

Le modèle *Search Fund* pour reprendre et développer une PME

Le Search Fund ("SF") est un modèle d'investissement entrepreneurial né à Stanford dans les années 1980. Il a été conçu pour permettre à des entrepreneurs talentueux et sans capital initial de reprendre une entreprise rentable avec l'appui d'investisseurs expérimentés.

Les entrepreneurs (appelés *searchers*) types ont entre 30 et 40 ans, sont diplômés d'écoles de commerce ou d'ingénieurs, et disposent de quelques années d'expérience en conseil, finance ou gestion opérationnelle. Une majorité d'entre eux sont titulaires d'un MBA obtenu dans des institutions de référence (Stanford, IESE, INSEAD...), ce qui leur confère une légitimité stratégique et un accès privilégié à des réseaux d'investisseurs. Au-delà de leur parcours académique, les *searchers* se distinguent par leur *leadership*, leur capacité à inspirer la confiance d'un cédant, et leur aptitude à diriger rapidement une PME.

Les investisseurs sont principalement des *family offices*, des fonds institutionnels ou des investisseurs individuels (anciens *searchers*, dirigeants de PME, entrepreneurs). Leur pari porte d'abord sur le profil du *searcher* : ils s'engagent à ses côtés tout au long du processus : de la recherche de cible jusqu'à la création de valeur *post-acquisition*. Le modèle SF repose sur deux levées de fonds successives : une première, de l'ordre de 400k€, pour financer la phase de recherche (rémunération du *searcher*, *sourcing*, analyse), et une seconde pour financer l'acquisition de la cible (une entreprise généralement valorisée entre 5 et 30m€).

Aujourd'hui, le SF est un modèle mature aux États-Unis et en Espagne. En France, il connaît un développement rapide.

1) Caractéristiques des entreprises recherchées & création de valeur

Les entreprises ciblées par le modèle SF sont généralement hors radars des fonds traditionnels *small cap* car trop petites ou pas assez matures d'un point de vue managérial. Par ailleurs, elles sont également trop complexes ou trop chères pour des repreneurs individuels, ce qui constitue précisément le *sweet spot* du modèle. Les entreprises ciblées dans le modèle SF présentent les caractéristiques suivantes :

1. **Typologie d'entreprise** : PME rentables (i) opérant dans des secteurs B2B peu cycliques et de niche, (ii) dont le chiffre d'affaires est compris entre 5 et 30m€, (iii) et dont l'EBITDA est compris entre 1 et 5m€ avec une marge d'EBITDA >15% ;
2. **Critères de sélection** : (i) récurrence des revenus provenant d'un portefeuille de clients diversifié, (ii) caractère indispensable du service ou produit proposé, (iii) faible part des dépenses totales du client consacrée au service proposé ;
3. **Contexte** : (i) une volonté de transmission progressive, souvent motivée par un départ à la retraite, (ii) un dirigeant cédant prêt à accompagner le repreneur durant phase de transition et (iii) une faible dépendance aux fondateurs ou à quelques personnes clés.

Le modèle SF s'appuie sur les trois leviers de création de valeur classiques pour l'actionnaire :

1. **Croissance de l'EBITDA** : levier principal de la création de valeur ;
2. **Désendettement** : remboursement de la dette bancaire (50 % du financement) ;
3. **Changement de classe d'actifs** : achat à 4-5x l'EBITDA, revente visée à 5-7x grâce à la croissance de l'EBITDA. Ce levier est le plus difficile à actionner.

La rentabilité de l'investissement pour les investisseurs est mesurée à la revente par le taux de rendement interne ("TRI" ou "IRR" en anglais pour *Internal Rate of Return*). Le TRI a un impact direct sur la rémunération variable du dirigeant (voir paragraphe 3).

2) Les trois phases du SF

Phase 1 : La levée de fonds pour la phase de recherche

- Montant levé : ~400k€, répartis en générale en 20 unités de 20k€ ;
- Objectif : financer la recherche (rémunération, sourcing, outils, *due diligence*...) ;
- Rôles & responsabilités :
 - *Searcher* : rencontre les investisseurs afin de les convaincre de la pertinence de son profil pour un projet de reprise de PME. Le *searcher* rédige un Private Placement Memorandum ("PPM"). En contrepartie du capital levé, le *searcher* s'engage à rechercher une PME à temps plein sur une géographie nationale pendant une durée de 24 mois en général ;
 - Investisseurs : sélectionnent le *searcher*, s'engagent à participer à la levée (souscription d'unités) à condition que l'intégralité du tour soit bouclée ;
- Point clé :
 - L'investisseur engage des capitaux dans un projet sans cible identifiée, avec un risque de perte en capital (environ 20 % des SF échouent à trouver une cible) ;
 - Il est donc crucial de bien connaître le *searcher* (parcours, engagement) et la manière dont il va travailler au quotidien pour maximiser les chances de succès ;
 - Plus qu'un simple investissement, il s'agit de rejoindre un projet entrepreneurial aux côtés d'une personne de confiance.

Phase 2 : La recherche de la cible

- Objectif : trouver une entreprise SF compatible ;
- Rôles & responsabilités
 - *Searcher* : il recherche à temps plein une entreprise à reprendre et doit faire preuve d'endurance, de discipline et d'une grande rigueur analytique pour créer un portefeuille d'opportunités suffisant, qualifier efficacement les cibles, et construire une relation de confiance avec les cédants ;
 - Investisseurs : ils accompagnent activement le *searcher* durant cette phase clé, en partageant leurs contacts, en apportant des conseils stratégiques et en participant à l'analyse des cibles identifiées. Leur soutien peut être déterminant : ouverture de réseau, retours d'expérience sur la conduite des *due diligences*, lecture critique des *business plans*, ou encore *coaching* dans les discussions avec les cédants.
- Points clés :
 - En moyenne, 80 % des *searchers* parviennent à acquérir une cible. Dans 20 % des cas, la recherche n'aboutit pas, ce qui entraîne une perte totale du capital investi en phase 1 pour les souscripteurs ;
 - Cette phase est donc la plus risquée pour l'investisseur, car elle repose sur un pari fort : celui de la capacité du *searcher* à identifier, qualifier et convaincre une entreprise cible répondant aux critères SF.

Phase 3 : L'acquisition

- Objectif : une fois la cible trouvée, il s'agit de convaincre les investisseurs de la pertinence de l'acquisition ;
- Trois options pour les investisseurs initiaux :
 - Sortie avec un step-up de 50 % : l'investisseur récupère sa mise + 50 % en *cash* ;
 - Conversion en capital : l'investisseur convertit sa mise + 50 % en actions ;
 - Conversion + réinvestissement : l'investisseur convertit sa mise + 50 % en actions et investit en capital à hauteur de son pourcentage de détention ;
- Rôles & responsabilités
 - *Searcher* devenu CEO : met en œuvre un plan de développement structuré, recrute, professionnalise, pilote la croissance ;
 - Investisseurs : deviennent actionnaires, certains siègent en conseil d'administration ou comité stratégique, conseillent ponctuellement ;
- Points clés :
 - Les investisseurs ne fondent plus uniquement leur décision sur le profil du *searcher*, mais sur la qualité de l'entreprise cible et sur sa stratégie de croissance à 5-7 ans ;
 - La qualité de la cible, la robustesse de la *due diligence*, la structure de financement et la crédibilité du *business plan* sont alors scrutées de près.

3) La rémunération du *searcher* : un alignement fort

Le dirigeant ne détient pas d'actions ordinaires, mais un *carried interest* sur la valeur créée au-delà d'un *hurdle rate* (souvent 7-10 %), structuré en 3 tranches équivalentes :

- Tranche 1 - Fixe : à l'acquisition ;
- Tranche 2 - Fixe : vestée sur la durée de détention ;
- Tranche 3 - Variable : conditionnée à l'atteinte du rendement final à la sortie (TRI). Cette dernière tranche est activée de façon linéaire entre un TRI de 20 % (0 % de la troisième tranche) et 35 % de TRI (100 % de la troisième tranche allouée au *searcher*).

Au global, le CEO peut capter jusqu'à 25 % de la valeur ajoutée créée au-delà du *hurdle rate* si les investisseurs atteignent un TRI de 35 %.

4) Chatard Conseil, investisseur actif dans le modèle SF

Chatard Conseil est fier d'accompagner cette nouvelle génération d'entrepreneurs en soutenant activement plusieurs SF en Espagne et en France et en siégeant dans leur conseil d'administration :

- [Rafael Dufour](#) (🇫🇷), Société Sharp Tools Group acquise en septembre 2023
- [Thibaud Millet-Barbé](#) (🇫🇷), SF cloturé en mars 2025, recherche de cible en cours
- [Ghislaine El Alami](#) (🇫🇷) SF cloturé en juillet 2025, recherche de cible en cours
- [Matthieu Connet](#) (🇪🇸) SF cloturé en juillet 2025, recherche de cible en cours

Annexes

Ressources académiques

- **Jan Simon – SF & Entrepreneurial Acquisitions: The Road to CEO (2020)**
Ouvrage de référence académique sur les SF, coécrit par des professeurs de l'IESE
- **Stanford GSB – 2024 SF Study**
Étude de référence : 681 fonds étudiés, IRR médian de 35,1 %, ROI moyen de 4,5x, 94 nouveaux fonds lancés en 2023
[!\[\]\(cdf2842d82858164c68c92720a337fb9_img.jpg\) Lire l'étude](#)
- **IESE – European Search Fund Study 2024**
Analyse dédiée aux SF européens (92 fonds étudiés)
[!\[\]\(3973dad7f2f3eafb2c144deb79d5c822_img.jpg\) Lire l'étude](#)
- **ScienceDirect – An Exploration of the SF Phenomenon (avril 2025)**
Article académique structuré sur le modèle SF, ses risques et leviers
[!\[\]\(78688513da7a924039ac16e546d7bf8b_img.jpg\) Lire l'article](#)

Articles de presse / perspectives

- **CFA Institute - SF: A Strategic Investment in Underserved Markets (juin 2025)**
Positionnement du SF comme classe d'actifs à fort potentiel d'alpha
[!\[\]\(7a8011739ec4e250e2f89a547d75fb0a_img.jpg\) Lire sur CFA Institute](#)
- **Business Insider – Mini Private Equity Exploding (avril 2025)**
Article critique sur les défis opérationnels du modèle SF
[!\[\]\(07dce76283bf618e2364d95ae0021e26_img.jpg\) Lire l'article](#)
- **Business Insider - Why Elite MBAs Are Leaving Corporations to Buy Boring Businesses (juillet 2025)**
Montée en puissance du SF auprès des jeunes diplômés
[!\[\]\(44ee86b940d3a0ca166486da8985875e_img.jpg\) Lire l'article](#)
- **Yale SOM – Exploring Post-Exit Dynamics for SF Entrepreneurs (avril 2025)**
Étude sur la vie post-acquisition des searchers
[!\[\]\(2262b99b3a4953f9b3dfd64b89c00d2e_img.jpg\) Lire l'étude PDF](#)

Guides pratiques

- **Clearly Acquired – The Ultimate Guide to SF (2025 Edition)**
Panorama complet : définitions, étapes, profils, risques, exemples, mise à jour 2025.
[!\[\]\(8d139a66f540002704b5c70b7fe6cc7a_img.jpg\) Accéder au guide](#)