

# Les « due diligences » RH en phase de préinvestissement se multiplient



Entretien avec  
**VIRGINIE LLEU,**  
fondatrice, **L3S PARTNERSHIP**

Spécialiste du secteur des sciences de la vie et de la santé, L3S Partnership propose une expérience globale en matière de conseil en ressources humaines. Habituee à collaborer avec les acteurs du private equity, Virginie Lleu, sa fondatrice, revient sur un type de mission pour laquelle elle est de plus en plus sollicitée : les « due diligences » RH.

**DÉCIDEURS.** Êtes-vous amenée à travailler aux côtés d'acteurs du private equity ?

**Virginie Lleu.** Je travaille avec des structures de capital-investissement (family offices, sociétés sous LBO, fonds de capital-risque) qui me confient différents types de missions. Je suis sollicitée pour recruter au sein d'entreprises dans lesquelles des fonds ont investi ou pour leur présenter des dirigeants avec des expertises sur des sujets qui les intéressent en priorité. Mais je suis également amenée à réaliser des due diligences RH en phase de préinvestissement ou dans l'hypothèse d'une difficulté managériale dans une participation. Dans tous les cas, j'interviens dans le segment mid-cap, dans des sociétés, de la start-up à l'ETI.

**Les besoins de vos clients ont-ils évolué au cours des dernières années ?**

D'une manière générale, je dirais que les acteurs du private equity commencent à systématiser le recours à un spécialiste des ressources humaines. Ils trouvent cela utile ! C'est une vraie évolution : il y a encore quelques années, lorsqu'un fonds voulait recruter de nouvelles personnes, ils procédaient sans demander ni état des lieux préalable de l'organisation de l'entreprise ni analyse systématique. Il s'agit de rencontrer les salariés et le top management, de les interroger pour mieux les comprendre, d'évaluer la manière dont ils se projettent dans l'avenir et d'identifier les problèmes potentiels. C'est également l'occasion de faire un point sur l'expertise professionnelle et les perspectives de chacun puis de les comparer aux attentes de l'entreprise et au projet collectif. Cette analyse approfondie, qui permet de cartographier à l'instant T l'entreprise avec un regard externe et bienveillant, n'est pas encore un réflexe pour tous même si la démarche devient plus fréquente.

**Réservez-vous ces due diligence RH au secteur de la santé, dont vous êtes spécialiste ?**

Non, plus maintenant. J'ai déjà été amenée à travailler pour des entreprises du big data, de la téléphonie ou des SSII. Le process est transposable à n'importe quel secteur puisque l'important n'est pas tant de cerner un sous-jacent technique mais l'histoire et la culture de l'organisme vivant qu'est l'entreprise. Dans tous les cas, la due diligence peut être vécue par les fondateurs et dirigeants d'une entreprise comme une contrainte voire une intrusion. Sa réalisation passe par de multiples entretiens – les tests ne sont pas obligatoires – et l'utilisation d'outils de coaching. Mon expérience professionnelle, mon diplôme de psychologue et mon statut de coach constituent évidemment autant d'atouts supplémentaires. Dans ce genre de mission pour les start-up, PME et ETI, c'est l'humain, le psychologique et le comportemental qui comptent.

**Avez-vous un exemple concret ?**

J'ai mené une due diligence RH pour une start-up qui préparait son introduction en Bourse. Le chairman voulait que je rencontre les cinq membres du comex. En plus des rencontres individuelles, nous avons utilisé le MBTI [test de psychologie, ndlr]. Les conclusions des entretiens et des tests psychologiques étaient parfaitement alignées. C'est dans ce genre de situation que l'on mesure la force de la parole. Si la discussion est menée avec bienveillance, sans jugement de valeur ni critique, les gens se confient. Mais ma mission n'a de sens qu'à la condition que je puisse faire un retour à toutes les personnes que j'ai rencontrées. Cette étape est incontournable pour que l'échange ne soit pas à sens unique.

**Une fois cette mission d'assessment réalisée, conseillez-vous votre client dans ses recrutements ?**

Non, absolument pas. C'est un principe éthique. Il serait un peu facile, le cas échéant, de conseiller à une entreprise de se séparer de telle ou telle personne à l'issue d'une due diligence, puis de reprendre sa casquette d'expert en recrutement pour proposer un candidat. C'est un mélange des genres que je refuse catégoriquement. Ma neutralité, tout autant que mon expérience et ma formation, sont un gage de légitimité.

**Cette activité de due diligence RH constitue-t-elle un axe de développement ?**

Effectivement, je compte poursuivre dans cette voie car cette activité est le complément naturel de mes autres mis-

sions de conseil en RH, de coaching ou de recrutement. C'est la suite logique de vingt-cinq ans de carrière. Ces expériences cumulées me permettent de donner une dimension ad hoc à mes interventions. Ma formation de psychologue, mon propre travail de développement personnel me permettent de prendre du recul et donc de dresser un état des lieux objectif, sans aucun biais ni conflit d'intérêts. Par ailleurs, la due diligence RH m'apporte beaucoup à titre personnel. Si la mission de recrutement peut s'avérer très frustrante quand on ne trouve pas le candidat idéal, celle de ce type de mission offre plus de répit et une grande liberté d'action. Ce rôle de conseil est assez satisfaisant avec une dimension RH très forte et une vision plus large des organisations que lorsque nous intervenons en qualité de recruteur. ♦



Entretien avec  
**SOPHIE PIERRIN-LEPINARD,**  
directeur de participations Sciences de la vie,  
**BNP PARIBAS DÉVELOPPEMENT**

## Les due diligences RH sont plus importantes que tous les audits usuels réalisés avant d'investir

Experte de l'investissement dans les start-up, notamment du secteur médical, Sophie Pierrin-Lepinard revient sur la plus-value indispensable de sa collaboration avec Virginie Lleu.

**DÉCIDEURS.** Pour quels types de missions sollicitez-vous L3S Partnership ?

**Sophie Pierrin-Lepinard.** La première fois que j'ai fait appel à Virginie Lleu, en 2007, c'était pour moi ! Je traversais alors une série d'échecs après l'euphorie des années 2000. En effet, l'investissement dans les start-up est loin d'être un long fleuve tranquille et je me demandais si j'étais bien faite pour ce métier. Dès le premier rendez-vous, elle m'a remise en selle en m'expliquant que j'étais à la bonne place et me rappela que l'on apprend plus de ses échecs que de ses succès. Re-motivée, j'ai compris que Virginie et ses équipes pourraient m'être d'une aide précieuse bien au-delà de ce premier diagnostic. Depuis, je les consulte dès que possible, quel que soit le sujet RH de mes start-up (recrutement de CEO, de cadres dirigeants ou « board members »).

**Quelle place les due diligences RH tiennent-elles dans vos process d'investissement ?**

Pour réussir son entreprise, un(e) entrepreneur(e) doit avant tout savoir s'entourer des meilleurs talents. Grâce à son réseau et sa longue expérience, Virginie comprend les motivations profondes des porteurs de projets, sait proposer et rechercher des profils qui fonctionneront bien ensemble. La seule fois où je n'ai pas suivi son conseil, je m'en suis mordu les doigts ! À mon avis, les due diligences RH sont plus importantes que tous les audits usuels indispensables que nous faisons avant d'investir (propriété intellectuelle, juridique, comptable, financier, RSE...) car notre métier est avant tout une histoire de personnes. Une équipe solide, complémentaire, respectueuse de l'autre, saura transformer un échec en succès. Malheureusement trop de projets à fort potentiel ont échoué à cause de person-

nalités mal assorties ou non adaptées à la dure vie d'entrepreneur(e).

**Que vous apporte votre collaboration avec Virginie Lleu ?**

L3SPartnership m'aide à sélectionner les meilleurs talents et à les accompagner tout au long de la croissance de leur entreprise. Nous avons construit une relation de confiance depuis plus de quinze ans pour travailler à un même objectif : le développement harmonieux de l'entreprise en forte croissance. Pour nous investisseur, challenger une équipe déjà en place en recommandant une réorganisation ou un renforcement du management est un sujet délicat pas toujours bien compris. Virginie a le savoir-faire pour affiner et compléter notre démarche. Elle sait trouver les mots justes pour faire ressortir le bien-fondé du projet et apporter une vision objective pour stabiliser des équilibres, parfois fragiles, sur le long terme. ♦

« Ma neutralité, tout autant que mon expérience et ma formation, sont un gage de légitimité »

# Caler l'ambition de croissance

Une entreprise ne peut créer de valeur à long terme sans croître régulièrement. Cette croissance est nécessaire pour maintenir une compétitivité forte, motiver les équipes, attirer les talents et rémunérer les actionnaires. Souvent, les ambitions de croissance ne sont pas cohérentes par rapport aux ambitions de création de valeur : les plans stratégiques sont la somme des plans stratégiques des activités ou des géographies. Comment donc caler l'ambition de croissance ?



Jean Berg  
senior vice-président

## SUR L'AUTEUR

Jean Berg est senior vice-président de Estin & Co, cabinet international de conseil en stratégie basé à Paris, Londres, Zurich, New York et Shanghai. Estin & Co assiste les directions générales et les investisseurs dans leur stratégie de croissance et d'allocations de ressources.

### Le choix de la croissance : le choix du président

La croissance est un choix, le choix de croître. Elle n'arrive pas par hasard. C'est le choix du président. S'il ne fait pas ce choix et n'est pas moteur, elle n'aura pas lieu.

Elle doit passer par :

- La définition des ambitions de croissance. On ne peut croître que si on a décidé de croître et si on a fixé une ambition explicite.
- La définition des options de croissance et le choix des priorités de croissance. La plupart des grands groupes européens ne croissent pas parce qu'ils ne sont pas positionnés dans des métiers ou des géographies en croissance. Le portefeuille de métiers et de géographies est une contrainte à court terme. Mais c'est un choix à moyen et long terme. Il suppose d'abandonner certaines activités, de redéployer les ressources, de choisir des axes de croissance et donc de renoncer.
- Une allocation des ressources humaines et financières aux domaines à forte croissance. On ne peut croître si l'on ne consacre pas au moins 50 %

de ses investissements aux domaines en croissance. Cette allocation est financière mais concerne également la ressource la plus rare du management : son temps.

- Une culture de la croissance. Le Top Management doit développer cette culture par son comportement, les leviers de motivation et le mode de management de l'entreprise.

**« Toute stratégie doit reposer d'abord sur une ambition explicite, construite et maîtrisée »**

Le premier point est critique. Il est le point de départ et l'aboutissement de la stratégie. Sans ce cadre, sans cet horizon, l'entreprise perd une partie importante de sa vision.

### Définir l'ambition de croissance

L'ambition de croissance doit être définie à partir de trois perspectives. Aucune n'est suffisante. Seule l'intégration de ces trois perspectives permet de caler l'ambition de croissance.

### 1. La dynamique des marchés et la dynamique concurrentielle

La création de valeur pour une entreprise et ses actionnaires dépend de sa compétitivité et de sa croissance.

La compétitivité est fondée sur des positions fortes, durables, permettant de créer des barrières de prix, de coût, de marques... vis-à-vis des concurrents.

La croissance permet d'accroître cet avantage concurrentiel, de générer des ressources supplémentaires et de faire croître les résultats et les cash-flows.

Le choix d'une stratégie devient par conséquent le choix d'une vitesse. Une bonne stratégie est non seulement le choix de la bonne direction mais également (surtout, et de plus en plus) le choix de la bonne ampleur et de la bonne vitesse. La vitesse dans un métier dépend de la croissance du métier et de la nécessité à le concentrer. Ceci ne doit pas être une conséquence de la capacité des équipes à aller plus ou moins vite dans l'exécution de la stratégie.

Ce doit être le résultat d'une analyse stratégique. Si les marchés croissent de 5 % par an, l'ambition doit être supérieure à cette croissance. Si le coût de cette croissance est trop élevé, il faut alors changer de métier.

## LES POINTS CLÉS

- Pour créer de la valeur à long terme, il faut croître.
- Croître est un choix. C'est le choix du président.
- Pour cela, il faut fixer, au plus haut niveau de l'entreprise, une ambition de croissance et de création de valeur.
- Une approche bottom-up est toujours décevante parce qu'elle ne génère forcément que de faibles croissances additionnelles et ne peuvent maintenir des TSR élevés à long terme.
- Le calage de l'ambition doit intégrer trois perspectives : ampleur de la création de valeur et du risque, niveau stratégique et contraintes financières.

### 2. L'objectif de création de valeur

La création de valeur n'est pas liée à la rentabilité. Elle est liée à la croissance. Les analyses sur toutes les bourses, quelles que soient les périodes, montrent la corrélation entre TSR<sup>1</sup> et croissance (à rentabilité donnée).

Cette relation entre les deux indicateurs est extrêmement forte : un point de croissance sur longue durée génère plus de 1 point de TSR.

Pour un actionnaire, ceci signifie que, sur dix ans, son investissement aura rapporté 2,5 fois sa mise pour un TSR à 10 % alors qu'il aura rapporté 4,0 fois sa mise pour un TSR à 15 %. Les 5 points de croissance de différence lui auront permis de doubler son gain (déduit de l'investissement). Les enjeux sont donc significatifs.

C'est ce qu'arrive à réaliser des groupes comme Inditex (Zara), Home Depot, Assa Abloy, Nike, Hermès, Essilor, Safran depuis plus de vingt ans. Dans ce contexte, seule une croissance (rentable) supérieure à 8 % par an permettra de créer de la valeur à long terme.

### 3. Le financement de la croissance

La croissance a un coût, au-delà des investissements en actifs et besoins en fonds de roulement.

C'est le coût de l'innovation, des investissements marketing et commerciaux nécessaires pour croître, des sous-optimisations transitoires des outils industriels pendant leur montée en puissance, des différents avantages d'un modèle d'activité plus attractif pour les clients, des baisses de prix nécessaires pour gagner des parts de marché ou des goodwill d'acquisitions.

Ce coût doit être financé. Ceci limite par conséquent l'ambition de croissance, toutes choses égales par ailleurs.

De manière simplifiée, le financement de la croissance est égal au retour sur capitaux propres ajusté par le taux de distribution de dividendes<sup>2</sup>. Par exemple, une entreprise qui a un retour sur capitaux propres de 15 % et un taux de distribution des dividendes de 50 % auront une croissance soutenable de l'ordre de 7,5 % par an. Sans changement structurel.

Pour aller au-delà, il faut déplacer des contraintes de nature opérationnelle, stratégique, financière ou actionnariale :

- Amélioration de la marge et du cash-flow opérationnel pour dégager des ressources supplémentaires pour la croissance ;
- Modification du portefeuille d'activités afin de focaliser les ressources sur les investissements les plus générateurs de valeur ;
- Accroissement (temporaire) du niveau d'endettement pour accroître les ressources ;
- Dilution des actionnaires historiques par appel au marché financier.

### Qu'en conclure ?

Les croissances longues sont avant tout le résultat de changements réguliers de la vision que l'on a du terrain de bataille naturel du groupe ainsi que d'une prise de risques – calculée et répétée.

Dans la plupart des cas, on demande aux équipes de générer ces stratégies, aux bornes des périmètres de leurs activités existantes, et en dérivée directe ou en adjacence immédiate par rapport à ces activités. Elles ne génèrent forcément que de faibles croissances additionnelles et de faibles TSR.

L'approche adéquate est inverse. Il faut plutôt d'abord fixer – et au plus haut niveau de l'entreprise – les niveaux d'ambition suffisants pour maintenir les croissances et les TSR nécessaires au-delà de cinq ans. On peut en déduire ensuite les stratégies (souvent disruptives) qui s'avèrent nécessaires ; en apprécier les risques ; décider ; et se donner les moyens de leur mise œuvre (financiers et humains). La stratégie doit reposer d'abord sur une ambition explicite, construite et maîtrisée. ♦

<sup>1</sup> Total Shareholder Return : rendement total pour l'actionnaire.

<sup>2</sup> Croissance = RCP x (1 - taux de distribution des dividendes).

### Le calage de l'ambition de croissance doit intégrer trois perspectives

Dynamique de marché et dynamique concurrentielle	Objectifs de création de valeur	Financement de la croissance
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Croissance significativement supérieure au marché et aux concurrents pour développer / maintenir des positions de leadership.</li> <li>• Si pas possible ou trop coûteux, changement de métier (gestion de portefeuille).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Croissance rentable supérieure à 8 à 10% par an.</li> <li>• Lié aux ambitions et au niveau de risque des actionnaires et à la vision du président.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Croissance limitée par la rentabilité : retour sur capitaux propres moins taux de distribution de dividendes<sup>(1)</sup>.</li> <li>• Lié au modèle d'activité, aux economics des métiers, au niveau d'endettement actuel et cible et à la distribution de dividendes.</li> </ul>

(1) Croissance = Retour sur Capitaux Propres x (1 - taux de distribution des dividendes)