



**Deloitte.**

Deloitte Sociétés privées  
Anatomie d'un rachat  
d'entreprise par les cadres

Maux et remèdes courants associés au rachat d'une société fermée



# Introduction



Les activités de fusion et d'acquisition (F&A) en Amérique du Nord affichaient un fort dynamisme en 2014, alors que plus de 19 574 transactions privées et publiques ont été conclues, ce qui représente une hausse de 5,1 % par rapport aux activités de F&A en 2013<sup>1</sup>. Tandis que l'offre de financement devient de plus en plus accessible, les fonds de capital-investissement ont eu recours à des niveaux d'endettement plus élevés pour financer les acquisitions, plus particulièrement les rachats d'entreprise par les cadres (« rachats d'entreprise » ou « rachats »). Les rachats, plus particulièrement ceux qui sont financés par des fonds de capital-investissement, ne sont plus rares. En fait, les prêteurs et les fonds de capital-investissement sont désormais plus enclin à aider les équipes de direction solides à prendre les rênes d'organisations qui connaissent du succès. Les fonds de capital-investissement ne ratent pas une occasion de citer les « trois D de l'investissement » : direction, direction et direction! Lorsque la bonne équipe de direction est à la barre, un rachat peut s'avérer une occasion très intéressante pour un prêteur ou un fonds de capital-investissement.

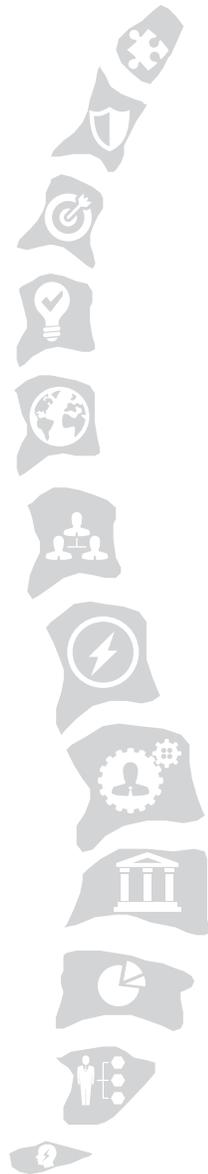
Ce premier numéro de la publication Anatomie d'un rachat d'entreprise par les cadres : maux et remèdes courants associés au rachat d'une société fermée vise à expliquer en quoi consiste un rachat fructueux et pourquoi vous voudrez peut-être envisager cette possibilité. Ce faisant, nous soulignerons également certains problèmes courants qui sont survenus lors de transactions antérieures et la façon de les éviter. Cependant, avant d'aborder les occasions qu'un rachat pourrait offrir, il convient d'abord d'en comprendre les principes fondamentaux.

« Un vendeur dont l'entreprise a pris de l'expansion au fil des ans doit examiner de façon réaliste les possibilités qui s'offrent à lui en vue de prévoir la prochaine étape du plan stratégique de l'entreprise. Il pourrait procéder à une transaction avec un tiers (fonds de capital-investissement ou acquéreur stratégique) ou à la dissolution de la société ou, ce qui est de plus en plus fréquent, permettre à la direction d'acquérir une participation conférant le contrôle de la société (rachat d'entreprise par les cadres). Ce serait un manque de vision de la part du vendeur de ne pas envisager toutes les possibilités. »

Ivor Luk, associé, Services transactionnels

<sup>1</sup> Source : Capital IQ, Thomson Reuters.

# L'ossature



## Qu'est-ce qu'un rachat d'entreprise par les cadres?

Un rachat d'entreprise par les cadres est l'acquisition d'une entreprise par son équipe de direction, normalement (mais pas toujours) conjointement avec une partie externe telle qu'un prêteur institutionnel ou un fonds de capital-investissement. L'ampleur du rachat peut varier considérablement selon la taille et la complexité de l'entreprise, mais l'un des aspects qu'ont en commun les rachats par les cadres, est que l'équipe de direction acquiert une participation dans l'entreprise. Selon l'intention des actionnaires actuels, le rachat consistera en l'acquisition d'une participation conférant le contrôle de l'entreprise, si ce n'est une acquisition totale.

Le rachat est normalement motivé par le désir du propriétaire ou du vendeur de prendre sa retraite et d'offrir à l'équipe de direction actuelle l'occasion de prendre part à la croissance future de l'entreprise. Il est courant de demander à l'équipe de direction de venir y investir de ses propres fonds afin de financer une portion du rachat et de l'inciter à faire croître l'entreprise. Normalement, la somme que la direction doit investir est suffisamment importante pour assurer son engagement soutenu envers la réussite de l'entreprise.

Dans le cadre d'un rachat, les motivations des différentes parties prenantes sont souvent complexes, mais elles se résument essentiellement à un élément : la valeur de l'entreprise. Les actionnaires actuels veulent être rémunérés équitablement pour les efforts qu'ils ont consacrés à l'entreprise au fil des ans, tandis que les cadres veulent s'assurer qu'ils acquièrent l'entreprise à un juste prix afin de créer de la valeur dans le futur. Les créanciers s'attendent aussi à tirer profit de la réussite de l'entreprise sous une forme ou une autre. Ces intérêts divergents viennent compliquer les transactions de rachat; toutefois, lorsqu'on communique de façon claire et que l'on fixe des attentes raisonnables, toutes les parties peuvent contribuer à une transition harmonieuse.

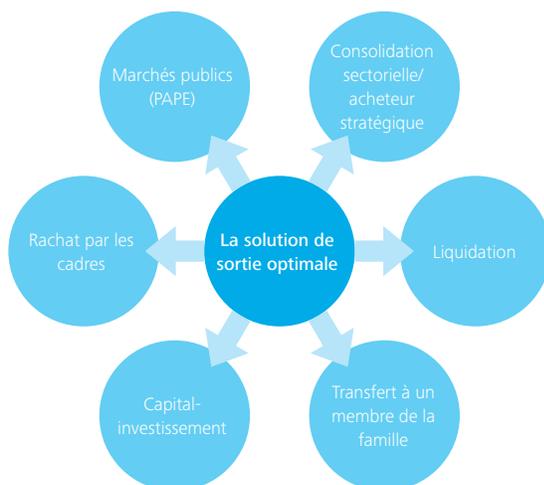
# Diagnostiquer le rachat

## Qui devrait songer à un rachat d'entreprise par les cadres et pourquoi?

Un rachat peut être une bonne solution pour les propriétaires d'une entreprise prospère, mais qui n'ont pas de plan de relève. Il va sans dire que, si le propriétaire n'est pas prêt à vendre, il n'y aura pas d'entente; cependant, bon nombre de vendeurs ne prennent pas le temps d'envisager sérieusement toutes les options qui s'offrent à eux.

Dans certains cas, le rachat sera le choix qui s'impose pour le vendeur compte tenu de la nature de l'entreprise et de l'absence d'un plan de relève. Les vendeurs qui sont en mesure d'envisager plusieurs options (Figure 1) devraient examiner les éléments qui caractérisent un rachat et les principales raisons de choisir cette option.

Figure 1 : Options de liquidité d'une société fermée



### Motivations du vendeur à l'égard d'un rachat

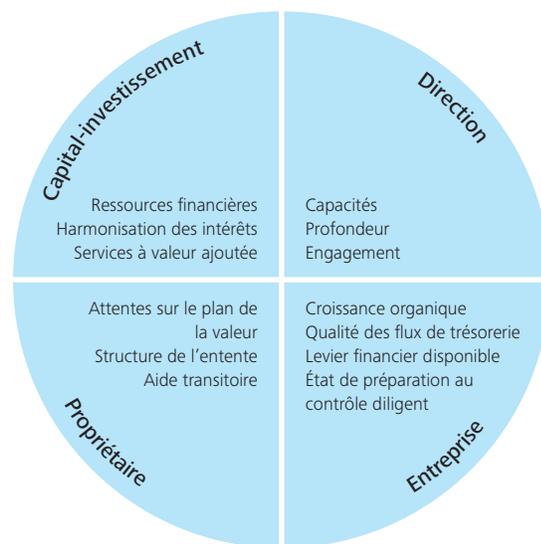
- Le vendeur pourrait opter pour un rachat parce qu'il veut rémunérer la direction au moyen d'une participation à la croissance future de l'entreprise. De ce point de vue, le vendeur cristallise son investissement dans l'entreprise tout en récompensant les membres clés de l'équipe de direction qui ont contribué à la création de valeur.
- La vente aux cadres réduit considérablement le risque de divulguer des renseignements confidentiels. À titre de propriétaire, il peut être insécurisant de procéder à la vente à un tiers étant donné la nature extrêmement délicate des activités de l'entreprise. Un rachat constitue une occasion pour le vendeur de céder une participation majoritaire dans l'entreprise sans avoir à fournir de renseignements confidentiels à un acheteur stratégique (notamment à un concurrent).
- L'équipe de direction constitue un acheteur avisé, qui connaît déjà très bien les rouages de l'entreprise; par conséquent, l'échéancier du processus de vente pourrait être écourté et le risque de ne pas conclure la vente pourrait être atténué par rapport à une vente auprès d'un acheteur stratégique.
- Les cadres pourraient quitter l'entreprise advenant la conclusion d'une transaction avec un tiers. Le cas échéant, le vendeur pourrait avoir les mains liées ou être contraint de procéder au rachat.
- Une partie externe pourrait ne pas bien comprendre la nature cyclique et le créneau propre à l'entreprise; ainsi, un rachat pourrait être l'option la plus intéressante pour le vendeur.

Il importe de comprendre que la clé de la réussite d'un rachat par les cadres est d'entreprendre la démarche pour les bonnes raisons. Si la valeur constitue la plus grande priorité pour le vendeur, un rachat par les cadres ne sera pas nécessairement la solution idéale, car l'équipe de direction n'aura pas la même capacité financière qu'un acheteur stratégique. Ces motivations, entre autres, permettent de comprendre ce qui assurera la réussite d'un rachat.

# Connaître le patient

## Critères de réussite d'un rachat et parties concernées

Figure 2 : Parties concernées par le rachat, leurs principaux intérêts et la valeur qu'elles apportent



Voici les principales conditions qu'il faut satisfaire pour qu'un rachat soit possible :

- **Une équipe de direction de premier plan** – une équipe de direction solide et bien équilibrée doit être en place.
- **Une entreprise bien établie qui génère des entrées de fonds** – l'entreprise doit être rentable sur le plan commercial.
- **La préparation en vue du contrôle diligent et la planification de l'entente** – l'entreprise doit être dans une condition optimale pour sa mise en vente.
- **Le fonds de capital-investissement** – un groupe de capital-investissement doit être en place et disposé à fournir du capital et de l'expertise, et le rachat doit permettre de soutenir une structure de financement appropriée.

Chacune de ces conditions est présentée ci-dessous.

### Une équipe de direction de premier plan

La qualité de l'équipe de direction est, sans exception, l'élément le plus important d'un rachat par les cadres. De façon générale, les investisseurs recherchent une équipe équilibrée de cadres qui travaillent efficacement ensemble et qui maîtrisent les principaux aspects de l'entreprise. Afin de réaliser un rachat fructueux, il est nécessaire d'avoir mis en place au préalable, une équipe solide composée de membres ayant des forces complémentaires et disposés à déployer un effort soutenu.

La direction devrait se préparer à présenter et à défendre son plan d'affaires stratégique ainsi que les prévisions de croissance de l'entreprise. Les créanciers et les fonds de capital-investissement voudront s'assurer qu'une équipe de direction cohésive est bien en selle et qu'elle a une idée très précise des orientations futures de l'entreprise et des mesures qu'elle prendra en ce sens. Il ne suffit pas de mettre un plan de croissance en place; la direction doit pouvoir le défendre et démontrer une excellente compréhension de la dynamique de l'entreprise.

### Une entreprise bien établie qui génère des rentrées de fonds

Il est fondamentalement important pour la réussite à court et à long terme du rachat que l'entreprise soit capable de fonctionner de manière indépendante en tant qu'entité commercialement viable. L'entreprise doit être en mesure de générer suffisamment de profits et de rentrées de fonds pour soutenir l'entreprise au fil de sa croissance, offrir un rendement adéquat aux actionnaires et répondre aux exigences soutenues en matière de dépenses d'investissement, le cas échéant.

### La préparation en vue du contrôle diligent et la planification de l'entente

Les entreprises bien préparées sont en excellente posture pour relever les nombreux défis qui se présenteront au cours du processus de contrôle diligent, qui est mené non seulement par les créanciers, mais aussi par les commanditaires liés aux fonds de capital-investissement. Une entreprise qui n'est pas bien préparée pourrait rapidement se sentir dépassée. Une fois que la structure de l'entente est établie, les investisseurs institutionnels et les créanciers voudront entreprendre leurs enquêtes dans le cadre du contrôle diligent. Le but de cette démarche est d'assurer que rien ne contredit la compréhension des bailleurs de fonds quant à l'état actuel et au potentiel de l'entreprise. Les principaux éléments du contrôle diligent incluent notamment :

- **Contrôle diligent commercial** : recherches sur les produits, les clients de l'entreprise et les marchés où elle exerce ses activités, souvent menées par le fonds de capital-investissement.
  - L'entreprise peut se préparer au contrôle diligent commercial en créant un plan stratégique réfléchi (approuvé) qui cadre parfaitement avec l'orientation du vendeur et de la direction.
  - La compréhension des principaux produits de l'entreprise, des marchés qui sont essentiels à la réussite de l'entreprise et des clients sur lesquels repose le marché est un élément primordial lorsqu'on fait l'objet d'un contrôle diligent commercial. La direction doit tout particulièrement démontrer une compréhension approfondie de ces éléments fondamentaux, en plus de fournir des données quantitatives à l'appui de ses arguments.
- **Rapport du marché** : le contrôle diligent commercial peut être renforcé et étayé par une étude de marketing réalisée par des consultants.
  - La direction devrait avoir une compréhension approfondie des marchés de ses produits et être prête à répondre aux questions concernant le positionnement sur le marché, la part de marché et les occasions de croissance. Si la direction croit que de nouveaux marchés s'ouvriront, elle doit démontrer qu'elle les comprend parfaitement, de même que présenter une stratégie d'exécution possible. Ces hypothèses doivent être appuyées par des données quantitatives.
- **Rapport des experts-comptables** : son contenu variera, mais le rapport des experts-comptables présente normalement un examen du rendement antérieur de l'entreprise, ses actifs nets, sa position fiscale et les hypothèses qui sous-tendent les projections de la direction, ainsi que des considérations relatives à la qualité des bénéfices et au fonds de roulement.
  - Le fait de posséder des rapports comptables internes très détaillés et de grande qualité contribuera à assurer le déroulement harmonieux du contrôle diligent comptable. À cette fin, vous devriez commencer tôt à collaborer avec votre expert-comptable afin d'assurer que les processus internes répondent à des normes élevées.
- **Contrôle diligent juridique** : celui-ci met normalement l'accent sur les répercussions des litiges, le titre de propriété des actifs (surtout les immobilisations) et les questions de propriété intellectuelle.
  - Il est essentiel de travailler avec le conseiller juridique de l'entreprise pour s'assurer que les dossiers sont en ordre.



## Le fonds de capital-investissement (la société de capital-investissement ou le prêteur mezzanine)

Au cours des dernières années, les capitaux sont devenus une commodité; les grands fonds de capital-investissement et les petits cabinets de capital familial ont inondé le marché.

L'un des facteurs clés d'un rachat consiste à s'assurer non seulement que le fonds de capital-investissement a les reins assez solides pour financer le rachat et la croissance future de l'entreprise, mais aussi qu'il apporte l'expertise sectorielle voulue pour aider l'entreprise à croître et à générer suffisamment de valeur pour les actionnaires. À titre de conseillers, nous avons été témoins de la prolifération de fonds spécialisés, axés sur des secteurs à forte croissance, tels que les aliments biologiques et les équipements de test et de mesure. En plus d'être bien capitalisés, ces fonds sont bien informés et ils peuvent vous aider à formuler des plans stratégiques ciblés et propres aux différents secteurs. La direction doit effectuer des recherches approfondies à l'égard du fonds de capital-investissement et comprendre sa raison d'être avant d'entreprendre le rachat.

Tous ces éléments du rachat doivent être pris en considération avant la conclusion de l'entente. Une fois que les parties sont sur la même longueur d'onde, il faut établir la structure du rachat.

---

« La vente à la direction présente des avantages, dont la possibilité de préserver la confidentialité et de limiter le contrôle diligent; cependant, la valeur obtenue a tendance à être inférieure que dans le cas des autres options, compte tenu de l'accès limité de l'équipe de direction à du capital. Par conséquent, le vendeur doit souvent financer une partie de l'achat au moyen d'un prêt. »

**Kenneth Johnston**, associé, Évaluation d'entreprises

# Trouver le bon médecin

## Exigences de financement et structure du rachat

Le financement nécessaire à un rachat sera constitué du prix d'achat, des coûts de transaction, du financement requis pour les dépenses en capital ou le fonds de roulement, de toute dette bancaire assumée et d'un éventuel prêt accordé par le vendeur. Par définition, un prêt accordé par le vendeur est un type de contrepartie souvent utilisé par les acheteurs pour financer l'achat ou combler l'écart par rapport au prix d'achat total entre le vendeur et l'acheteur. Dans la plupart des cas, ce prêt prend la forme de paiements annualisés, versés au cours des années qui suivent la conclusion de la transaction.

L'entreprise doit être en mesure de prendre en charge le financement du rachat à même les flux de trésorerie dégagés par ses activités d'exploitation (autrement dit, elle doit être capable de mobiliser les fonds recueillis pour donner effet au rachat). Il va sans dire qu'un plafond est fixé quant au prix d'acquisition de l'entreprise. Aussi, il est essentiel d'en arriver à une évaluation raisonnable au début des démarches.

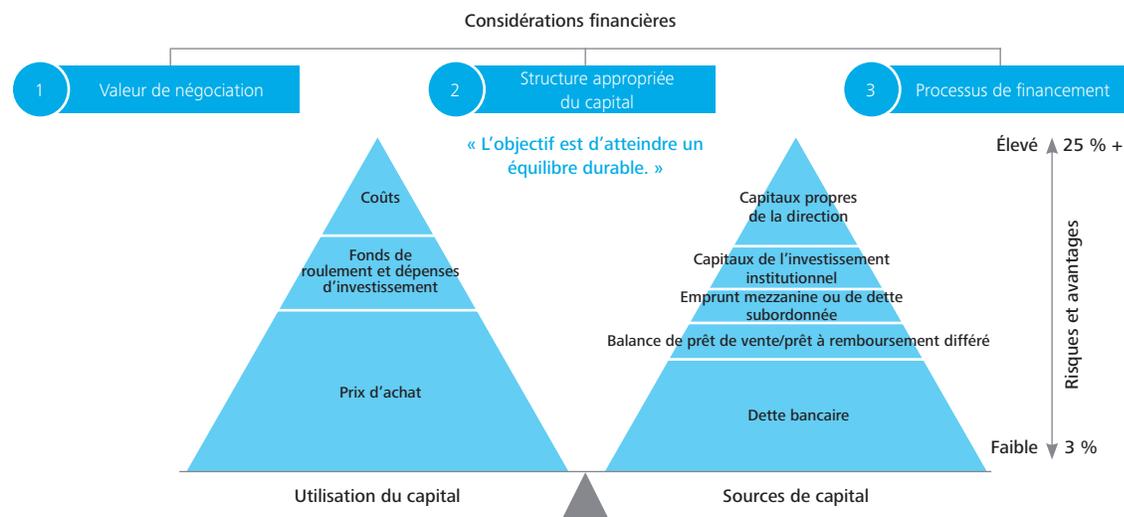
## Évaluation et prix

Payer un prix trop élevé, c'est le « péché capital » des rachats d'entreprise par les cadres. En effet, cela augmente considérablement le risque associé à l'investissement, car l'entreprise pourrait tirer son épingle du jeu sans toutefois permettre aux investisseurs (et particulièrement aux cadres) de dégager un rendement au moment de la vente. À l'inverse, le vendeur voudra être rémunéré équitablement pour l'entreprise qu'il a contribué à mettre sur pied, ce qui peut créer des tensions entre le groupe de la direction et le vendeur. Pour cette raison, il faut absolument établir dès le départ des attentes claires sur le plan de la valeur.

L'évaluation d'une entreprise n'est pas une science exacte et il faudra toujours faire preuve de jugement au moment de déterminer le prix.

De façon générale, trois méthodes sont employées : l'évaluation fondée sur le marché, l'évaluation des actifs nets et les flux de trésorerie actualisés.

Figure 3 : Considérations financières au moment d'évaluer un rachat par les cadres





« Très tôt au cours du processus de rachat, la direction est confrontée à la question d'avidité : si elle tente de financer la transaction au moyen d'une proportion plus élevée de dettes et moins de capital externe, elle aura une plus grande part du gâteau. Cependant, la direction doit évaluer les avantages à long terme de faire appel à un partenaire financier, qui réduira l'exposition de l'entreprise à un niveau d'endettement élevé et qui, du coup, sécurisera l'investissement, en plus d'offrir une souplesse opérationnelle et un accès à de l'expertise. Même s'il s'agit de la source de capital la plus coûteuse, la direction doit envisager toutes les possibilités afin de mettre en place la structure du capital optimale pour l'avenir. »

**David Lam**, associé et leader de l'équipe du financement corporatif pour les PME de la Colombie-Britannique

#### **Évaluation fondée sur le marché**

Cette méthode peut être divisée entre les multiples de transactions et les multiples comparables des sociétés ouvertes. Les évaluations fondées sur le marché sont les unités de mesure de la valeur les plus couramment utilisées dans les milieux financiers. Ces évaluations expriment la valeur en tant que multiple des bénéfices et permettent d'obtenir une rétroaction du marché quant à la valeur. Les multiples de transactions sont le fruit de recherches de transactions effectuées dans le secteur visé sur plusieurs années afin d'établir un multiple moyen, même si cela pourrait aboutir à un prix inférieur par rapport aux multiples des sociétés ouvertes de façon à tenir compte de la non-liquidité.

#### **Évaluation des actifs nets**

On pourrait argumenter que la valeur d'une entreprise se résume à l'évaluation des actifs moins les passifs figurant dans son bilan. Cependant, cela ne donne pas une indication précise du prix qui devrait être payé, car le bilan accuse normalement un retard de plusieurs mois par rapport à la situation actuelle. La valeur marchande d'un actif pourrait différer largement de la valeur comptable au bilan et, pour certaines entreprises, la valeur des actifs ne reflète pas la capacité d'une entreprise à générer des rentrées de fonds. Autrement dit, la valeur comptable des actifs ne correspond pas nécessairement à la valeur de l'entreprise. L'approche fondée sur l'évaluation des actifs nets peut être utile en tant que méthode d'évaluation secondaire, selon la nature de l'entreprise.

#### **Flux de trésorerie actualisés**

Le principe des flux de trésorerie actualisés est que la valeur d'un actif correspond à la valeur actuelle des futures rentrées de fonds qu'il générera. Cette méthode d'évaluation utilise les prévisions de flux de trésorerie de l'entreprise et le coût des capitaux mobilisés pour financer la transaction.

En résumé, le juste prix est essentiellement une question de jugement. Vous et vos conseillers devez vous entendre sur le prix maximal absolu que vous êtes prêts à payer. Vous devriez garder ce « prix ferme » en tête tout au long des négociations. Les cadres et les investisseurs potentiels ont souvent un point de vue divergent sur la valeur de l'entreprise et, souvent, les investisseurs pèchent par excès de prudence.

## Types et sources de financement

La plupart des rachats sont financés au moyen d'une combinaison d'emprunts et de capitaux propres; il est également possible d'utiliser d'autres sources hybrides, telles que les emprunts de second rang et le financement par le vendeur, dont il sera question plus loin. Ces sources ont des caractéristiques fondamentalement différentes, mais, en général, la direction devrait tenter d'obtenir des capitaux de la source la moins coûteuse d'abord (dette bancaire traditionnelle), puis envisager des sources plus coûteuses (capitaux propres, dette subordonnée, etc.). Pour atteindre un équilibre durable, on privilégie un financement en vue de payer un juste prix qui permet à la direction de profiter de retombées, mais qui favorise aussi la croissance de l'entreprise, l'exécution du plan et la capacité d'affronter les éventuelles difficultés.

## Emprunts

Les emprunts sous forme de dette bancaire traditionnelle constituent la source de capital la moins coûteuse (autre que l'argent de la famille et des amis). Ceci inclus les prêts bancaires, les découverts ou le crédit-bail, qui peuvent être à court ou à long terme, et garantis ou non. Le prêteur perçoit des intérêts au taux convenu et, à défaut de paiement, il pourrait avoir le droit de prendre le contrôle de certains actifs appartenant à l'entreprise et de les vendre. Par contre, un prêteur n'a normalement aucune part de la propriété de l'entreprise. Les prêteurs sont favorables à un rachat, car cela signifie habituellement qu'une solide équipe de direction est en selle et que la réussite de l'entreprise est assurée pour l'avenir. Le prêteur obtient normalement une garantie sur les actifs de l'entreprise, et l'équipe de direction peut également accorder des garanties personnelles. Avec ce genre de garantie, le prêteur est tout à fait heureux de financer l'acquisition, jusqu'à concurrence d'un montant raisonnable avec un effet de levier.

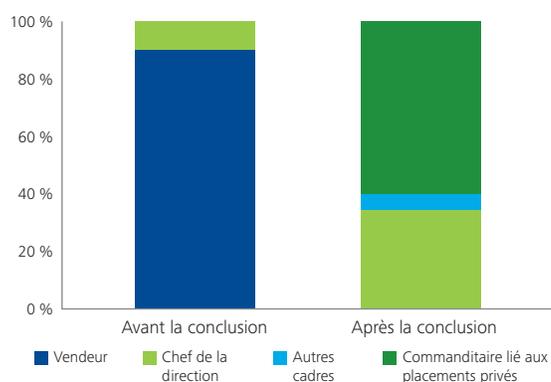
## Emprunt mezzanine (ou dette subordonnée ou de second rang)

On utilise souvent le financement mezzanine pour combler l'écart entre l'emprunt garanti qu'une entreprise peut assumer, les capitaux propres disponibles et le prix d'achat. Pour cette raison, et parce qu'il est de rang inférieur aux emprunts de premier rang en ce qui a trait à la priorité de remboursement, l'emprunt mezzanine nécessite un taux de rendement nettement supérieur que l'emprunt de premier rang, et est souvent assorti d'un droit permettant de souscrire des actions ordinaires.

## Capitaux propres

On entend par capitaux propres la participation à une entreprise conférant un titre de propriété dans celle-ci; il s'agit de la source de capital la plus coûteuse. La direction doit envisager les différentes options de financement disponibles et déterminer la structure de capital optimale pour l'entreprise. Un exemple de structure du capital avant et après la transaction est illustré à la Figure 4.

Figure 4 : Exemple de structure de capitaux propres avant et après la conclusion d'un rachat



Dans cet exemple, il s'agit d'un rachat complet. Le chef de la direction et les autres cadres obtiennent environ 40 % de l'entreprise, tandis que le fonds de capital-investissement (commanditaire) détient une participation avec contrôle en faisant l'acquisition de 60 % de l'entreprise. La répartition variera en fonction de la transaction et des exigences connexes.

Le capital-investissement constitue la source de capital la plus courante pour les rachats, et la majorité des fonds de capital-investissement cherchent à investir dans des entreprises établies et en expansion susceptibles de générer un important rendement des investissements (25 % +).

Si l'entreprise fait faillite, les actionnaires ne toucheront des montants au moment de la liquidation qu'une fois que les prêteurs et les créanciers auront été payés. Le capital-investissement s'accompagne donc d'un risque plus élevé que dans le cas d'un prêteur et, par conséquent, le rendement exigé par les actionnaires est normalement supérieur.

Au moment de mettre en place une structure appropriée, il importe de tenir compte des éléments qui suivent.

- Les flux de trésorerie constituent le facteur le plus important; aussi, l'équipe responsable du rachat doit absolument avoir une compréhension approfondie des flux de trésorerie projetés. La capacité de générer des profits compte pour beaucoup, mais les dépenses en capital, l'amortissement, les intérêts, les dividendes et d'autres facteurs tels que les coûts de restructuration font partie de l'équation, faisant ainsi de la capacité à générer des rentrées de fonds le principal élément moteur des évaluations.
- La « qualité » des flux de trésorerie constitue une autre considération, notamment la prédictibilité des futures commandes (le carnet de commandes), les perspectives du marché et les types de clients. Plus la qualité des flux de trésorerie est élevée, plus l'entreprise devrait être en mesure d'obtenir des emprunts.
- Selon la nature des activités de l'entreprise, il pourrait y avoir des périodes où les dépenses sont supérieures aux revenus. De même, le calendrier des paiements d'impôt et des sorties de trésorerie pourrait dicter les périodes où l'entreprise sera à court de liquidités. Au moment de déterminer la structure appropriée, il importe de tenir compte de ces fluctuations.
- En général, au moins une partie des emprunts bancaires devra être garantie au moyen d'actifs détenus par l'entreprise. En plus des flux de trésorerie projetés, les banques prendront également en compte la valeur de réalisation des actifs qui constitueront la garantie.
- Les considérations fiscales telles que la déductibilité fiscale des intérêts (mais pas des dividendes) et le calendrier des paiements d'impôt.

Les diverses sources de financement, l'éventail des méthodes de financement et le nombre de facteurs pris en compte signifient qu'un rachat nécessite l'intégration de différentes couches de financement. Cela fournit une structure qui garantit que le prix d'achat sera respecté, tout en permettant à l'entreprise d'exercer ses activités avec une certaine latitude dans le futur.

En général, la structure de l'entente sera établie par les bailleurs de fonds de concert avec les conseillers de l'équipe responsable du rachat. Toutefois, il importe que l'équipe ait une compréhension des objectifs des bailleurs de fonds. Les principaux critères des différents pourvoyeurs de fonds sont présentés ci-dessous.

#### **Financement par emprunt**

L'évaluation de l'endettement que l'entreprise prendra en charge est la première étape de l'établissement de la structure de financement. Comme il a été mentionné précédemment, cela dépendra généralement des flux de trésorerie de l'entreprise, de la couverture par l'actif disponible et de la couverture des intérêts; la banque aura certains ratios de référence à l'esprit pour chacun de ces éléments. La plupart des emprunts devront être remboursés au cours d'une période définie – habituellement entre cinq et dix ans, selon l'entreprise. Les principales caractéristiques à rechercher dans une enveloppe de prêts sont notamment les suivantes :

- Le taux d'intérêt;
- Les modalités de remboursement;
- La garantie requise;
- Les ratios financiers.

---

« L'impôt est une considération importante lorsque la direction évalue et réalise un rachat. Les faits et les objectifs personnels différeront d'un membre de la direction à l'autre et par rapport à ceux du vendeur. En conséquence, la structure d'investissement, y compris les mécanismes, le financement et la rémunération, doit être personnalisée. Par ailleurs, ces aspects de la structure peuvent avoir une incidence importante sur les futurs flux de trésorerie et, du coup, sur le rendement de l'investissement. »

Brad Gordica, associé, fiscalité des F&A

### Financement en capitaux propres

Le niveau de capitaux propres pourrait être influencé par le montant de la dette que l'entreprise peut assumer. Souvent, les capitaux propres sont composés d'actions ordinaires et d'actions privilégiées; ces dernières ont normalement un taux d'intérêt fixe et pourraient être rachetables dans une période déterminée. Les détenteurs d'actions ordinaires sont autorisés à acquérir de manière illimitée une participation dans la société, ce qui comporte des risques et des avantages. C'est dans cette catégorie de capitaux propres que les cadres vont normalement investir.

À la vente de l'entreprise, le solde des prêts est remboursé et les actionnaires ordinaires répartissent le solde du produit de la vente entre eux en fonction de leur participation dans l'entité. C'est à cette étape-ci que les investisseurs espèrent maximiser leur rendement.

Les principales caractéristiques que l'on doit examiner dans toute offre de financement en capitaux propres sont les suivantes :

- La structure de l'entente (la répartition relative des actions ordinaires, des actions privilégiées et des autres instruments);
- La part des capitaux propres des membres de la direction (et la mise de fond qu'ils sont tenus de fournir);
- Si la participation dans l'entreprise dépend de l'atteinte d'un niveau de rendement donné;

- Des conditions non financières telles que des contraintes liées à l'exploitation de l'entreprise;
- La structure de dividendes et d'intérêts.

### Financement par le vendeur

Le financement par le vendeur peut prendre la forme de prêts à remboursement différé ou d'actions souscrites par le vendeur. Le vendeur peut acquérir une participation dans la nouvelle entité conjointement avec la direction. Cette forme de financement est devenue plus courante dans la conjoncture actuelle, car elle comble l'écart entre les vendeurs et les acheteurs.

La structure financière évoluera au fil de la transaction; cependant, il importe que, au début des démarches, le vendeur, l'équipe de direction et leurs conseillers arrivent à une ébauche de la structure qu'ils jugent appropriée, car c'est souvent la structure financière qui permet d'établir le prix qu'un investisseur est en mesure de payer pour l'entreprise.

Figure 5 : Illustration des principaux objectifs du propriétaire et de leur concordance avec les options stratégiques disponibles

Objectifs du propriétaire	Investisseur financier	Stratégique	PAPE	Rachat	Recapitalisation
Liquidité	✓	✓	✗	✓	✓
Évaluation	✓	✓	✓	✗	✗
Maintien de la propriété	✓	✗	✓	?	✓
Contrôle opérationnel	✓	✗	?	✓	✓
Financement des initiatives de croissance	✓	?	✓	✗	?
Contexte du marché actuel	?	?	✗	✓	✓
Simplicité administrative	✓	✓	✗	✓	✓
Retombées à venir	✓	✗	✓	?	✓
Maintien de la culture	✓	✗	?	✓	✓

# Composer avec les complications

## Problèmes courants associés aux rachats

La nature et la structure de chaque rachat différeront; cependant, pour assurer la réussite de la démarche, il faut d'abord comprendre les erreurs les plus fréquentes. Voici les pièges les plus courants à éviter :

- Ne pas tenir compte de toutes les options possibles avant d'entreprendre un rachat, ce qui pourrait entraîner des regrets et le risque de renégociation à mesure qu'avancera le processus. Un certain nombre d'options s'offrent au vendeur d'une entreprise fructueuse qui souhaite cristalliser son investissement. À cette fin, il doit réaliser une analyse approfondie pour déterminer l'option qui convient le mieux à sa situation particulière et qui permet de générer la plus grande valeur, qu'il s'agisse du gain quantitatif ou de la gérance de l'organisation à long terme.
- Entreprendre la transaction sans tenir compte du point de vue des deux parties et sans assurer l'harmonisation des principaux objectifs de toutes les parties prenantes constitue l'un des principaux pièges à éviter, car cela crée un environnement propice à la renégociation.
- L'éventualité imminente d'un rachat peut mener à des problèmes de relations mandant-mandataire, à un risque moral et même à une subtile manipulation à la baisse des gains de l'entreprise afin que la direction puisse obtenir la meilleure entente possible.
- La direction peut proposer au propriétaire un scénario de rachat ou de sortie, qui peut faire en sorte que le propriétaire se sent obligé d'aller de l'avant – ce qui s'apparente au chantage. Une telle situation risque de créer beaucoup d'animosité entre les parties et de nuire au processus de rachat, alors que le propriétaire et la direction devraient plutôt être alignés sur les mêmes objectifs.

- La direction a-t-elle la volonté de faire ce qu'il faut pour que le rachat fonctionne, et est-elle prête à devenir propriétaire de l'entreprise? Y a-t-il un leader évident qui est en mesure de prendre le processus en main et d'être le porte-parole de la direction, ou y a-t-il un manque de structure? Voilà les principales questions que la direction doit se poser avant d'envisager un rachat.
- Le vendeur et la direction ont-ils communiqué efficacement avec le personnel à propos de l'éventuelle transition, ou ont-ils laissé les rumeurs circuler sans intervenir?
- L'asymétrie de l'information que possède la direction pourrait lui conférer un avantage injuste par rapport aux propriétaires actuels, ce dont il faut tenir compte dans la convention d'achat à l'aide de déclarations et de garanties.
- Il faut déterminer si l'entreprise est prête à être soumise à un processus de vente. On sous-estime très fréquemment le temps et les efforts nécessaires pour mener à bien la transaction de rachat.
- De façon générale, la direction sous-estime les garanties et l'engagement personnels que le prêteur exigera pour financer le rachat. La direction devrait discuter des exigences dès le départ afin de bien comprendre les responsabilités rattachées à la transaction.

Les objectifs et les points de vue de toutes les parties doivent être pris en considération et harmonisés à l'étape la plus précoce possible du processus de rachat afin d'assurer une transition en douceur. La direction et le vendeur devraient poser les questions épineuses dès le départ et entreprendre le processus de rachat en toute connaissance de cause. En évitant certains des pièges courants, toutes les parties seront dans une meilleure position pour réaliser leurs objectifs dans le cadre de la transaction.

# Exemple de réussite d'un rachat d'entreprise par les cadres

## RST Instruments Ltd.

### Aperçu

RST Instruments Ltd., dont le siège social est situé à Maple Ridge, en Colombie-Britannique, est un fabricant d'appareils géotechniques qui est le chef de file de sa catégorie. Ses produits sont installés dans les sept continents et vendus dans plus de 120 pays. Offrant plus de 100 produits d'origine, RST s'est forgé la réputation de plus grand innovateur dans son domaine au sein du marché.

Fondée en 1977, RST a été revitalisée en 2004, quand trois employés ont acquis l'entreprise au moyen d'un rachat par les cadres. Au cours de la dernière décennie, RST a élargi sa gamme de produits, augmenté le nombre d'employés, agrandi ses installations et augmenté la distribution à l'échelle internationale. Entre 2005 et 2013, elle a affiché une croissance soutenue.

En juillet 2014, les trois actionnaires ont vendu une participation majoritaire de l'entreprise à un fonds de capital-investissement américain appelé Hammond, Kennedy, Whitney & Company, Inc., réalisant ainsi un rendement positif sur leur investissement initial lors du rachat en 2004.

### Le processus

L'équipe de direction centrale était composée de trois figures de proue : le chef de la direction, le chef de l'exploitation et le directeur principal de services. Ces trois personnes apportaient des compétences nécessaires à l'équipe de direction, ce qui leur a permis de prendre les rênes de RST et d'assurer sa croissance.

Les trois actionnaires ont dû fournir des garanties personnelles pour que les prêteurs appuient le rachat.

La clé de la réussite de ce rachat, c'est que les trois actionnaires avaient des intérêts convergents et croyaient fermement aux perspectives de croissance de RST Instruments Ltd.

Le vendeur à l'époque portait son attention sur d'autres entreprises et comprenait la valeur que procurait l'équipe de direction.

L'un des principes directeurs qui ont été adoptés durant les négociations consistait à équilibrer les objectifs relatifs à la vente d'actions, aux liquidités et au financement avec le besoin de maintenir de solides relations entre le fournisseur et l'équipe de direction.



### Le résultat

L'équipe de direction a acquis la totalité des actions détenues par l'ancien propriétaire.

Une structure du capital a été mise en place pour favoriser la croissance de l'entreprise et assurer la souplesse des opérations.

Le financement provenait d'emprunts de premier rang, d'emprunts de second rang et de capitaux propres des membres respectifs de l'équipe de direction.

Au bout du compte, les actionnaires ont concrétisé leur plan stratégique et ont vendu l'entreprise en réalisant un rendement considérable.

### Conclusion

Lorsqu'il est bien géré, un rachat par les cadres peut être une source de liquidité pour les actionnaires et le vendeur actuels, tout en permettant à la direction d'acquiescer une participation dans l'entreprise. Tout le monde peut y gagner, et la réussite de l'entreprise peut être assurée pour l'avenir. Avec plus de 500 milliards de dollars en fonds de capital-investissement à déployer dans des conditions optimales, le marché des rachats est en plein essor et les entreprises en récoltent les fruits.

# Suivre les conseils du médecin

Pour récapituler, voici les principaux points à prendre en considération lorsque vous envisagez un rachat par les cadres :

- Avant d'entreprendre un rachat par les cadres, le vendeur doit absolument envisager toutes les possibilités qui s'offrent à l'entreprise, allant d'une vente stratégique jusqu'à la participation d'un fonds de capital-investissement. Entreprendre le processus de rachat sans approfondir toutes les options est annonciateur d'un mauvais pronostic.
- Les propriétaires et les cadres devraient énoncer très clairement leurs propres objectifs et attentes à l'égard du rachat. Réfléchissez à vos propres objectifs relatifs à la transaction, qu'il s'agisse de maximiser l'évaluation ou d'assurer des contrats à long terme pour les employés, et laissez ces objectifs dicter les négociations à venir.
- Il importe d'établir une évaluation raisonnable dès le début des négociations, car cela contribue à atteindre le juste équilibre entre une rémunération équitable pour le vendeur, sans imposer un fardeau d'endettement insoutenable pour les nouveaux propriétaires.
- Envisagez la source de capital la moins coûteuse en premier (emprunts de premier rang), puis la plus coûteuse en dernier (capitaux propres).
- Soyez honnête et demandez-vous à quel point l'entreprise est prête à être soumise au processus de contrôle diligent. Si elle n'est pas prête, faites appel à des services professionnels ou à des consultants. Faites-nous confiance, la médecine préventive est beaucoup plus souhaitable que la chirurgie d'urgence.
- Étant donné que la structure de financement d'un rachat par les cadres peut être compliquée, il est important de retenir les services de professionnels et de conseillers en affaires afin d'assurer un processus harmonieux.

---

« Pour l'équipe de direction, la clé de la réussite d'un rachat par les cadres consiste à assurer la transition la plus complète possible de la direction de l'entreprise avant que la transaction ne survienne. Cela signifie que toutes les fonctions essentielles sont exécutées par les acheteurs, y compris les ventes, les opérations, la recherche et le développement, le service à la clientèle et la comptabilité. Cela réduit le risque de trouver des "squelettes dans le placard", démontre aux bailleurs de fonds que l'équipe de direction peut exploiter efficacement l'entreprise et, du coup, donne accès à des sources de financement supplémentaires, dont des options d'emprunt moins coûteuses. »

**Robert Napoli**, vice-président chez First West Capital



# Financement corporatif Deloitte – composante d'une solution complète

Audit

Conseils  
financiers

Fiscalité

Consultation

Secteur

Consommation

Ingénierie et  
construction

Services financiers

Secteur  
manufacturier

Secteurs des mines  
et de l'énergie

Capital-  
investissement

Secteur public

Technologies,  
médias et  
télécommunications

## Financement corporatif pour les PME

- Désinvestissements et acquisitions
- Mobilisation de capital-investissement
- Services-conseils en matière de dettes
- Rachats par les cadres
- Analyse des options

## Services transactionnels

- Contrôle diligent du prêteur
- Contrôle diligent du vendeur
- Acquisitions, prises de contrôle inversées
- Acquisitions et investissements par des fonds de capital-investissement et des acheteurs financiers

## Évaluation d'entreprises

- Répartition du prix d'achat
- Dépréciation de l'achalandage
- Financement structuré
- Évaluations d'entreprises et d'actifs incorporels
- Analyse des prix
- Attestation d'équité

## Juricomptabilité et services- conseils en cas de litige

- Enquêtes juricomptables
- Technologie analytique et juricomptable
- Services-conseils en cas de litige
- Services liés aux recours collectifs
- Témoignages d'experts
- Assistance en cas de litige
- Lutte contre le blanchiment d'argent
- Veille stratégique
- Lutte contre la corruption

## Services- conseils en restructuration

- Redressement
- Gestion de portefeuille de prêts
- Services-conseils pour entreprises en crise et en difficulté
- Liquidation
- Services d'insolvabilité
- Amélioration du rendement
- Intégration après fusion

## Financement corporatif public

- Attestation d'équité
- Marchés financiers et services-conseils liés au PAPE
- Services de consultation pour les conseils d'administration
- Analyse de la valeur pour les actionnaires, les partenariats stratégiques et les coentreprises

« Si les rachats par les cadres sont souvent considérés comme des “transactions amicales”, le vendeur doit garder à l'esprit qu'il y a des risques de conflits d'intérêts inhérents pour l'équipe de direction, qui joue à la fois le rôle d'acheteur et de représentant du propriétaire. Il faut porter une attention particulière aux relations de travail qui se poursuivront si les négociations échouent. »



C'est une période stimulante pour les propriétaires d'entreprise qui se voient offrir plus d'options que jamais pour répondre à leurs impératifs stratégiques à court et à long terme. Bien qu'ils soient mal connus, les rachats par les cadres poursuivront leur expansion puisque les propriétaires cherchent à confier leur entreprise florissante à la prochaine génération de leaders tout en maintenant de bonnes perspectives d'emploi pour le futur.

# Personnes-ressources

## Services de gestion

Robert Olsen  
robolsen@deloitte.ca

Romit Malhotra  
romalhotra@deloitte.ca

## Services-conseils en matière de capitaux

Robert Olsen  
robolsen@deloitte.ca

Andrew Luetchford  
aluetchford@deloitte.ca

## Consommation et agriculture

Doug McDonald  
dmcDonald@deloitte.ca

Darren Williams  
darrenwilliams@deloitte.ca

David Lam  
davidlam@deloitte.ca

Joanna Gibbons  
joannagibbons@deloitte.ca

## Énergie et ressources

Jeff Lyons  
jlyons@deloitte.ca

Racim Gribaa  
rgribaa@deloitte.ca

## Services énergétiques

David Sparrow  
dasparrow@deloitte.ca

## Engineering & Construction

Doug McDonald  
dmcDonald@deloitte.ca

Darren Williams  
darrenwilliams@deloitte.ca

Patrick Bourke  
pabourke@deloitte.ca

## Services financiers

Catherine Code  
ccode@deloitte.ca

Mark Jamrozinski  
mjamrozinski@deloitte.ca

## Secteur forestier

Michel Landry  
mlandry@deloitte.ca

## Sciences et soins de santé

Jeremy Webster  
jeremywebster@deloitte.ca

Patrick Bourke  
pabourke@deloitte.ca

## Secteur manufacturier et secteur industriel

Darren Williams  
darrenwilliams@deloitte.ca

Michael Morrow  
mimorrow@deloitte.ca

Ovais Ghafur  
oghafur@deloitte.ca

Sue Mingie  
smingie@deloitte.ca

Russell David  
rudavid@deloitte.ca

## Secteur minier

Jeremy South  
jsouth@deloitte.ca

## Power, Utilities and Infrastructure

John Matovich  
jmatovich@deloitte.ca

## Technologies, médias et télécommunications

Anders McKenzie  
admckenzie@deloitte.ca

Darren Williams  
darrenwilliams@deloitte.ca

Maurizio Milani  
mamilani@deloitte.ca

## Transport et logistique

Peter Sozou  
psozou@deloitte.ca

Jean-Claude Arsenault  
jearsenault@deloitte.ca

## Gestion des déchets

Scott Foster  
scfoster@deloitte.ca

## www.deloitte.ca

Deloitte, l'un des cabinets de services professionnels les plus importants au Canada, offre des services dans les domaines de la certification, de la fiscalité, de la consultation et des conseils financiers. Deloitte S.E.N.C.R.L./s.r.l., société à responsabilité limitée constituée en vertu des lois de l'Ontario, est le cabinet membre canadien de Deloitte Touche Tohmatsu Limited.

Deloitte désigne une ou plusieurs entités parmi Deloitte Touche Tohmatsu Limited, société fermée à responsabilité limitée par garanties du Royaume-Uni, ainsi que son réseau de cabinets membres dont chacun constitue une entité juridique distincte et indépendante. Pour obtenir une description détaillée de la structure juridique de Deloitte Touche Tohmatsu Limited et de ses sociétés membres, voir [www.deloitte.com/ca/apropos](http://www.deloitte.com/ca/apropos).

© Deloitte S.E.N.C.R.L./s.r.l. et ses sociétés affiliées.

Conçu et produit par le Service de conception graphique de Deloitte, Canada.14-2672T