN tellement, tellement distants, qu'il faut avoir rencontré beaucoup de personnalités. Le repreneur va avoir tendance à choisir son fonds en fonction de la qualité, évidemment de la relation qu'il a avec le directeur de participations qu'il a devant lui. Sauf que ce directeur de participations, on sait très bien que la probabilité qu'il soit là dans 3 ans est très faible. Elle est faible statistiquement. Donc il faut essayer, non seulement d'avoir un fit de personnalité dans un premier temps, parce que c'est ces gens-là qu'on va accueillir à notre board. Mais derrière ce fit de personnalité, essayer de déceler, autant que faire se peut, un peu l'ADN de l'investisseur qu'on est en train de pitcher, pour comprendre si, presque indépendamment de la personne qu'on a en face de nous, ça peut fonctionner. »	*Experts*	*Autre expert 2*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Sans réponse	*« Ce n'est pas reprendre qui est l'objectif, c'est reprendre et en faire un succès. Un : assurez-vous que c'est possible, et que vous êtes la bonne personne pour ça car, reprendre, alors que c'était fait pour ne pas réussir, c'est très éprouvant, ça va être douloureux financièrement, psychologiquement, personnellement. C'est vraiment pas quelque chose que je souhaite à qui que ce soit. »*	*Experts*	*Autre expert 1*

Conseils à un fonds d'investissement

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Diversifier les risques	*« De ne pas mettre tout l'argent collecté sur un gros dossier de MBI. Il faut y aller doucement au départ, pour apprendre. Diversifier le risque par rapport à l'investissement. De ne pas mettre un énorme ticket sur un MBI, d'y aller progressivement. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 6*
Passer du temps avec le repreneur	*« Il n'y en a pas beaucoup qui aiment faire ça, déjà ! Passer beaucoup de temps avec le repreneur. Autant de temps avec la personne que dans l'analyse du dossier. »*	*Fonds majoritaires*	*Dyade - Fonds 4*
De ne pas avoir peur. Se différencier. Apporter de la valeur ajoutée	*« Faire confiance à la motivation du dirigeant repreneur. Je pense qu'ils ont peur. Ne pas être sur cette posture hands off « je relève les compteurs tous les trois mois, tous les deux mois ». Le dirigeant de MBI, il ne sait pas tout, il n'a pas toutes les compétences au sein de l'entreprise, et il a besoin d'être challengé. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 3*
Capacité du repreneur à piloter une PME. Evaluer le côté entrepreneurial	*« Je suis devenu médecin généraliste Si J'étais un fonds, le truc numéro un que j'essaierais de voir, c'est « est-ce que la personne a conscience de ça ? Dans son passé, qu'est-ce qu'elle a fait ? ». Essayez d'évaluer le côté entrepreneurial, l'apport du mec et finalement dissocier le projet de la personne. Un très beau projet avec le mauvais dirigeant, ça peut être dangereux. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
Faire régulièrement des MBI	*« C'est une question de capital expérience, en accumulant et en faisant. Un bon repreneur, vous ne pouvez pas le catégoriser dans une grille. Des MBI réussis, c'est très rentable. C'est très rentable parce qu'un repreneur qui transforme une PME, l'effet de levier, de la croissance, il est beaucoup plus élevé que l'effet de levier purement financier. Quand l'entreprise change beaucoup, grâce à l'action de gens venant de l'extérieure, tout de suite ça se traduit par de la performance. C'est pour ça que nous on aime en faire, c'est parce qu'on sait que c'est très rentable, mais il y a une part d'impondérable et de risques qu'on ne sait pas éliminer. La seule règle, c'est d'en faire régulièrement. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 2*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Choix du repreneur. Motivation. Autonomie	*« Bien choisir le mec. C'est un recrutement en fait. Si demain j'étais conseil pour un fonds, je les passerais vraiment sur le grill, les repreneurs, pour la bonne cause, parce que de toute façon si ça se passe mal, le repreneur va être très très malheureux et ça va très mal se terminer puisqu'on va le virer et mettre quelqu'un d'autre. Oui, la motivation. C'est aussi s'assurer que cette personne a été en situation de grande autonomie dans la gestion de son P&L pendant un paquet d'années. Parce qu'en fait, diriger une PME, ça n'a vraiment rien à voir avec diriger une business unit. Rien à voir. Il faut être certain que la personne a une grosse puissance de travail, parce que c'est vraiment beaucoup de boulot. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Dyade - Repreneur 4*
Légitimité des équipes dans les fonds	*« Good luck, tu vas en revenir vite fait mon gars ! Quand j'ai été recruté en 92, dans les fonds, on voulait un gars qui ait au moins 30 ans, qui ait une double formation, qui soit passé quelques années dans l'industrie. Quand j'en suis sorti il y a 10 ans, on embauchait des gars qui sortaient de Dauphine, option private equity, à 23 ans, et à 29 ans ils avaient monté des deals, ils étaient associés. Ils ont passé combien de temps en entreprise ? Ils parlent comment à un patron en dehors de leur pacte et de leur business plan ? Ils savent faire quoi ? »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 7*
Expérience du MBI	*« Je lui conseillerais d'avoir dans son équipe quelqu'un qui a déjà fait ça. C'est complètement différent. Quand vous faites un MBI, votre repreneur, il est comme vous, il est nouveau, donc il découvre aussi, du coup il pâti de l'existant. S'ils ne sont pas intimement convaincus que les managers sont leurs associés, c'est pas génial de faire du MBI. »*	*Repreneurs minoritaires*	*Repreneur seul 7*
Prix d'achat. Valider le repreneur. Point à 100 jours. Mise en place d'un reporting. Posture différente selon la position majoritaire / minoritaire. Nécessité d'avoir un vrai majoritaire	*« D'acheter le moins cher possible. Valider le repreneur, avec une batterie de tests. 100 jours plus tard, quelle est la situation ? La validation de la reprise et du début du plan de marche, c'est important. Qu'on ait rapidement un reporting en place, c'est très important. Le reporting, c'est primordial, et ça c'est un conseil que je donnerais à un fonds. Quand on est majoritaire, il faut savoir s'imposer. Il faut savoir vraiment s'imposer et taper du poing sur la table quand ça ne va pas. La culture du majoritaire, ce n'est pas la culture du minoritaire. C'est deux choses différentes. Et dans beaucoup d'opérations où on n'est sur un deal majoritaire, mais tous les fonds par exemple ont 25 %, vraiment le deal qui ne va pas, 25 % ça ne va pas. Il faut qu'il y ait un fonds qui ait plus que les autres, c'est important. Dans ce type d'opération où il n'y a pas un vrai fonds majoritaire, il n'y a pas une vraie culture du deal majoritaire, c'est compliqué. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Belles histoires de MBI	*« Il y a de très belles histoires de MBI. On en a accompagné avec mon associé, par le passé, des opérations de MBI qui se sont très très bien déroulées et où on a gagné beaucoup d'argent. C'est des opérations qui demandent plus de temps, plus d'énergie et qui sont un peu plus risquées que les opérations très classiques de LBO. On estime que sur le marché actuel, ça vaut le coup de les considérer. »*	*Fonds majoritaires*	*Fonds seul 8*
Multiples moins élevés	*« Rien n'est dit dans les stats que les MBI sont plus risqués, ou moins rentables que les autres investissements. On a tous, moi le premier aussi, cette petite attention quand c'est un MBI. Mais, c'est peut-être l'occasion de négocier des multiples un peu moins élevés. Il faut se dire « attention, on est sur un MBI, on peut « décôter » un peu la boite ». On n'est pas obligé d'appliquer les multiples de marché. »*	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*
Prise de référence. Choisir un repreneur surdimensionné par rapport au projet	*« Un fonds qui veut se lancer dans un MBI, il faut peut-être des porteurs de projet qui soient surdimensionnés. Pas au sens où l'égo est surdimensionné, mais surdimensionné par rapport au projet. Il faut aussi des prises de références. En fait, c'est comme un recrutement d'une certaine façon. Un fonds qui veut faire un MBI, il faut prendre des références parce que la personnalité du repreneur compte beaucoup. »*	*Repreneurs majoritaires*	*Dyade - Repreneur 5*
Sans réponse	*« La plupart des fonds qui sont créés, leur premier fonds a toujours plus de casse que le deuxième ou le troisième. Chez nous, quand je suis arrivé, on avait 60 dossiers dans le portefeuille, depuis 4-5 ans, on en a 12. Parce que vous vous rendez compte que vous les suivez beaucoup mieux. Comment voulez-vous suivre 60 participations. D'ailleurs les fonds de fonds, qui mettent de l'argent dans des fonds, ils calibrent la taille du fonds en disant « pas bon, maxi 15 lignes ». Il faut que vous soyez disponible, il faut que vous soyez à l'écoute, il faut que vous alliez aux infos, et que vous ayez un suivi qui est très proche, sans toutefois être l'emmerdeur de service et dire « qu'est-ce t'as fait aujourd'hui ? ». Il va essuyer les plâtres. Vous commencez à faire du co-invest pour apprendre. J'ai fait beaucoup de co-invest et j'ai beaucoup appris. Surtout en création de fonds. Le co-invest, c'est une bonne façon d'apprendre. »*	*Experts minoritaires et majoritaires*	*Expert - Fonds 5*

Réponses	Extraits	Acteurs/Positions	Source
Sans réponse	*« C'est d'intégrer quelques membres de son équipe qui ont l'expérience de ce type d'opération, qui en ont vécu. »*	*Experts minoritaires*	*Expert - Fonds 4*
	« Approfondir toujours plus cette capacité que vous auriez à faire confiance au manager, et essayer de créer des dispositifs qui reflètent cette confiance, et non pas illustrer, au contraire, la non-confiance que vous feriez potentiellement au manager. D'essayer d'être dans une logique de mise en œuvre de la confiance, qui soit non-écrite plutôt. Puisque les contrats ne peuvent pas tout gérer et qu'encore une fois on a des hiatus entre des discours de confiance et la documentation qui est présentée à l'appui de ces discours, qui sont quand même très compliqués à décoder pour le repreneur, et qu'il est quand même très compliqué de faire une pédagogie convaincante au repreneur. »	*Experts*	*Autre expert 2*
	« Essayer de bien comprendre comment fonctionne l'organisation aujourd'hui. Qui est vraiment la personne que vous allez mettre à la tête de cette organisation ? Comment va fonctionner le nouvel assemblage ? De manière projective. Il y a des choses qui peuvent être anticipées, évitées, en ayant une bonne compréhension de la réalité. Travailler sur l'humain, c'est sûrement le meilleur investissement. »	*Experts*	*Autre expert 1*

Extraits hors contexte

Extraits	Acteurs/Positions	Source
« C'est un parcours du combattant de dingue. »	*Experts majoritaires*	*Dyade - Repreneur 6*
« Un fonds majoritaire, d'abord il ne gère pas 15 boites comme moi. Il en gère peut-être 2 ou 3, il gère 2 ou 3 participations, pas plus. Donc il peut se pencher beaucoup plus dans les opérations, ce qui est moins mon cas. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 3*
« On regarde plus de 60-70 dossiers pour faire deux deals. On a tous ce petit frein côté MBI. »	*Fonds minoritaires*	*Dyade - Fonds 1*

15. Thème 15 : Opérations contre-productives / échecs

Experts minoritaires

Sujets	Extraits	Source
Profil du repreneur	*« Il était fils d'entrepreneur et entrepreneur lui-même, dans une boite B to B, mais qui n'avait rien à voir avec l'e-commerce. A la base, déjà, il y a un éloignement sectoriel du repreneur, ce qui n'a pas aidé à sa propre analyse. Il avait la quarantaine. »*	*Expert - Fonds 3*
	« Le dirigeant avait à la fois une connaissance du secteur et des métiers du chantier. C'était quelqu'un qui était président d'un syndicat du BTP. A priori il connaissait quand même le secteur. D'abord, plutôt grands groupes, et à la fin PME. »	*Expert - Fonds 4*
Nature du problème	*« Le repreneur, qui a construit son business plan sur la base de la croissance historique de la société, a du mal à faire la même chose en année N+1. Puis, une baisse de 15 à 20 % de chiffre d'affaires en N+2 et N+3, avec un passage sous la barre de zéro. Sous la barre de la rentabilité en termes de résultat d'exploitation. Les motivations réelles des vendeurs, étaient qu'ils avaient analysé, on s'en est aperçus après, vraisemblablement ils avaient fort bien analysé qu'ils étaient au maximum. Donc ils ont vendu au meilleur moment. Il y a peut-être eu une analyse sectorielle, par le repreneur, insuffisamment poussée. (Les motivations à la cession) Elles étaient claires, mais elles étaient fausses, enfin je pense. »*	*Expert - Fonds 3*

Sujets	Extraits	Source
Nature du problème	*« Le dirigeant avait à la fois une connaissance du secteur et des métiers du chantier, puisque ce sont des métiers de chantier, mais pas suffisamment opérationnelle. Il s'est laissé berner par le middle management. Et on a eu des malversations avec des équipes qui travaillaient le week-end au black, sur des chantiers pour leurs comptes propres. Des problématiques de fausse facturation. Le dirigeant a complètement perdu pieds par rapport à la situation. En l'espace de même pas un an, la société qui faisait une quinzaine de millions d'euros de chiffre d'affaires et 2 millions d'euros d'EBITDA, s'est retrouvée avec une perte de 700 000 euros un an après, et plus de 30 % de perte de chiffre d'affaires. Dans le deal, il était majoritaire au capital. Il a eu du mal à gérer le multi sites. En restant dans sa zone de confort, il était de Valence et il pilotait principalement la société en PACA, qui était la société historique, qu'il connaissait le mieux. Il n'a pas suffisamment fait d'efforts pour être présent en Ile-de-France et dans le Nord pour le pilotage et le lien avec les directeurs de sites d'exploitation des entités concernées. On a eu des signaux faibles dans les reportings. Au bout de 6 mois, 8 mois, 9 mois, on n'arrivait toujours pas à l'avoir. On n'arrivait toujours pas à avoir un reporting homogène et il y avait trop d'informations. Trop d'informations, on était noyé dans l'information. Incapable de donner des explications précises quand on décortiquait l'information. Le signal le plus fort, où on s'est dit « il y a un problème », c'est quand les salariés de certaines sociétés, nous ont appelé pour nous dire « ça va pas, on ne sait plus quoi faire, on rentre chez nous, parce que les programmations de chantiers, on ne comprend plus, on a plus de lien ». Donc, c'est les salariés. Le temps d'observance et de constatation est plutôt 9-12 mois que de 6 mois. Le directeur de participation a plutôt caché la situation. Quand elle est arrivée sur mon bureau, c'était déjà très compliqué. (Autre cas) Même scénario, très forte dégradation de la performance de l'entreprise, chiffre d'affaires, rentabilité, en moins d'un an. Quand on voit ce type de situation en MBI, il faut réagir très très vite. Le directeur de participation a plutôt caché la situation. »*	*Expert - Fonds 4*
Signes avant-coureur	*« Non. »*	*Expert - Fonds 3*
	« Au départ, il n'y avait pas du tout de tension. Je pense qu'il avait perçu des choses (le directeur de participation), puisqu'il y a plein de faisceaux, de signaux faibles de sous-performance. Ils étaient là. Quand j'ai regardé le dossier avec l'historique, ne serait-ce que dans les PV de conseils, on voyait déjà émerger un certain nombre de faisceaux. Je dis souvent : « quand on a plus de deux feux orange clignotants, c'est qu'il y a un problème dans la société ». Les feux orange, il y en avait plus de trois. D'abord c'est la sous-performance. Ensuite, ces sujets de reporting, quand on n'a pas la qualité de l'information. Ça se voit aussi dans les sujets de trésorerie. Des indicateurs d'activités, des indicateurs financiers, et des dirigeants qui deviennent plus distants ou qui ne savent pas donner d'explications, et qui commencent à être dans le déni. »	*Expert - Fonds 4*

Sujets	Extraits	Source
Processus de validation du repreneur / assessment	*« Nous, on ne le faisait pas mais, peut-être à tort. »*	*Expert - Fonds 3*
	« Le repreneur n'avait pas été assessé en externe. Il ne l'avait été que par le directeur de participation. Aujourd'hui, on vient assesser le dirigeant cédant, la société et son organisation, au moment où elle est cédée, on assesse le repreneur. Ça fait partie de nos conditions suspensives dans nos LOI. Tout ce travail de diagnostic et d'assessment, c'est une condition préalable et suspensive qu'on n'a pas forcément dans les autres opérations. »	*Expert - Fonds 4*
Enseignements tirés de cette expérience	*« Que d'évidence, les MBI avec des repreneurs qui ne sont pas du secteur, c'est une mission à très haut risque. »*	*Expert - Fonds 3*
	« Reprendre une entreprise en MBI, sur une activité de chantiers, où le dirigeant ne vient pas du chantier, no way. D'autre part, sur toutes ces opérations de MBI, c'est la règle des quatre yeux, avec pas seulement un directeur de participation, mais au moins un membre du directoire en plus, en suivi, en conseil. Pas un suivi en binôme, mais en trinôme, des MBI. »	*Expert - Fonds 4*
Motivations à faire le deal	*« Son parcours de dirigeant dans la boite qu'il avait, et la mise de fonds qu'il était prêt à mettre, qui était conséquente pour une personne physique. »*	*Expert - Fonds 3*
Origines du repreneur	*« Quand on reçoit des dossiers de MBI, dans lequel n'est pas identifié le manager, le nouveau manager opérationnel, on ne les regarde même pas. »*	*Expert - Fonds 3*
	« Ce repreneur était connu d'un des actionnaires minoritaires d'une des sociétés. »	*Expert - Fonds 4*

Experts majoritaires

Sujets	Extraits	Source
Profil du repreneur	*« Un ingénieur qui a travaillé dans la métallurgie, au sens général, et plutôt un parcours grands comptes ; enfin qui a été dans des grands groupes. Fils d'ouvrier, donc on se dit « super ». Petite cinquantaine, et qui a envie de devenir chef d'entreprise de PME, et qui est disponible et qui nous a été conseillé par la galaxie d'un des fondateurs de notre fonds. Voilà donc on va dire que c'est quelqu'un qui arrive, qui est recommandé, et qui semble correspondre à peu près au métier, c'est-à-dire, ingénieur, ayant toujours travaillé sur des sites industriels mais dans la métallurgie ou le recyclage de déchets. Et voulant être patron et ayant en plus une enfance où son père était ouvrier, donc il sait ce que c'est. On se dit « super il a toutes les qualités, beaucoup d'énergie à revendre ». Il a 50 ans. Il avait une expérience de filiale de groupe grand compte, de même taille. Tout bien ! Sur le papier, tout bien. Fils d'ouvrier, des études d'ingénieur, ayant travaillé dans des grands comptes, mais dans des filiales. L'expérience de l'international et comme nous on voulait aller en Allemagne, c'était parfait. Recommandé. J'ai un autre dirigeant, qui avait plein de choses à mon avis à cacher, qui ne veut pas se tromper, qui se dit « faut que j'me refasse là, c'est la dernière là. Je viens de me faire virer, j'ai un gros chèque, faut que j'me refasse, faut que j'sois dirigeant ». C'est quelqu'un qui réfléchit bien, c'est un centralien. »*	*Expert - Fonds 1*
Qualités du repreneur	*« C'est quelqu'un de très séduisant. »*	*Expert - Fonds 1*

Sujets	Extraits	Source
Nature du problème	*« 3 mois après, je m'aperçois d'un dérapage total de trésorerie, mais dramatique, hein. Peut-être pas 3 mois, là, je commence à voir que ça va pas bien. 6 mois après, dérapage total de trésorerie et 6 mois après on s'est séparé du nouveau dirigeant. On s'est juste aperçu qu'il l'avait poussé à bout. Mais poussé à bout ! Jusqu'à ce qu'il pète un câble. Pour s'en servir, pour l'extérioriser, pour le mettre dehors comme on dit. Voilà. Avoir les mains libres pour faire ce qu'il souhaitait et puis malheureusement mal faire les choses, et puis mettre une boîte par terre en un temps record. Il se disait « plus tôt il sera dehors, plus j'aurai les mains libres ». Il a brutalisé les gens, il a brutalisé les machines, il a brutalisé les process. Il a brutalisé la matière car il avait vendu de l'acier. Donc les gens pleuraient. Les ouvriers étaient dans l'usine et disaient « faut pas prendre l'acier quoi, c'est à nous, prenez-pas l'acier, vous le vendez pas ».* *Hallucinant. Une histoire hallucinante. Il faisait tout bien. Chaque reporting, c'était magnifique ! On se disait « wahou, il bosse comme un malade ce gars, il déroule ! » Incroyable, on avait tout, on avait 150 pages de reporting. On se disait « ce gars, il bosse jour et nuit ». Il faisait que du reporting, en fait. J'avais des jolis chiffres aussi. J'avais un reporting qui était nickel. Je veux dire, j'avais aucun élément. Par contre moi, je regarde beaucoup le cash, et là je disais « je comprends pas pourquoi ça… c'est pas normal, ça colle pas ». Il est resté 3 mois à peine. Il n'est pas resté 3 mois sur place. J'ai commencé à voir le cash fondre, mais il m'a dit « non, c'est normal, on n'a pas reçu les acomptes », on était sur des métiers d'acomptes, donc c'est compliqué de voir le cash. Donc j'ai fait aussi un focus sur les personnes. C'est là que j'ai vu qu'il y avait des entrées, des sorties. Donc là j'ai demandé pourquoi il y avait des entrées, des sorties. J'ai demandé des explications. Et donc 3 mois plus tard, gros, gros trou dans le cash. Mais énorme trou, la trésorerie est passée de + 5 à – 3. En l'espace d'un mois. Donc les acomptes avaient masqué. Et puis gros plan de recrutement. Et puis tous les gens qui étaient bougés. Beaucoup d'intérim aussi. 25 personnes en intérim, 30 personnes en intérim. La, n'importe-quoi ! On recrute des intérimaires parce que l'usine va pas, c'est pas bien organisé. On change les gens de place. Enfin, ça a mis un bordel ! Par contre ce qu'il a fait, je l'ai jamais vu. C'est une histoire ubuesque. Le gars qui recrute 30 intérimaires sur une boite de 100, qui fait bouger 50 personnes en interne, ça n'existe pas ! Personne ne parlait. L'omerta totale, la loi du silence. La loi du silence avant, la loi du silence après. Et en fait, c'est quand on s'est séparé de Robert, que les gens ont parlé. « Il nous faisait ci, il nous faisait ça. 25 intérimaires vous vous rendez compte !? Vraiment, on est tombé sur un mauvais gars. Tout allait bien. J'étais très sponsor. J'étais assez impressionnée par le travail qu'il abattait, il nous recevait bien. Je vous dis, on avait des reportings qui étaient dingues. On s'est aperçu que les reportings étaient falsifiés. Tous les signaux étaient au vert en extérieur et aucun… »*	*Expert - Fonds 1*

Sujets	Extraits	Source
Signes avant-coureur	*« Moi, je ne l'aurais pas embauché, Robert. De toute façon, je ne me sentais pas bien en sa présence. J'avais une autre chose qui me gênait, d'un point de vue comportemental. Il vous prend la main, comme ça, quand il serre la main (geste de prendre le bras), il fait comme ça. Et ça, je supporte pas quand il y a un contact physique, quand tu l'a pas autorisé, ça, je déteste, donc j'me sentais pas bien en sa présence. J'avais quand même ces petits signaux le concernant. Donc il y avait des signaux sur le comportement. »*	*Expert - Fonds 1*
Processus de validation du repreneur / assessment	*« Un assessment qui était fait par un grand cabinet de la place, qui avait fait 6 ou 7 calls de référence. Les calls de référence étaient bons. Nickel ! Nickel ! Séduisant. J'ai développé d'autres assessments, des questionnaires qui sont plutôt de l'ordre de la gestion des paradoxes. Vous allez beaucoup plus dans une personnalité : « Est-ce que je fais ? Est-ce que je suis impliqué ? Est-ce que je suis enthousiaste ? Est-ce que je sais analyser ? Est-ce que je sais prendre du recul ? Est-ce que je suis autoritaire ? Est-ce que j'accepte d'obéir ? ». Dans chaque thème j'ai des paradoxes. Comment est-ce que ces paradoxes sont mis en œuvre ? Vous avez des gens qui vont être très faibles dans le fait de faire, quand vous êtes dans un grand groupe ce n'est pas très grave, vous déléguez. Ce qu'il faut, c'est que vous sachiez entrainer les autres et que vous ayez une vision claire et que vous sachiez analyser. C'est un assessment interne. C'est nous qui le faisons. »*	*Expert - Fonds 1*
Réaction du cédant	*« Assez rapidement, le dirigeant historique nous dit « ça va pas du tout, on multiplie les réunions, c'est pas du tout comme ça que ça se passe dans la société ». Pour le dirigeant historique ça va pas du tout, il n'accepte pas ces réunions, il dit que ça met le bazar, que ça n'a jamais marché comme ça. Il interrompt les réunions. Le ton monte entre les 2. Pétage de câbles, entre l'ancien dirigeant et le nouveau. »*	*Expert - Fonds 1*
Actions correctives réalisées	*« On a recruté un nouveau dirigeant, qui est arrivé il y maintenant un an et demi, qui a remis la boite d'équerre, mais il a dû batailler comme un fou avec plusieurs sujets, retrouver la confiance du dirigeant fondateur. Il va pas faire des étincelles, à raconter n'importe quoi, mais par contre, on avance. Et puis il entraine les troupes. Sans éclats. J'ai pris quelqu'un de beaucoup plus simple. Mon patron de fonds était contre. Donc, je lui ai dit « ça sera celui-là. C'est comme ça qu'on va avancer avec celui-là. J'veux pas un mec qui fasse des paillettes, on a déjà eu, c'est celui d'avant, mais lui, je lui fais confiance. On va avancer ». Pour l'instant mes pratiques ça a été : on ne fait plus de MBI. »*	*Expert - Fonds 1*

Sujets	Extraits	Source
Enseignements tirés de cette expérience	*« On ne connaissait pas suffisamment le fondateur, et on ne connaissait pas suffisamment le repreneur. Au niveau caractère et au niveau finalement « je le dis, mais je ne le fais pas ». On s'était trompé sur la nature du dirigeant. Donc mauvais match, là, mauvais match, hein ! Un : une culture, que nous n'avons pas comprise. On a acheté à une famille de taiseux. Donc le dirigeant historique ne nous a pas dit grand-chose. Mais il a préféré se taire, finalement, sur la totalité de l'organisation, voire même de nous cacher les gens importants, pour pas que les gens parlent. Il nous a montré des gens qui étaient moins importants, donc il nous a aiguillé vers lui-même, d'ailleurs il le dit, vers des personnes qui n'étaient pas intéressantes à interviewer, pour une question de négociation de prix. Donc, on va dire que de ce côté-là, c'est mal parti. Moi, aujourd'hui, je me dis que quand on ne me dit pas les choses, je n'achète pas. Si un dirigeant ne veut pas rentrer dans l'organisation fine de son métier, s'il ne veut pas que vous rencontriez des gens importants, c'est qu'il y a quelque-chose à creuser.* *Donc on n'a pas compris la culture, on n'a pas compris comment la boite était pilotée… par le pouvoir autoritaire. On n'a pas pu appréhender cette complexité. On n'a pas non plus pu rentrer dans l'analytique parce qu'il n'y en avait pas, il faisait un bilan par an… Il tenait tout sur des cahiers. Tout était sur un cahier et dans sa tête. Tous les candidats qu'on voyait on les notait par rapport à cette grille. En se disant, la boite elle a besoin de ça. Voilà le portrait-robot du patron idéal, et on note par rapport à ça. Déjà ça, c'était la première. Et ensuite c'était dans la négociation du package, ça a été très radical. C'est-à-dire que j'en ai éliminé 2. »*	*Expert - Fonds 1*
Motivations à faire le deal	*« La société de chaudronnerie, qui est vraiment une belle boite. On était 15 %, 14-15 % d'EBIT, enfin 13-14, pardon. »*	*Expert - Fonds 1*
Origines du repreneur	*« Recommandé. Il est venu par mon patron. »*	*Expert - Fonds 1*
Extrait hors contexte	*« Vous avez un gars qui veut reprendre, donc il va trouver toutes les raisons pour vous convaincre vous, que c'est la bonne société. Il va masquer, ou cacher ou même se cacher à lui-même le fait qu'il y a des vraies questions fondamentales et qu'il n'est pas sûr, en fait. Vous avez affaire à des personnes qui ont des envies qui ne sont pas forcément alignées avec la réalité du projet. Quand vous avez quelqu'un qui reprend, il va se montrer au mieux au fonds d'investissement. C'est toute la difficulté pour nous. C'est-à-dire qu'on a des gens qui veulent nous séduire. Donc ils feront tout comme on veut. Ils vont vous observer. Ils sont intelligents. Ils vont se dire, là elle a besoin de ça, là elle a besoin de ça, je vais lui donner. Ensuite, tout l'objectif c'est de se dire, je ne veux pas qu'on vienne voir ce que je fais derrière. Je veux qu'on me laisse les manettes. Ça peut pas marcher dans un MBI… ça peut pas marcher… Faut une confiance de base énorme. »*	*Expert - Fonds 1*

Expert minoritaire et majoritaire

Sujets	Extraits	Source
Nature du problème	*« La personne reprenait une boite dans le sud de l'Essonne et continuait à habiter Neuilly, c'était une boite de bâtiment. Or on sait que dans le bâtiment, il faut suivre les conducteurs de chantiers. La boite a failli se crasher complètement, parce qu'il arrivait, pour des raisons de bouchons, vers 9h et il repartait à 14h. Il y a des métiers où il faut être très tôt sur les chantiers pour pouvoir suivre. »*	*Expert - Fonds 5*

Expert

Sujets	Extraits	Source
Profil du repreneur	*« Ayant vendu son entreprise, il a décidé d'en reprendre une. Dans le même secteur. La façon dont on voyait le MBI jusque-là, c'était de dire, et c'est vrai que ça reste un critère qui met en confiance, il est du secteur, il connait le secteur, il va nous aider à nous développer la société R, de la même façon qu'il l'avait fait chez son concurrent. Avait-il déjà une expérience entrepreneuriale ? Oui. Exactement du secteur d'activité. »*	*Expert - Fonds 2*
Qualités du repreneur	*« C'était quelqu'un qui était très commercial. »*	*Expert - Fonds 2*

Sujets	Extraits	Source
Nature du problème	*« On avait des séances de reporting qui débordaient d'informations, surtout commerciales, plus que financières, avec toujours beaucoup, beaucoup de sujets de développements, qui étaient vite abandonnés. À chaque fois, on nous présentait des problématiques avec énormément de détails, mais on s'est rendu compte assez vite qu'on était enfumé. On s'est rendu compte, assez rapidement, que ce monsieur nous mentait éperdument. C'est un monsieur qui a vécu un divorce, malheureusement. Il a mis un an, avant de nous dire qu'il ne travaillait plus dans l'entreprise à cause de son divorce, il ne venait dans l'entreprise que pour les réunions avec nous, en jouant un numéro. On s'en est aperçu, parce que, les choses ont été un peu compliquées. Il y a eu des tensions de trésorerie. On a été amené à se rendre compte qu'il y avait des tensions de trésorerie, qu'il y avait des clients qui n'étaient pas contents. Quand on réconciliait ce qu'il nous disait et les éléments qu'on avait par ailleurs, on se posait de plus en plus de questions. Et ce monsieur, il est devenu le grand endormisseur, et puis il a sorti ses crocs. On a été amené à lui faire réaliser qu'il n'était plus la bonne personne. On s'est rendu compte ensuite de tas de choses, qu'il nous avait menti, qu'il avait pris des tas de contrats en gardant une partie de l'argent dans sa poche. Il s'est avéré être un escroc. Après on a découvert des tas de choses mais une fois qu'il était dans l'entreprise, il nous a complètement dupé. Il y a eu des problèmes de qualité, de fraude, d'escroquerie aussi. Il y avait une directrice financière, qui a été remerciée. On avait en face de nous quelqu'un qui était un peu champion du monde de l'enfumage. (Autre cas), c'est un dirigeant qui au bout de 4 ans, nous a envoyé plein de signaux. Il était célibataire géographique, sujet délicat, donc plus fragile. Il nous a noyé sous l'information. Vous voyez, sa stratégie c'était de nous noyer sous l'information plutôt que de ne pas nous en donner. Une fois qu'on l'a remplacé, on s'en est rendu compte, celui qui a pris le relais, nous a remonté des tas de dysfonctionnements, divers et variés, quant à la qualité. Si on reprend le cas de ce monsieur, et bien pas du tout l'esprit d'équipe, il régnait une sorte de mélange de charme et de terreur, il n'était pas honnête il n'était pas du tout rigoureux. Il était inconstant. Et les informations qu'il nous donnait étaient très souvent, partielles, partiales, ou fausses. »*	*Expert - Fonds 2*
Signes avant-coureur	*« On passait une journée à Evian, enfermés dans une salle, et on sortait de là perplexe, toujours. Non, c'était un excellent commercial. Il avait tous les codes du milieu, que nous on ne connaissait pas forcément. »*	*Expert - Fonds 2*

Processus de validation du repreneur / assessment	*« On ne l'a absolument pas fait. Et c'est suite à une histoire comme la société R, qu'on a été amené à faire ces assessments. Maintenant on le fait de manière systématique. Ma conviction, j'espère que je vous en ai convaincu, c'est que le MBI, et plus que le MBO, doit passer par un management assessment. »*	Expert - Fonds 2

Sujets	Extraits	Source
Réaction du cédant	*« A la fin, ce qui aurait peut-être dû nous alerter, c'est que les relations avec le cédant étaient difficiles. Le cédant était aussi quelqu'un qui était un sacré loulou. Mais il est venu nous voir et il nous a dit « faites attention à Marc J ». On a pris ça avec un peu de distance, parce que on s'est dit « voilà c'est normal, on s'est tapé dessus pendant six mois pour le SPA. »*	*Expert - Fonds 2*
Enseignements tirés de cette expérience	*« Le MBI ça peut être la meilleure des choses, dès lors qu'on sait vraiment avec qui on fait le deal. Il ne faut pas se satisfaire simplement d'un fit, surtout quand vous avez quelqu'un qui vous séduit. Il y a des gens, qui savent très bien vous séduire. Il faut prendre un professionnel, pour vous dire qui est le manager avec qui vous allez passer cinq ans. Il faut que vous sachiez au moment où vous faîtes l'investissement, quels sont les risques qui sont liés à cette personne, il y en a forcément, pour que vous puissiez les prendre en bonne et due forme, et que vous n'ayez pas de regrets. Après cette expérience-là, j'ai décidé de faire l'assessment de manière systématique. Là, l'erreur qu'on a faite c'est un, de pas faire de management assessment et deux, de pas le changer, dès le départ. »*	*Expert - Fonds 2*
Motivations à faire le deal	*« Il avait une très bonne connaissance des clients, ce qui était vrai, il connaissait un peu tous les acteurs, on est dans une petite cour. Il avait les codes de ce domaine-là. Il avait dirigé une entreprise concurrente. Le deal, sur le papier était un bon deal. On ne l'achetait pas très cher et on avait différents relais de croissance qui nous permettaient d'espérer de faire une bonne affaire financière. »*	*Expert - Fonds 2*
Origines du repreneur	*« C'est un dossier qui nous est arrivé en direct. Par un avocat. Avocat avec qui on travaillait aussi, en qui on avait confiance. »*	*Expert - Fonds 2*
Extraits hors contexte	*« Quand on les a rencontrés, quand on leur parlait, et qu'on leur demandait quand ça se passait mal, « c'était lié à quoi ? », à 90 % c'était toujours de l'humain. »*	*Autre expert 1*

Annexe 13 - Lexique de la reprise d'entreprise

Le lexique de la reprise d'entreprise

Lamarque et Story, 2018, p 207-239, version revue et augmentée

A

Abort Fees

Honoraires divers de conseils liés à une transaction dont le règlement, en cas d'échec dans la réalisation de la transaction, est généralement à la charge du capital-investisseur.

ACCRE (Aide aux Chômeurs Créateurs ou Repreneurs d'Entreprises)

Cette aide consiste en une exonération de charges sociales pendant un an, sous certaines conditions, maintien des allocations chômage sur une durée limitée dans le temps ou versement de 50 % des allocations restant dues sous forme d'un capital.

Affectio Societatis

L'affectio societatis représente le lien qui unit des associés à travers le partage des bénéfices ou des pertes, des risques et des opportunités. Ce lien est faible au sein d'une entreprise cotée où les actionnaires ont la possibilité à tout moment de le rompre en vendant leurs actions. Il sera plus fort lors d'une prise de participation dans une société par un capital-investisseur.

AFIC

Association Française des Investisseurs en Capital. Regroupe les structures actives dans le capital investissement français.

Analyse SWOT

Matrice d'analyse stratégique récapitulant de façon synthétique les forces (Strenghts), faiblesses (Weaknesses), opportunités (Opportunities) et menaces (Threats), d'un projet de reprise.

Anvar

Rattachée à OSEO, l'Agence Nationale de Valorisation de la Recherche est un établissement public qui conseille, accompagne et finance les projets innovants. L'aide à l'innovation que propose

l'ANVAR se caractérise par une avance à taux zéro, remboursable uniquement en cas de succès selon le principe du partage du risque, et par un appui à la gestion des projets.

Apport personnel
Fonds propres que le repreneur investit financièrement dans le projet de reprise.

Audits d'acquisition
Voir Due diligences.

B

BFR (Working capital)
Besoin en Fonds de Roulement. Correspond à : Clients + stocks + divers actifs court terme (fournisseurs + divers passifs court terme).

Bimbo
Acquisition d'une entreprise par un ou plusieurs de ses cadres associés à un repreneur extérieur qui en prend la direction dans le cadre d'un montage à effet de levier. Opération mixte MBO/MBI.

Bridge financing
Crédit relais, souvent souscrit par la holding d'acquisition pour couvrir le délai de distribution par la société cible de la trésorerie existante au moment de l'acquisition.

BSA : Bon de Souscription d'Actions.
Il est attaché à une obligation (OBSA) ou à une action (ABSA). Il permet de souscrire à des actions nouvelles à des conditions fixées d'avance.

Build up
Constitution d'un groupe d'entreprises aux activités complémentaires, rassemblées au sein d'une holding de reprise.

Business Angel
Entrepreneur ou ex-entrepreneur qui investit à titre personnel dans le capital d'un projet ou d'une entreprise tout en lui faisant bénéficier de son expérience et de ses relations.

Business Plan

Plan de développement élaboré par le repreneur, et destiné à convaincre les intervenants financiers susceptibles de participer au montage de l'opération envisagée.

Buy-out

Voir LBO et MBO.

Buy or sell

Clause obligeant un actionnaire à racheter les parts des autres ou à leur vendre les siennes, à une date donnée.

C

Capacité d'Autofinancement (CAF)

Capacité d'investissement ou de remboursement de l'entreprise, équivalente au résultat net + dotations aux amortissements-reprises sur amortissements.

Capital-développement

L'opération de financement d'une entreprise qui s'effectue par augmentation de capital (minoritaire ou majoritaire) dans le but de permettre à l'entreprise cible de poursuivre son développement, tant par croissance interne que par croissance externe. Ces opérations concernent le plus souvent des entreprises rentables et en forte croissance.

Capital-investissement

Terme générique désignant l'ensemble des financements en capital apportés par des investisseurs professionnels (sociétés de capital-investissement, business angels). Cette notion regroupe donc aussi bien le capital-risque, le capital-développement, le retournement, et les LBO (sous toutes ces formes). « Private equity » en anglais.

Capital de proximité

C'est une forme de capital-investissement locale. Elle tire ses ressources d'associations, ou d'organismes locaux.

Capital-retournement

Financement destiné à restructurer et à relancer une entreprise confrontée à de graves difficultés.

Capital-risque

Investissement en fonds propres dans des projets ou des entreprises à fort potentiel, forte croissance et rentabilité, à caractère technologique ou innovant. Il y a quelques années, les investisseurs en capital-risque se sont distingués par leurs engagements massifs sur des projets liés au développement de l'Internet et du commerce en ligne.

Capital transmission/succession

Financement destiné à permettre l'acquisition d'une entreprise existante par une nouvelle équipe de dirigeants venant de la société ou de l'extérieur.

Carried interest

Intéressement revenant aux managers des sociétés de capital-investissement, en général au-dessus d'un taux minimum de rentabilité (« hurdle rate »).

Carve-out

Opération par laquelle on sépare une division ou une entité économique pas entièrement autonome, intégrée dans un ensemble économique plus vaste (par exemple une business unit d'une filiale de grand groupe). Voir également spin-off.

Caution

Personne qui s'oblige à rembourser la dette d'un débiteur à la place de celui-ci. Le cautionnement est une garantie personnelle.

Dans une reprise d'entreprise, le repreneur s'engage généralement à se substituer au cédant dans les cautions qu'il a accordées.

Cessionnaire

Désigne le repreneur.

Cession industrielle

Vente d'une entreprise à une autre entreprise, par exemple lors de la sortie d'un fonds d'investissement.

Clause de non-concurrence

Désigne une clause du protocole d'accord, parfois intégrée dans la lettre d'intention, destinée à empêcher le cédant de relancer une activité concurrente à celle du repreneur après cession de l'entreprise.

Clause potestative

Conditions dont la réalisation dépend uniquement de la volonté du débiteur de l'obligation.

Closing

Réitération des actes de cession / acquisition correspondant à la cession définitive des titres ou du fonds après levée des conditions suspensives et résolutoires.

Commitment

Engagement de versement/souscription pris par un investisseur dans un fonds de capital-investissement.

Complément de prix

Voir Earn-out.

Conditions suspensives et résolutoires

Conditions indiquées dans le protocole d'accord, susceptibles de remettre en cause l'acquisition. Les plus courantes concernent l'obtention de l'emprunt par le repreneur, la signature de la clause de non-concurrence par le cédant, ou des conclusions d'audit d'acquisition favorables à la transaction.

Conseil d'Administration

Organe collectif de gestion. Ses membres sont élus par l'Assemblée Générale Ordinaire (AGO).

Conseil de Surveillance

Organe dont les membres, élus par l'Assemblée Générale Ordinaire, exercent collégialement le contrôle de l'action du Directoire.

Contre-garantie (garantie de la garantie)

Moyens utilisés par le repreneur pour assurer la mise en jeu de la garantie d'actif-passif. Les solutions les plus courantes sont la caution bancaire à première demande, le crédit-vendeur, ou les compléments de prix.

Coupon

Droit de paiement du dividende attaché à une action ou de l'intérêt attaché à une obligation. Il peut être attaché (le dividende reste dans l'entreprise), ou détaché (le dividende est distribué).

Covenants

Ensemble des ratios indiqués en annexe des contrats de prêts, et qui permettent au financeur de dénoncer son concours en cas de non-respect de ces critères.

Crash-test

Désigne le « scénario catastrophe » qu'il est souhaitable de faire apparaître dans le business plan de reprise.

Cette hypothèse évalue les conséquences pour l'entreprise liées à une baisse d'activité importante et inattendue.

Crédit-vendeur

Appellation communément employée pour désigner les délais de paiement consentis au repreneur par le vendeur d'une entreprise ou d'un fonds de commerce.

Le vendeur doit obtenir des garanties en contrepartie du crédit qu'il accorde (caution bancaire, assurance-décès, nantissement de titres par exemple).

D

Data-room

Pièce dans laquelle sont regroupés les documents et informations confidentielles mis à la disposition des repreneurs potentiels.

Deal

Opération, affaire, accord.

Deal Flow

Désigne le courant d'affaires constituant des opportunités d'investissement pour un intervenant financier.

Dédit (ou clause de dédit)

Disposition d'un contrat qui permet à un contractant de ne pas exécuter son obligation, moyennant une somme d'argent fixée à l'avance dans le contrat.

Défaut

Cas d'exigibilité anticipée des prêts. Intervient en particulier quand un covenant n'est pas respecté.

Dette mezzanine

Prêt dont le remboursement intervient après celui de la dette senior, à un taux d'intérêt supérieur à celui de la dette bancaire.

Dette senior

Prêt sur 5 à 7 ans consentis par une ou plusieurs banques à un repreneur dans le cadre d'une opération d'acquisition d'entreprise.

Discounted Cash Flows (DCF)

Méthode d'évaluation qui consiste à calculer la valeur d'une entreprise à partir des flux futurs générés.

Dividendes prioritaires

Le montant du dividende prioritaire est exprimé en pourcentage du bénéfice net de l'entreprise.

Dividendes statutaires

On peut intégrer dans les statuts d'une société le droit pour certaines actions de disposer d'une fraction déterminée des bénéfices. On parle aussi d'un droit de premier dividende calculé sur la base du capital libéré.

Dilution

Un actionnaire est « dilué » quand sa part relative du capital d'une entreprise est réduite suite à une augmentation de capital.

Droits d'enregistrement

Droits à payer lors de la présentation d'un acte à la formalité de l'enregistrement. Certains actes doivent être obligatoirement enregistrés (exemples : achat d'un immeuble, d'un fonds de commerce, de parts de SARL). Les droits d'enregistrement peuvent être fixes (montant prédéterminé) ou proportionnels au montant de la transaction.

Droit de préemption

Droit conféré à certains actionnaires par les statuts ou un pacte d'actionnaires, pour se prémunir contre l'arrivée d'actionnaires indésirables, en acquérant à leur place les titres du cédant.

Due diligences

Audits d'acquisition préalables à la reprise d'entreprise, qui permettent en particulier d'analyser les éléments comptables, juridiques, fiscaux et sociaux de l'entreprise-cible.

E

Early stage

Financement d'une entreprise ayant un produit en phase de test ou une production pilote. Le projet généralement inférieur à 30 mois d'existence engendre ou est sur le point d'engendrer ses premiers revenus.

Earn-out

Clause permettant d'indexer une partie du prix de cession à l'atteinte d'objectifs financiers fixés sur les années à venir.

EBIT (Earning Before Interests and Taxes)

Désigne en comptabilité anglo-saxonne le résultat d'exploitation (Rex) duquel est déduit la participation des salariés.

EBITDA (Earning Before Interests and Taxes Depreciations and Amortizations)

Désigne en comptabilité anglo-saxonne l'Excédent Brut d'Exploitation (EBE)

Echelle de Lehmann

Barème de référence indiquant le montant de commissions dues à un cabinet-conseil dans le cas de succès d'une opération de cession / acquisition. Cette commission s'exprime en % du prix de cession.

Effet de levier

Voir LBO.

Equity

Fonds propres. L'equity est l'une des trois composantes d'une structure financière, avec la mezzanine et la dette bancaire. « L'equity value » représente la valeur des fonds propres d'une société par opposition à la valeur d'entreprise « entreprise value ».

Equity kicker

Ensemble des techniques permettant à un prêteur mezzanine ou à l'équipe de management d'avoir accès au capital. Utilisé sous la forme de bons de souscription, options de rachat d'actions, ou d'obligations convertibles.

Excédent de Trésorerie

Disponibilités excédentaires ou valeurs mobilières de placement non nécessaires à l'exploitation de l'entreprise, et susceptibles de participer au montage financier de reprise par la holding.

Exclusivité de négociation (clause de "lock out")

Clause de la lettre d'intention et du protocole d'accord destinée à obtenir de la part du cédant un engagement à ne pas mener de négociations parallèles avec d'autres repreneurs potentiels.

Exit

Sortie d'un investissement.

F

Fiche-Repreneur (fiche-projet)

Note de synthèse élaborée par le repreneur, et destinée à communiquer auprès des cédants et professionnels du secteur. Ce document définit les grandes lignes du projet de reprise, et le profil du repreneur.

FIP (Fonds d'Investissements de Proximité)

Voir Capital de proximité.

Fonds de fonds

Fonds prenant des participations dans différents fonds de capital-investissement.

Fonds propres

Capitaux permanents ou quasi-permanents mis à la disposition de l'entreprise. Ils comprennent notamment le capital social et les réserves. Ils englobent aussi certaines dettes, comme les obligations convertibles, les prêts participatifs, les obligations remboursables en actions. Les comptes courants bloqués d'actionnaires sont aussi souvent assimilés aux fonds propres.

Franchise de remboursement

Période pendant laquelle un emprunteur ne paye au plus que la quote-part d'intérêt à l'organisme qui lui a accordé un prêt.

G

Garantie d'Actif-Passif (GAP)

Ensemble des garanties données par le cédant au repreneur sur les montants figurant au bilan de l'entreprise.

En cas d'augmentation du passif, ou de diminution de l'actif, le cédant s'engage à combler le différentiel pendant une période donnée.

Goodwill

"Survaleur" de l'entreprise correspondant à sa notoriété, sa clientèle, son image de marque, ses atouts stratégiques...

H

Hands-on / hands-off

Attitude d'un investisseur financier qui s'implique / ou pas dans la gestion de l'entreprise au côté du management.

Haut de bilan

Désigne l'ensemble des métiers et des opérations qui gravitent autour des fonds propres et des quasi-fonds propres des entreprises.

Holding de reprise (NewCo)

Société "ad hoc" créée par le repreneur, destinée à collecter les fonds nécessaires au rachat de la société-cible dans le cadre d'un montage à effet de levier.

Hurdle rate

Taux de rendement annuel au-dessus duquel les managers de la société de capital-investissement reçoivent une partie de la plus-value (carried interest). Le taux est généralement fixe et fait implicitement référence à une rémunération sans risque.

I

IPO (Initial Public Offering)

Introduction en bourse.

Intégration fiscale

Régime fiscal permettant d'imputer les pertes ou les bénéfices d'une filiale sur le bénéfice global du groupe auquel elle appartient.

Dans une reprise d'entreprise par endettement avec effet de levier et création de holding de reprise, l'intégration fiscale permet de déduire des bénéfices de la société reprise les intérêts des emprunts

souscrits pour le rachat de celle-ci et de faire remonter, dans la holding de reprise, l'I.S. qu'aurait dû payer la société reprise s'il n'y avait pas eu cette déduction.

K

Key man insurance
Assurance homme clef souscrite par l'entreprise sur la tête des dirigeants et le plus souvent déléguée au profit des prêteurs senior. Se trouve généralement dans les dossiers de LBO.

L

Large caps
Désigne l'ensemble des entreprises présentant une valorisation supérieure à 500 M€.

LBO (Leverage Buy Out)
Appellation générique regroupant les différents montages à effet de levier, tels que MBO, MBI, OBO, BIMBO,...

LBU (Leverage Build Up)
Voir Build up

Lease-back
Opération financière qui consiste à dégager de la trésorerie en vendant un bien à une société de crédit-bail, qui reloue le bien à l'entreprise avec option d'achat à terme.

Lettre d'intention ou Letter Of Intent (LOI) ou Memorandum Of Understanding (MOU) ou Term Sheet Courrier de pré-contractualisation d'une opération, envoyé par un repreneur à un cédant. Ce document consiste à formaliser les points d'accord repreneur/cédant avant de s'engager sur un protocole d'accord.

Levée de fonds
Levée d'une dette bancaire pour financer une opération à effet de levier.

Liasse fiscale

Document de base de l'Administration Fiscale regroupant le bilan, le compte de résultats, et les annexes de l'entreprise. Eléments indispensables au repreneur pour l'analyse des comptes et la valorisation d'entreprise.

Love money

Désigne les fonds apportés par les proches du repreneur dans le cadre d'une opération de reprise d'entreprise.

M

Management fees

Honoraires de gestion facturés par la holding à sa société-fille en contrepartie de prestations de management assurées par un repreneur-dirigeant rattaché à la holding (voir remontées de trésorerie).

Mandat d'achat (mandat acheteur)

Désigne le mandat confié par un repreneur à un cabinet d'intermédiation chargé de le conseiller pendant la durée du processus de reprise. La rémunération du cabinet s'effectue par retainer et/ou success fees.

Mandat de vente (mandat vendeur)

Désigne le mandat confié par un cédant à un cabinet d'intermédiation chargé de le conseiller pendant la durée du processus de cession. La rémunération du cabinet s'effectue par retainer et/ou success fees.

Matrice BCG

Grille d'analyse stratégique inventée par le Boston Consulting Group dans les années 60. Cet outil permet d'étudier l'équilibre du portefeuille produits/services de l'entreprise.

MBI (Management Buy In)

Acquisition d'une entreprise par un ou plusieurs repreneurs extérieurs dans le cadre d'un montage à effet de levier.

MBO (Management Buy Out)
Acquisition d'une entreprise par un ou plusieurs de ses dirigeants dans le cadre d'un montage à effet de levier.

Mezzanine
Financement complétant ou remplaçant la Dette Senior. D'une durée plus longue et avec un rendement plus élevé, il prend la forme d'un prêt avec un intérêt payé et un intérêt capitalisé, et peut donner accès au capital
(OBSA, OC…). Se situe après la Dette Senior dans l'ordre de remboursement des créanciers.

Mid caps
Désigne l'ensemble des entreprises présentant une valorisation comprise entre 50 et 500 M€.

Montage
Désigne la phase d'organisation juridique, fiscale et financière d'une opération.

Multiples
Coefficients appliqués à certains soldes financiers de l'entreprise (EBIT, RN, etc.) pour sa valorisation.

N

Nantissement
Engagement d'un débiteur de remettre un bien, sans dépossession, à son créancier en paiement d'une garantie (exemples : fonds de commerce, matériel et outillage, parts sociales...).

Note de confidentialité (ou NDA : Non-Disclosure Agreement)
Document destiné à protéger le cédant ou l'intermédiaire contre le risque de divulgation d'informations confidentielles concernant l'entreprise. La signature de ce texte par le repreneur constitue souvent un préalable à toute communication sur le dossier de reprise.

O

OBO (Owner Buy Out)
"Vente à soi-même" permettant à un dirigeant de réaliser une partie de son capital tout en continuant dans un premier temps à diriger son entreprise.

Open bid
Désigne une procédure de cession d'entreprise basée sur un système de mise aux enchères. Les acheteurs sont alors soigneusement sélectionnés, et la procédure strictement définie.

P

Pacte d'actionnaires
Document juridique permettant de préciser le fonctionnement entre les investisseurs et le repreneur, ainsi qu'entre repreneurs dans le cas de reprise à plusieurs.

PER (Price Earning Ratio)
Rapport entre le résultat net d'une entreprise et sa valeur. Par extension, multiple de valorisation du bénéfice après retraitements comptables, en référence aux pratiques boursières.

Période d'accompagnement
Il s'agit d'une période de « règne conjoint » pendant laquelle le cédant transmet au repreneur le savoir et le pouvoir relatifs à l'entreprise.

Pool bancaire
A l'occasion d'une levée de fonds auprès de plusieurs banques, un pool bancaire est souvent créé. Il est animé par la banque « chef de file ».

Pool d'investisseurs
A l'occasion d'un investissement financier auprès de plusieurs investisseurs financiers (capital investisseurs), un pool d'investisseurs est souvent créé. Il est animé par l'investisseur « chef de file ».

Portage

Convention par laquelle un intermédiaire s'engage, pour le compte de son client, à acquérir des titres d'une société et à les lui céder à une date et à un prix fixés au départ.

Portefeuille de participations

Ensemble des participations détenues par un capital investisseur.

Prime d'émission

Prix payé en sus de la valeur nominale de l'action. Elle apparaît souvent dans le cadre d'une augmentation de capital d'une société qui existe depuis plusieurs années. Dans ce cas, elle ne fait que refléter l'augmentation de valeur de l'entreprise depuis sa création. On peut aussi la rencontrer lors de la création d'une société. Elle reflète alors un différentiel de conditions d'investissements entre actionnaires.

Private Equity

Désigne l'ensemble des fonds d'investissement ou de développement intervenant sur des opérations de transmission ou de développement d'entreprise.

Pré-introduction

Investissement en capital dans une société proche de l'introduction en bourse.

Promesse synallagmatique

Promesse de vente ou protocole d'accord réciproque engageant juridiquement les deux parties, repreneur et cédant.

Protocole d'accord

Document juridique permettant de contractualiser les conditions de cession / acquisition établies entre le repreneur et le cédant. Ce document intègre les conditions suspensives et résolutoires, ainsi que les garanties d'actif-passif (GAP).

Public to private (« P to P »)

Acquisition des actions d'entreprises cotées suivi par une sortie de la cote.

Q

Quasi-fonds propres

Ensemble des valeurs mobilières, telles que les obligations convertibles ou autres bons de souscription, qui permettent un accès différé au capital d'une entreprise.

R

Ratio d'endettement

Mesure le degré d'autonomie financière d'une entreprise. Le montant des dettes est rapporté à celui des fonds propres, qui définit le ratio d'endettement. (gearing)

Remontées de Trésorerie

Opération financière consistant à transférer mensuellement ou trimestriellement vers la holding la trésorerie nécessaire au remboursement de la dette. Ces remontées de trésorerie prennent la forme de frais de gestion facturés à la société-cible en contrepartie de prestations de management assurées par la holding (management fees).

Rendement

Dividende versé par l'entreprise. Il est exprimé en pourcentage du prix unitaire de l'action.

RES (Reprise de l'Entreprise par les Salariés)

Il s'agit d'un MBO, qui doit respecter certains critères pour bénéficier d'avantages fiscaux spécifiques.

Retainer (forfait, front fee)

Somme forfaitaire demandée par un cabinet-conseil au démarrage d'une mission d'accompagnement de type mandat acheteur ou vendeur.

Retraitements comptables

Opération consistant à reformater les comptes de l'entreprise - cible. Les soldes de gestion ramenés à des valeurs normatives permettent alors d'effectuer des calculs de valorisation pertinents.

Révision de prix

Formule de calcul permettant de réajuster un prix de cession à la hausse ou à la baisse selon l'atteinte d'objectifs quantitatifs (futurs CA, Rex, Rn…), ou qualitatifs (conquête de nouveaux clients/marchés, maintien de contrats, …).

S

SCR (Société de Capital-Risque)

Une société de capital-risque, désigne de façon générique une société de capital-investissement.

Second marché

Section de la Bourse dédiée aux entreprises de taille moyenne et qui à ce titre, est une des sorties possibles pour un investisseur.

Seed capital (Seed money)

Financement d'un projet ou d'un produit en phase de développement. Généralement inférieur à 18 mois d'existence, le projet n'est pas encore opérationnel.

Sleeping partner

Se dit d'un investisseur passif.

Small caps

Désigne l'ensemble des entreprises présentant une valorisation comprise entre 5 et 50 M€.

Société Civile Immobilière (SCI)

Société de personnes constituée par au moins deux associés. Elle est souvent utilisée pour gérer et acquérir un patrimoine immobilier.

Société en retournement (société « in malis »)

A l'inverse d'une société "in bonis", désigne une entreprise qui rencontre des difficultés financières sérieuses pouvant se traduire par une vente "à la barre du tribunal".

Société in bonis

Désigne une entreprise en bonne santé sur le plan financier.

Soldes Intermédiaires de gestion (SIG)

Principaux indicateurs de gestion issus du compte de résultats de l'entreprise, tels que Valeur Ajoutée (VA), Excédent Brut d'Exploitation (EBE), Résultat d'exploitation (Rex), Résultat net (Rn).

Spin-off (essaimage)

Opération de détachement d'une filiale de son groupe d'appartenance pour des raisons financières et/ou stratégiques.

Start-up

Entreprise innovante à fort potentiel de croissance qui vient d'être créée.

Stock-options

Options permettant au management de souscrire au capital avec une décote.

Subordination

Une dette est dite subordonnée lorsque le paiement de tout ou partie de ses intérêts ou de son principal ne peut intervenir qu'après le paiement des intérêts ou du principal d'une autre dette. L'attribution de dividendes peut aussi faire l'objet d'une clause de subordination par les prêteurs.

Success fees (honoraires au succès)

Désigne un mode de rémunération par lequel un cabinet-conseil perçoit des honoraires indexés au prix de cession/acquisition dans le seul cas où l'opération envisagée aboutit à un succès.

Syndication

Opération consistant pour un financeur à limiter les risques en redistribuant une partie de l'emprunt ou de l'augmentation de capital qu'il a garanti.

T

Teaser

Présentation rapide et anonyme d'un projet ou d'une société destinée à susciter l'intérêt d'investisseurs potentiels.

Ticket

Terme familier désignant un investissement, une prise de participation.

Tour de table

Réuni l'ensemble des moyens financiers nécessaires à une opération.

TRI

Taux de Rendement Interne. Mesure la rentabilité d'un investissement une fois la participation cédée.

U

Underwriting

Opération par laquelle un intervenant financier (equity ou dette) garantit la totalité d'un besoin de financement. A charge pour lui de la syndiquer avec éventuellement la possibilité d'en garder une partie pour lui.

V

Valeur de rendement

Méthode d'évaluation qui consiste à évaluer la valeur d'une entreprise à partir de multiples de soldes intermédiaires de gestion (SIG) représentatifs de la rentabilité de l'entreprise.

Valeur patrimoniale

Méthode d'évaluation qui consiste à calculer la valeur d'une entreprise à partir d'éléments du bilan retraités à leurs valeurs économiques.

Valorisation d'entreprise (évaluation)

Calcul financier qui consiste à définir la valeur d'une entreprise à partir de méthodes d'évaluation patrimoniale, et/ou basées sur les rendements financiers, ou encore à partir de méthodes basées sur les flux futurs de la société.

TABLE DES FIGURES ET TABLEAUX

Figure 1 – Présentation de l'objet de recherche 11
Figure 2 – Le nombre de cessions-transmissions de 2013 à 2016 13
Figure 3 – Evolution du niveau de cessions-transmissions des PME-ETI de 2005 à 2014 14
Figure 4 – Montants investis et nombre d'entreprises accompagnées par famille de capital-investissement en 2017 et 2018 16
Figure 5 – Taux de défaillance des PME cédées ou non cédées 18
Figure 6 – Vieillissement des dirigeants de PME entre 2005 et 2014 22
Figure 7 – La structure du marché de la reprise d'entreprise 25
Figure 8 – Synthèse des éléments de contexte empirique 30
Figure 9 – Synthèse de l'approche terrain 35
Figure 10 – Synthèse de l'approche terrain sous l'angle de la triangulation des données 36
Figure 11 – Plan de la thèse 38
Figure 12 – La transmission-reprise dans une perspective intégrée 41
Figure 13 – Les quatre phases essentielles du processus de transmission-reprise 41
Figure 14 – Plan de la revue de littérature 43
Figure 15 – Le continuum du changement pour le repreneur selon ses liens avec la cible 51
Figure 16 – Le continuum du changement vécu par le repreneur selon son statut professionnel antérieur 52
Figure 17 – Type de cible versus profil repreneur 55
Figure 18 – Le processus non linéaire relatif à la décision de reprendre 59
Figure 19 – La naissance de l'idée de reprise 64
Figure 20 – La cohérence du projet de reprise 67
Figure 21 – Le processus de reprise 68
Figure 22 – Les étapes du processus de reprise d'entreprise 69
Figure 23 – Le parcours du repreneur d'entreprise 70
Figure 24 – Le schéma typique d'un LBO 81
Figure 25 – Les cinq phases de négociation 85
Figure 26 – Les stratégies des acteurs en termes de négociation 87
Figure 27 – Les six pratiques d'accompagnement 90
Figure 28 – Les apports de prescription des accompagnateurs du repreneur 91

Figure 29 – Le noyau dur managérial 95
Figure 30 – La période d'accompagnement, une phase de mutation 96
Figure 31- Capital-transmission. Les montants investis et nombre d'entreprises accompagnées par nature de ticket 107
Figure 32 – La mise sous tension de l'entreprise sous LBO 114
Figure 33 – Synthèse des apports des fonds de LBO 118
Figure 34 – Les principaux risques rencontrés par les fonds d'investissement ex-ante et ex-post 119
Figure 35 – Synthèse des sorties possibles des fonds de LBO 122
Figure 36 – Le processus de sélection des opportunités 125
Figure 37 – Les critères de sélection des managers dans un contexte de sélection adverse 129
Figure 38 – Synthèse des tensions potentielles entre repreneur et fonds d'investissement lors d'une opération de MBI 142
Figure 39 – Mode de raisonnement et connaissance scientifique 145
Figure 40 – Les différents designs de recherche d'étude de cas selon Yin (2009) 147
Figure 41 – Durée entre le closing et la date de l'entretien 150
Figure 42 – Critères de validation du projet par le repreneur 172
Figure 43 – Critères de validation du projet par le fonds d'investissement 172
Figure 44 – Les sujets d'inquiétude de la part du fonds d'investissement concernant les repreneurs, en amont du deal 173
Figure 45 – Aperçu lexical et sémantique par typologie de répondants 180
Figure 46 – Synthèse des tensions explicites et des tensions latentes par nature de tension et par typologie de répondants 182
Figure 47 – Intensité des tensions en fonction de leur caractère explicite / implicite 183
Figure 48 – Tensions explicites relatives au management package par typologie de répondants 184
Figure 49 – Tensions latentes relatives au management package 184
Figure 50 – Moment de la négociation du management package par typologie de répondants .. 185
Figure 51 – Nature de la négociation du management package par typologie de répondants 186
Figure 52 – Nature du management package selon les fonds d'investissement 187
Figure 53 – Tensions explicites concernant les modalités de sortie du fonds du LBO par typologie de répondants 190
Figure 54 – Tensions implicites concernant les modalités de sortie du LBO par typologie de répondants 190
Figure 55 – Scénarii possibles de sortie du LBO 191

Figure 56 – Scénario de sortie souhaité par le repreneur 192
Figure 57 – Scénario de sortie souhaité par le fonds d'investissement 193
Figure 58 – Risques de dissensions au moment de la sortie du LBO 194
Figure 59 – Tensions explicites concernant la latitude managériale 196
Figure 60 – Tensions latentes relatives à la latitude managériale 196
Figure 61 – Tensions explicites relatives à la stratégie de l'entreprise 198
Figure 62 – Tensions latentes relatives à la stratégie de l'entreprise 199
Figure 63 – Pilotage de la stratégie de l'entreprise 199
Figure 64 – Tensions explicites relatives aux performances de l'entreprise 201
Figure 65 – Tensions latentes relatives aux performances de l'entreprise 201
Figure 66 – Tensions explicites relatives aux risques 204
Figure 67 – Tensions latentes relatives à la prise de risque selon la nature de répondants 205
Figure 68 – Risques encourus par les repreneurs 205
Figure 69 – Principaux risques inhérents aux fonds d'investissement 207
Figure 70 – Pression de la dette 208
Figure 71 – La prise en charge des risques par typologie de répondants 210
Figure 72 – Tensions explicites relatives au contrôle et au reporting 211
Figure 73 – Tensions latentes relatives au contrôle et au reporting 212
Figure 74 – Niveau d'intervention du fonds d'investissement selon la typologie de répondants 212
Figure 75 – Modalités d'échanges entre le repreneur et le fonds d'investissement 213
Figure 76 – Pilotage du reporting 214
Figure 77 – Perception du reporting par les repreneurs une fois le LBO réalisé 215
Figure 78 – Tensions explicites relatives à la confiance entre les acteurs 216
Figure 79 – Tensions latentes relatives à la confiance par typologie de répondants 216
Figure 80 – Caractéristiques d'une relation de confiance 217
Figure 81 – Etat de la relation en termes de confiance 218
Figure 82 – Evolution de la relation de confiance dans le temps 219
Figure 83 – Eléments susceptibles de nuire à la confiance 221
Figure 84 – Eléments susceptibles d'améliorer la relation de confiance 222
Figure 85 – Autres tensions amont 224
Figure 86 – Autres tensions aval 227
Figure 87 – Processus incrémental de la relation de confiance repreneur-fonds d'investissement 239

Figure 88 – La confiance, modérateur des tensions entre le repreneur et le fonds d'investissement 241
Figure 89 – Relation verticale / horizontale de la relation investisseur-entrepreneur selon la position capitalistique du repreneur 247
Figure 90 – Dynamique intégrée des enjeux et des tensions 250
Figure 91 – Taxinomie des fonds de LBO 252
Figure 92 – Cartographie des tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement selon leur temporalité et leur intensité 254
Figure 93 – Prédictibilité des tensions explicites entre le repreneur et le fonds d'investissement en six plans séquences 257
Figure 94 – Outil dynamique et préventif de mesure des tensions potentielles et du niveau de confiance au sein de la dyade - Exemple 258
Figure 95 – Mesure 29des tensions potentielles – Exemple du point de vue du repreneur, concernant les performances de l'entreprise ainsi que le niveau de confiance 259

Tableau 1 – Nombre d'entreprises par catégorie en 2016 12
Tableau 2 – Performances comparées avant et après cession 18
Tableau 3 – Les cessions-transmissions d'entreprises en 2016 23
Tableau 4 – Synthèse de la revue de littérature sur le processus repreneurial par un repreneur personne physique 46
Tableau 5 – Les cinq groupes de repreneurs et leurs motivations 50
Tableau 6 – Les différents types de repreneurs 51
Tableau 7 – La stratégie de reprise en fonction du profil de repreneur 54
Tableau 8 – Les facteurs qui incitent à reprendre une entreprise 58
Tableau 9 – Les biais affectant la décision de reprendre une PME 62
Tableau 10 – Les biais affectant l'évaluation de la cible 74
Tableau 11 – Les sources de la confiance inspirée par le repreneur 79
Tableau 12 – Les trois effets de levier du montage LBO 81
Tableau 13 – Les caractéristiques recherchées par les financiers chez un repreneur 84
Tableau 14 – Grille d'observation de la communication non verbale lors des négociations 88
Tableau 15 – Synthèse des enjeux du repreneur 100
Tableau 16 – Synthèse de la revue de littérature sur les fonds d'investissement dans la cadre d'opérations de LBO 103

Tableau 17 – Les différentes familles de LBO 110
Tableau 18 – Les options de sortie de l'investissement 121
Tableau 19 – Synthèse des approches théoriques d'agence et d'intendance 134
Tableau 20 – Synthèse des enjeux du fonds d'investissement 136
Tableau 21 – Les quatre types de tensions inhérentes au modèle des tensions paradoxales 139
Tableau 22 – Les huit tensions potentielles entre les acteurs, dans le cadre d'une opération de MBI 141
Tableau 23 – Les critères de choix des cas 148
Tableau 24 – Le profil des repreneurs 153
Tableau 25 – Le profil des fonds d'investissement 154
Tableau 26 – Le profil des experts 155
Tableau 27 – Le profil des dyades primaires 156
Tableau 28 – Le profil des dyades secondaires 157
Tableau 29 – Caractéristiques des trois grands types d'entretiens 160
Tableau 30 – Synthèse des guides d'entretien par typologie de répondants 163
Tableau 31 – Les tensions potentielles entre le repreneur et le fonds d'investissement par catégorie de paradoxe, selon le modèle de Smith et Lewis (2011) 236
Tableau 32 – Les tensions paradoxales sous l'angle des enjeux repreneur-fonds d'investissement 237
Tableau 33 – La dimension cognitive de la confiance et les éléments pouvant nuire à la relation de confiance 240
Tableau 34 – L'évolution des tensions potentielles des repreneurs selon une approche longitudinale 243

TABLE DES MATIERES

SOMMAIRE **5**

INTRODUCTION **10**

1. INTERET DE LA RECHERCHE **10**

1.1 Le champ de la recherche : les opérations de MBI **11**

1.2 L'actualité des transmissions d'entreprises et du capital-investissement **12**

1.2.1 L'actualité des transmissions d'entreprises en France 12

1.2.2 L'actualité du capital-investissement sur le marché français 15

1.2.3 Conclusion relative à l'actualité 16

1.3 Intérêt sociétal de la recherche - Comprendre le marché français des transferts d'entreprises, ses enjeux et ses particularités **17**

1.3.1 Des enjeux d'ordres économique, d'emploi et de vitalité des territoires 17

1.3.2 Les spécificités du marché de la transmission d'entreprises 20

1.3.3 Conclusion relative à l'intérêt sociétal 26

1.4 Intérêt managérial **26**

1.5 Intérêt académique **26**

1.5.1 Etat de la recherche sur les transferts d'entreprises 26

1.5.2 Etat de la recherche sur les fonds d'investissement et les relations entre les investisseurs et les dirigeants 27

1.5.3 Conclusion sur l'état de la recherche 27

1.6 Les audiences visées **28**

1.7 Enoncé de la problématique et des questions de recherche **28**

1.7.1 Enoncé de la problématique 28

1.7.2 Questions de recherche 29

1.7.3 Les éléments de contexte empirique 29

1.7.4 Les éléments de langage 30

1.8 Les connaissances actionnables **31**

1.9 Présentation de la méthodologie **32**

1.9.1 Une démarche abductive 32
1.9.2 Un design qualitatif 32
1.9.3 Une méthodologie basée sur des études de cas 32
1.9.4 Le terrain 33
1.9.5 Méthode de collecte de données 34
1.9.6 Synthèse de l'approche terrain 35
1.9.7 Analyse des données 36

1.10 Plan de la thèse 36

PARTIE 1.CADRE THEORIQUE. UNE REVUE DE LITTERATURE A L'INTERSECTION DES ENJEUX DU REPRENEUR ET DU FONDS D'INVESTISSEMENT 39

CHAPITRE 1. LE PROCESSUS REPRENEURIAL PAR UN REPRENEUR PERSONNE PHYSIQUE, SOUS L'ANGLE DES ENJEUX 44

1. MISE EN PERSPECTIVE DES APPORTS THEORIQUES DANS LE CHAMP DU REPRENEURIAT 44

2. LES ENJEUX RENCONTRES PAR LE REPRENEUR PERSONNE PHYSIQUE LORS DE LA PHASE AMONT DU PROCESSUS DE TRANSFERT D'ENTREPRISE 47

2.1 Profils des repreneurs d'entreprises 47
2.1.1 Age 47
2.1.2 Genre 48
2.1.3 Formation et parcours professionnel 48
2.1.4 Lieu de la recherche 48
2.1.5 Taille des entreprises reprises 48
2.1.6 Apport 49
2.1.7 Taxinomie des repreneurs d'entreprises 49
2.1.8 Le repreneur « généraliste » ou « pure player » 53
2.1.9 La typologie de cibles selon le profil de repreneur 54

2.2 Décider de reprendre une entreprise 55
2.2.1 Existence d'un consensus familial 56
2.2.2 Les éléments de motivation du repreneur 56
2.2.3 La survenance d'un élément déclencheur 59
2.2.4 Les biais affectant la décision de reprendre 60

2.2.5 Le Locus Of Control (LOC) 62

2.3 Préparer et formaliser son projet 63

2.3.1 Les qualités humaines 64

2.3.2 La compétence sociale 65

3. LES ENJEUX DU REPRENEUR PERSONNE PHYSIQUE LORS DU PROCESSUS OPERATIONNEL DE REPRISE 67

3.1 Identifier, évaluer et sélectionner la cible 70

3.1.1 Les biais cognitifs affectant l'évaluation de la cible 71

3.1.2 La combinaison de trois biais : le biais de focalisation, l'effet de halo, le biais de confirmation 72

3.1.3 Le rôle des émotions dans la prise de décision du repreneur 75

3.1.4 L'influence de l'intuition sur le repreneur 76

3.2 Gérer la relation avec le cédant 76

3.2.1 Le premier contact repreneur-cédant 77

3.2.2 La confiance entre les deux parties 78

3.3 Financer l'opération 80

3.3.1 Le montage LBO 80

3.4 Mener à son terme le processus de négociation 85

3.4.1 Les stratégies de négociation 86

3.5 Être accompagné 89

4. LES ENJEUX DU REPRENEUR LORS DE L'ENTREE ENTREPRENEURIALE 93

4.1 Réussir son processus de socialisation 93

4.2 Gagner la confiance du cédant 96

4.2.1 La confiance, un processus incrémental 97

4.2.2 La confiance facilite le transfert de l'information et de la connaissance 97

4.2.3 La confiance entre les deux dirigeants, un pont vers la confiance des salariés et des partenaires de l'entreprise 98

4.3 Se faire accepter par le corps social 99

5. CONCLUSION DE LA REVUE DE LITTERATURE RELATIVE AU PROCESSUS REPRENEURIAL PAR UN REPRENEUR PERSONNE PHYSIQUE, SOUS L'ANGLE DES ENJEUX 100

CHAPITRE 2. LES FONDS D'INVESTISSEMENT, PROCESSUS DE SELECTION ET MODE DE GOUVERNANCE DES LBO 102

1. ETAT DES LIEUX DES APPORTS THEORIQUES RELATIFS AUX FONDS D'INVESTISSEMENT, DANS LE CADRE D'OPERATIONS DE LBO 102

2. CARACTERISTIQUES DES FONDS DE LBO ET ENJEUX TENANT LIEU DE FINALITES 106

2.1 La position des fonds LBO dans l'écosystème du private equity 106

2.2 Une typologie des fonds de LBO marquée par une forte hétérogénéité des acteurs 107

2.2.1 Les LBO primaires ou secondaires 108
2.2.2 Les fonds indépendants, captifs ou publics 108
2.2.3 Les différentes familles de LBO 109
2.2.4 Les seuils d'intervention 110
2.2.5 Les fonds majoritaires ou minoritaires 111
2.2.6 Les fonds généralistes ou spécialisés 111
2.2.7 La spécialisation géographique 112
2.2.8 La durée de détention des participations 112

3. LES ENJEUX MAJEURS DES FONDS DE LBO, TENANT LIEU DE FINALITES 113

3.1 Créer de la valeur dans un horizon de temps fini 113

3.1.1 La recherche de performance 114
3.1.2 La maîtrise des risques 118

3.2 Réaliser la sortie de l'investissement 120

4. LES ENJEUX DES FONDS D'INVESTISSEMENT LORS DE LA PHASE PRECONTRACTUELLE 123

4.1 Sélectionner les investissements 123

4.2 Sélectionner les managers 126

5. LES ENJEUX DES FONDS D'INVESTISSEMENT DANS LE CADRE DE LA GESTION EX-POST DES PARTICIPATIONS 130

5.1 Mettre en place une structure de gouvernance inspirée d'un modèle actionnarial 131

5.2 Mettre en œuvre une gouvernance privilégiant des relations plus harmonieuses et favorisant le développement d'une relation de confiance 133

6. CONCLUSION DE LA REVUE DE LITTERATURE RELATIVE AUX FONDS D'INVESTISSEMENT, LEUR PROCESSUS DE SELECTION ET LEUR MODE DE GOUVERNANCE DES LBO 137

7. CONCLUSION GENERALE DE LA REVUE DE LITTERATURE 137

PARTIE 2. LA METHODOLOGIE ET LE TERRAIN SELON UNE DEMARCHE ABDUCTIVE ET UN DESIGN QUALITATIF 143

CHAPITRE 1. LA METHODOLOGIE 144

1. UNE DEMARCHE ABDUCTIVE 144

2. UN DESIGN QUALITATIF 145

3. UNE METHODOLOGIE BASEE SUR DES ETUDES DE CAS 146

CHAPITRE 2. NOTRE TERRAIN 149

1. LA SELECTION DES CAS 149

2. LE CHOIX DU TERRAIN POUR LES ENTRETIENS EXPLORATOIRES 151

3. LE CHOIX DU TERRAIN POUR LES ENTRETIENS EXPERTS 151

4. LE DETAIL DE NOTRE ECHANTILLON 152

5. CONCLUSION CONCERNANT NOTRE TERRAIN 158

CHAPITRE 3. METHODE DE COLLECTE DES DONNEES 160

1. LES ENTRETIENS EXPLORATOIRES 161

1.1 Le guide d'entretien des entretiens exploratoires 161

1.2 Le déroulement des entretiens exploratoires 161

2. LES ENTRETIENS APPROFONDIS 162

2.1 Le guide d'entretien des entretiens approfondis 162

2.2 Le déroulement des entretiens approfondis 164

3. LA RELATION CHERCHEUR-INTERVIEWE 165

4. L'ANALYSE QUALITATIVE DES ENTRETIENS 166

4.1 L'analyse qualitative des entretiens exploratoires 166

4.2 L'analyse qualitative des entretiens approfondis 167

5. CONCLUSION RELATIVE A NOTRE DEMARCHE EXPLORATOIRE 167

PARTIE 3. ANALYSE ET DISCUSSION. L'EMERGENCE DES TENSIONS ENTRE LE REPENEUR ET LE FONDS D'INVESTISSEMENT DANS LE CADRE D'UNE OPERATION DE MBI 169

CHAPITRE 1. ANALYSE DES DONNEES 170

1. ELEMENTS DE CONTEXTE ET RESULTATS PREALABLES 170

2. LES TENSIONS 180

2.1 Tension 1 – Le management package 184

2.2 Tension 2 – Les modalités de sortie du LBO 190

2.3 Tension 3 – La latitude managériale 196

2.4 Tension 4 – La stratégie de l'entreprise 198

2.5 Tension 5 – Les performances de l'entreprise 201

2.6 Tension 6 – La relation aux risques 204

2.7 Tension 7 – Le contrôle / le reporting 211

2.8 Tension 8 – La confiance 216

2.9 Autres tensions 224

2.10 Opérations contre productives 229

CHAPITRE 2. DISCUSSION 234

1. LE ROLE DE LA CONFIANCE DANS LA GESTION DES TENSIONS PARADOXALES ENTRE LE REPRENEUR ET LE FONDS D'INVESTISSEMENT 234

2. LES BIAIS COGNITIFS ET AFFECTIFS A L'AUNE DES TENSIONS REPRENEUR-FONDS D'INVESTISSEMENT 241

3. LA THEORIE DE L'AGENCE DANS LA PERSPECTIVE DES TENSIONS POTENTIELLES ENTRE LE REPRENEUR ET LE FONDS D'INVESTISSEMENT 245

4. CONCLUSION RELATIVE A L'ANALYSE DE DONNEES ET A LA DISCUSSION 247

PARTIE 4 . CONCLUSION GENERALE 248

CHAPITRE 1. CONTRIBUTIONS ACADEMIQUES ET MANAGERIALES 249

1. CONTRIBUTIONS ACADEMIQUES 249

2. CONTRIBUTIONS MANAGERIALES 249

2.1 Comprendre les enjeux des acteurs pour éviter la survenance des tensions 250

2.2 Choisir le partenaire financier le mieux adapté au projet du repreneur 251

2.3 Identifier les tensions potentielles susceptibles de survenir entre le repreneur et le fonds d'investissement, connaître leur temporalité et leur intensité 253

2.4 Anticiper l'émergence des tensions explicites grâce à un outil de prédictibilité 255

2.5 Mesurer les tensions potentielles entre les acteurs pour mieux les prévenir 257

CHAPITRE 2. LIMITES ET VOIES FUTURES DE RECHERCHES 260

1. LIMITES 260

1.1 Limites d'ordre méthodologique 260

1.2 Limites en lien avec notre terrain 260

2. VOIES FUTURES DE RECHERCHE 261

BIBLIOGRAPHIE 263

ANNEXES 283

TABLE DES FIGURES ET TABLEAUX 643

TABLE DES MATIERES 648