



Les enjeux de l'industrie du Buyout au Québec en 2007

Gilles Duruflé

12 février 2008

Québec 

Avec la participation de :

- Ministère du Développement économique, de l'Innovation et de l'Exportation
- Ministère des Finances

Table des matières

- **Définitions : Buyout, un terme qui prête à confusion**
- **Sources de valeur ajoutée et facteurs clé de succès**
- **L'impact économique du buyout**
- **L'expansion du marché canadien après 2000**
 - Les facteurs qui expliquent la bonne performance des fonds canadiens
 - Les défis des années à venir
- **La situation au Québec :**
 - Un marché du buyout relativement sous-développé, mais qui évolue rapidement
 - La place des fonds fiscalisés et institutionnels
 - Pourquoi ce nombre relativement faible de transactions de buyout au Québec ?
 - Est-ce un problème ?
 - Le risque de perdre nos entreprises
 - Que peut-on faire ?

Buyout : un terme qui prête à confusion

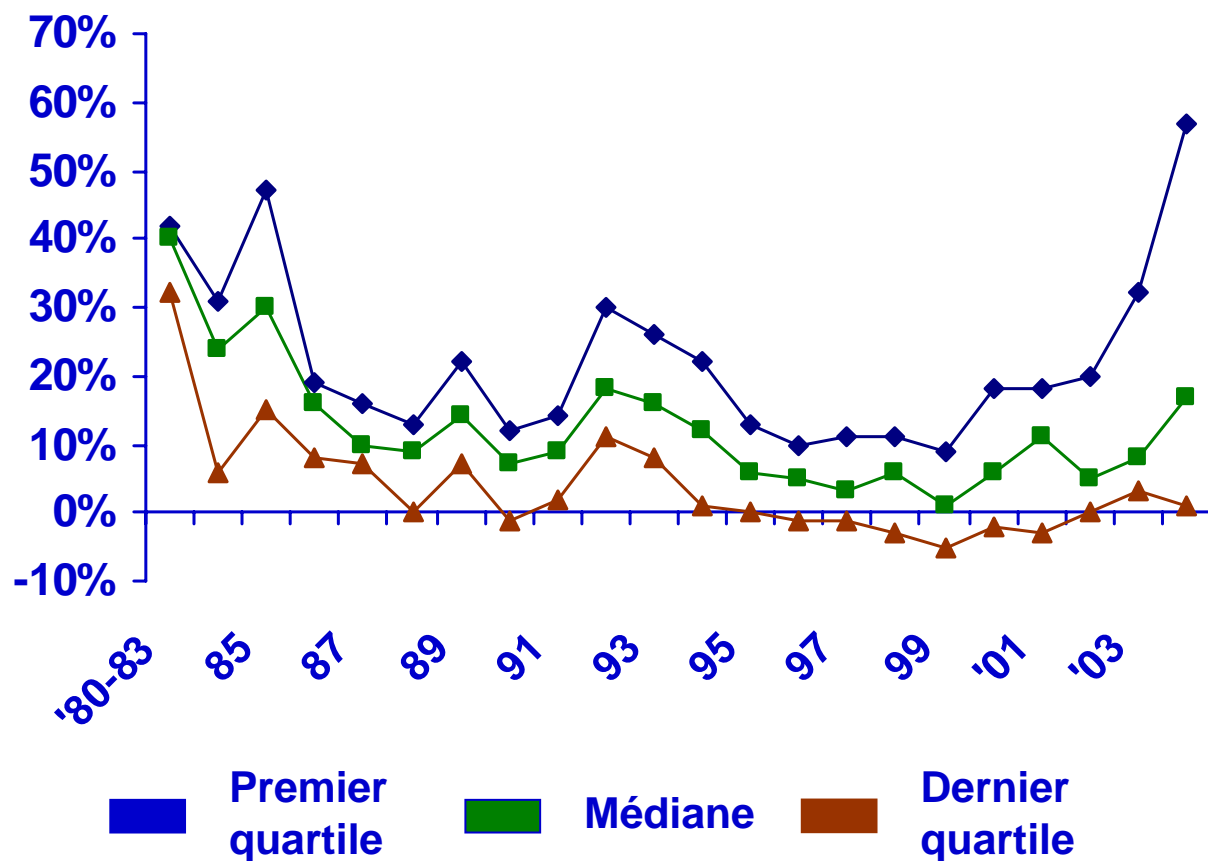
- **Le terme de buyout prête à confusion parce qu'il désigne à la fois :**
 - Une classe d'actifs : la partie du placement privé qui n'est pas du capital de risque ou du financement de mezzanine. Cette distinction se justifie par le fait que ces types d'investissements sont habituellement le fait d'équipes différentes, dotées d'expertises spécifiques
 - Une stratégie ou un « stade » d'investissement : les capitaux sont destinés à permettre l'acquisition par la direction existante, ou par une nouvelle équipe, et par leurs investisseurs, d'une société déjà établie
- **Les fonds ou investisseurs de buyout (classe d'actifs) peuvent viser une gamme assez large de types de financements tels que : développement ou croissance, MBO, MBI, acquisition, recapitalisation, restructuration**
 - Il existe une continuité entre ces types de transaction et les fonds privés couvrent le plus souvent une gamme étendue de transactions
- **Une grande partie d'entre eux se définissent comme des « investisseurs actifs » et visent une participation significative ou de contrôle.**
 - Les fonds se différencient notamment par les segments de marché (taille d'entreprise) qu'ils visent

Les sources de valeur ajoutée des transactions de buyout (Revue de la littérature)

- **Les principales sources de valeur ajoutée pour les transactions de buyout sont :**
 - l'arbitrage financier
 - le choix de secteur et le timing
 - l'amélioration de la performance de l'entreprise
- **Mobiliser ces sources de valeur ajoutée suppose un haut niveau d'expertise financière, sectorielle et opérationnelle de la part de l'équipe de buyout, soit que l'équipe possède cette expertise en son sein, soit qu'elle sache s'en entourer**
- **Cette expertise est rare et concentrée. C'est notamment ce qui explique en grande partie la dispersion des rendements des fonds de buyout.**
- **Au-delà des opportunités d'arbitrage et de timing de secteur, la valeur créée par les fonds de buy-out repose très largement et de plus en plus sur l'amélioration de la performance opérationnelle et financière et du positionnement stratégique des entreprises**
- **Une activité de buyout dynamique, menée par des équipes d'un haut niveau d'expertise est donc un facteur important de dynamisation des entreprises et du tissu économique**

Au-delà des cycles, une dispersion des rendements qui peut être reliée à la valeur intrinsèque des équipes de gestionnaires

Rendements cumulatifs par cuvées au 31.12.06 (É-U)



Aux É-U

- Le 4^e quartile a été négatif la plupart du temps
- La médiane est fréquemment sous la barre des 10%
- Le 1^{er} quartile a connu de bons rendements à l'exception de la fin des années 90

- La dispersion des rendements s'explique en grande partie par la valeur intrinsèque des équipes et par leur capacité à mobiliser expertise et talents
- Elle va de pair avec une grande dispersion des résultats des transactions individuelles

Source : Thomson Financial

Facteurs de succès

Tendances du marché et meilleures pratiques

Tendances du marché

- **Compétition croissante**
 - Excès d'offre de capital
 - Généralisation des enchères
- **Les compétences financières se banalisent**
- **Maturation de l'industrie**
 - Part croissante des mega-caps
 - Bénéfices de la taille
 - Relations avec les grands courtiers
 - Accès à l'offre
 - Expertise fonctionnelle et sectorielle
 - Capacité d'attirer et de retenir le talent
- **La performance provient :**
 - Non pas de la croissance du marché
 - Ou du choix des secteurs qui montent
 - Mais de l'amélioration des performances des entreprises ciblées

Meilleures pratiques

- **Les investisseurs à succès :**
 - Mobilisent l'expertise avant d'investir
 - Dessinent avec rigueur leur propre plan de création de valeur
 - Se concentrent sur les 100 premiers jours
 - Si nécessaire, changent le management tôt dans le processus
 - Mettent en place des incitatifs liés à la performance substantiels et ciblés
- **Ils sont organisés pour exécuter avec efficacité et rigueur**
 - Mélange de compétences, internes et externes, autour de la table
 - Ratios élevés d'analystes par associés
 - Processus pour intégrer plus efficacement l'expertise externe
 - S'assurer que les métriques essentielles au succès et adaptées à la situation sont bien en place

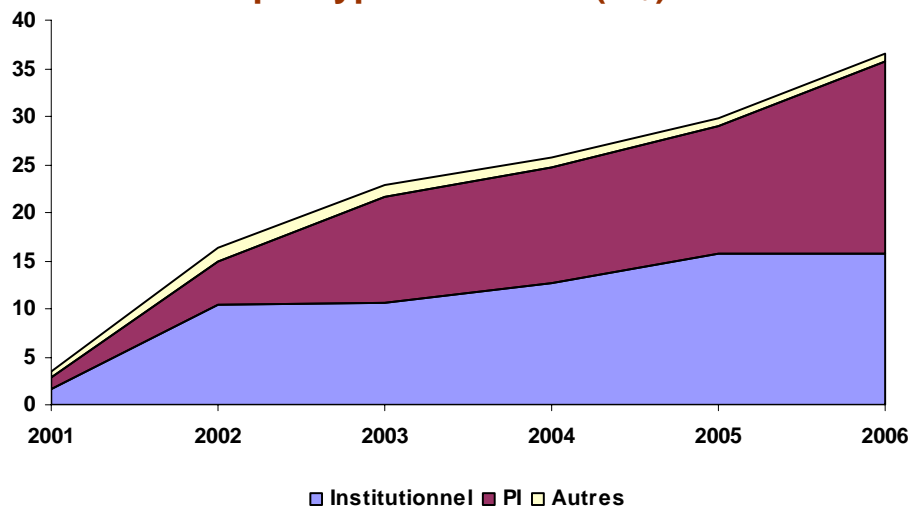
Source: McKinsey & Company, "How do they do it? Active ownership in private equity" and "Private equity Canada 2005", vol.2

En moyenne, le buyout a un impact positif sur la valeur de l'entreprise, la productivité, la croissance et l'emploi

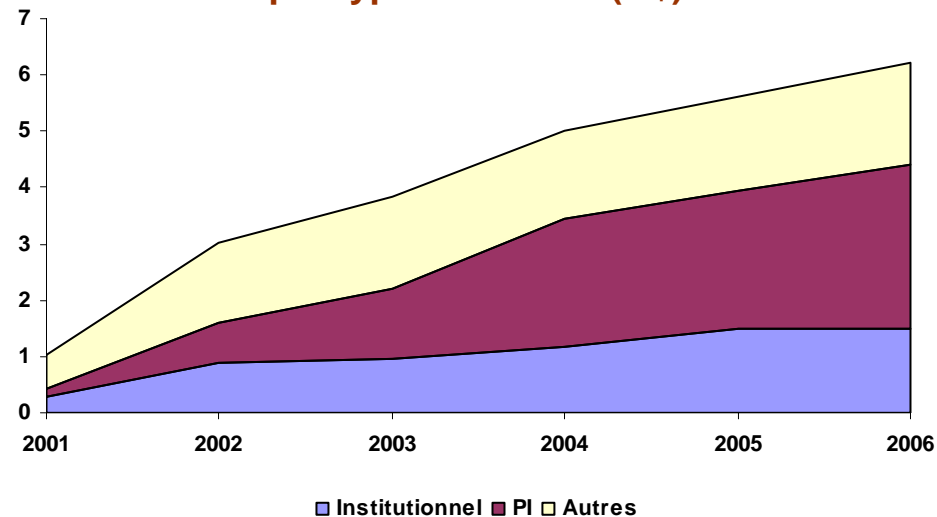
- **Josh Lerner & Jerry Cao (500 RLBOs entre 1980 et 2002)**
 - On average, RLBOs are much larger in size, have more leverage and higher book-to-market ratios, are more profitable, and are backed by more reputable underwriters
 - Unlike other IPOs, RLBOs, by and large, create wealth for equity holders in the long run. Value-weighted calendar time portfolios strongly outperform the market
- **PWC – Impact du CR et du placement privé en Australie**
 - Impact positif sur l'emploi, l'innovation, la productivité et la compétitivité, la formation, la gouvernance et le partage des profits
- **Constantin et associés (France) – LBO détenues pendant au moins deux ans**
 - Impact positif sur la croissance du chiffre d'affaires, l'emploi, les gains de productivité, les salaires, l'implication des salariés et le partage des profits
- **Un impact positif en moyenne n'exclut pas de nombreux échecs**
 - Il existe une grande dispersion dans les rendements des fonds, ce qui implique également une grande dispersion dans les rendements des transactions individuelles

L'expansion du marché canadien après 2000

Graphique 1
Fonds de Buyout sous gestion au Canada
par types de fonds (G\$)



Graphique 2
Fonds de Mezzanine sous gestion au Canada
par types de fonds (G\$)

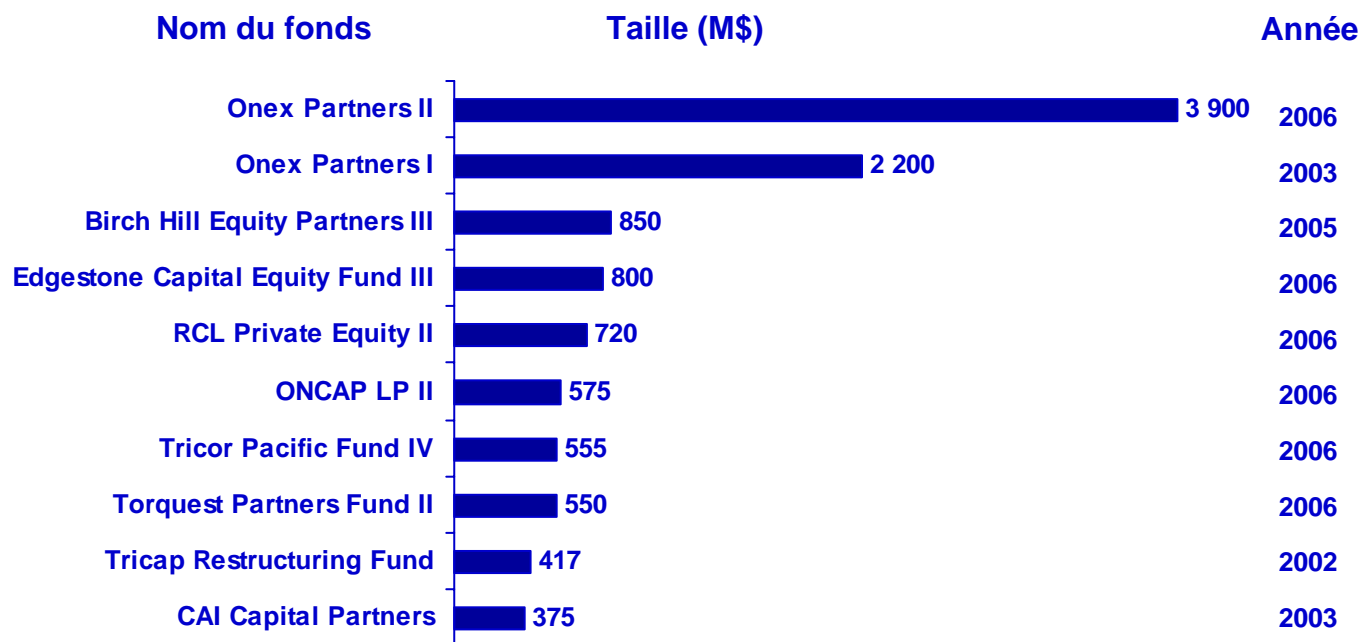


- **Entrée en force des grandes caisses de retraite**
- **Multiplication de fonds canadiens privés indépendants – hors du Québec**

Source : Thomson Financial

L'expansion du marché canadien après 2000

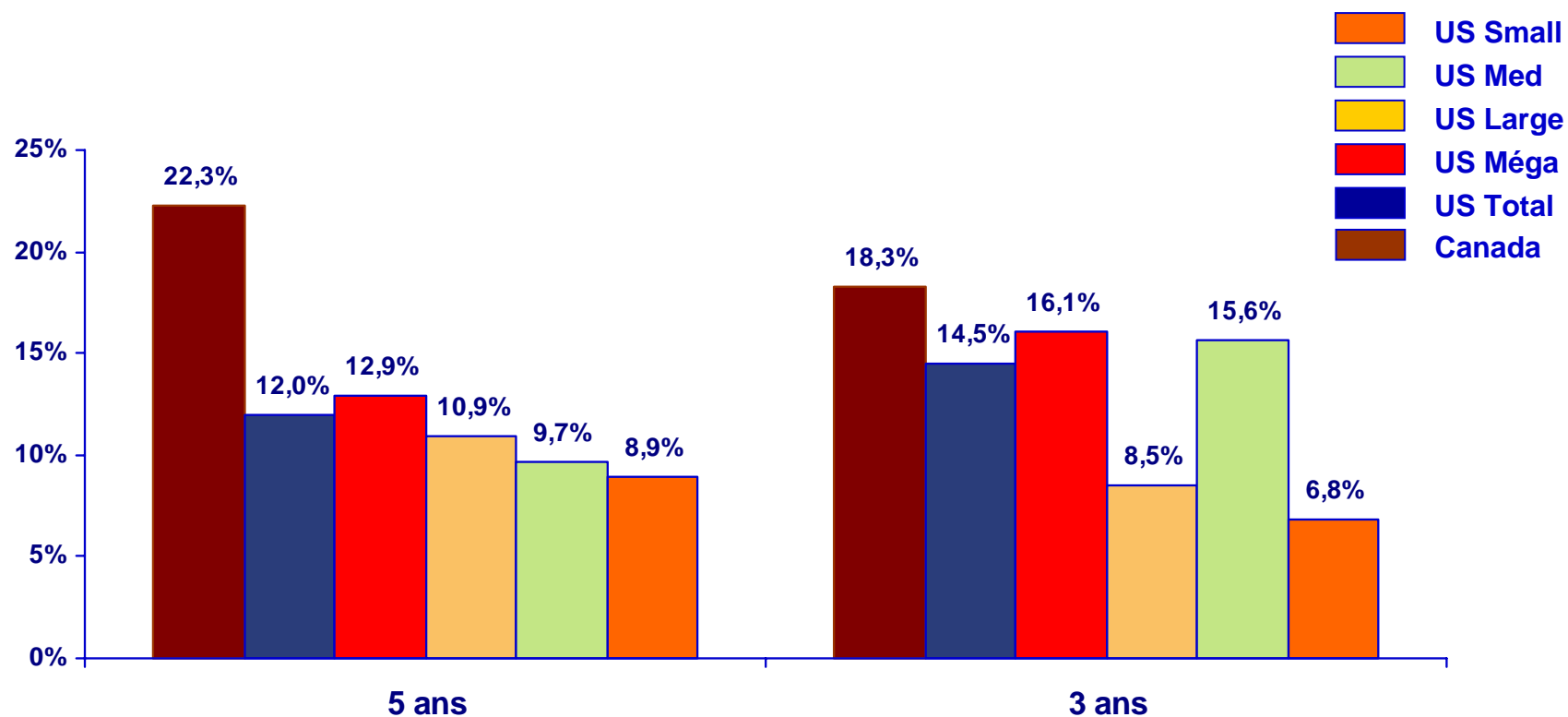
Graphique 3
Fonds de buyout les plus gros levés au Canada 2002-2006



Source : Private Equity Canada 2006

Le buyout canadien est jusqu'à présent une classe d'actifs performante

Buyout Horizon Returns au 30 juin 2007



Source : Thomson Financial

La performance canadienne a-t-elle été aidée par les caractéristiques du marché canadien?

- **Un timing favorable ?**
 - Oui : une industrie qui a pris son essor lors d'un cycle haussier
- **Un marché à un stade de développement moins avancé ?**
 - Oui, cela crée davantage d'opportunités
- **Un marché moins compétitif ?**
 - Oui, prix moins élevés, enchères moins généralisées
 - Cela change rapidement, compétition croissante
 - Le marché canadien demeure un marché différent
- **Les compétences financières sont encore un différentiateur ?**
 - De moins en moins vrai
- **Impact positif des sorties au travers de fiducies de revenus ?**
 - Oui, très positif, mais cela a changé
- **Mezzanine: un marché moins spécialisé ?**
 - Oui
 - Cela change : introduction de nouveaux produits

L'industrie canadienne du buyout est-elle prête à affronter les nouveaux défis ?

- **Les gestionnaires canadiens adoptent-ils les meilleures pratiques ?**
 - Pour certains : « Les meilleurs fonds se concentrent tous sur le développement de l'expertise, la recherche de bons managers et l'efficacité dans l'exécution »
 - Pour d'autres, on en est encore loin.
- **La spécialisation est un problème difficile pour les fonds canadiens**
- **La compétition accrue entraînera une plus grande différenciation dans la performance des fonds**
- **Même si la performance devient un défi plus difficile, il reste de nombreuses bonnes opportunités au Canada**

Basé sur entretiens

Un marché du buyout relativement sous-développé au Québec

Fonds actifs dans le ROC : 132 financements, 75 fonds (2005-07)

Fonds	ROC	# Fint			ROC	# Fint	
Q	CDP Capital	1		E	Goldman Sachs Group	3	NY
ROC	TriWest Capital	6	AB	E	Advent International	1	MA
ROC	Birch Hill	6	ON	E	Apax Venture	1	NY, CA
ROC	Torquest	4	ON	E	Argo Management	1	IL
ROC	OMERS	3	ON	E	Berkshire Partners	1	MA
ROC	Newport Partners	3	ON	E	Brynwood Partners	1	CT
ROC	Teachers	3	ON	E	Bow River	1	CO
ROC	BCIMC	2	BC, AB, WA	E	Camden Partners	1	MD
ROC	Borealis/Perséis	2	ON	E	The Carlyle Group	1	NY
ROC	Dancap	2	ON	E	Caxton-Iseman	1	NY
ROC	Manvest	2	AB	E	CCMP Capital Advisors	1	NY
ROC	Oncap	2	ON	E	Cherington Capital	1	MA
ROC	YellowPoint	2	BC	E	EG Capital	1	NY, AUSTR
ROC	Tricap Restructuring	2	ON	E	Elevation Capital	1	CA
ROC	Callisto Capital	1	ON	E	Falconhead Capital	1	NY
ROC	Canterbury Park	1	MB	E	Fortress Investment	1	NY
ROC	Clairvest	1	ON	E	GE Capital	1	
ROC	Golden Opportunities Fund	1	SASK	E	Golden Gate Capital	1	CA
ROC	Imperial Capital corp.	2	ON	E	Greenhill Capital Partners	1	NY
ROC	Integrated Partners	1	ON	E	Healthpoint Capital	1	NY
ROC	Investment Saskatchewan	1	SASK	E	Highland Capital	1	MA, CA
ROC	IronBridge Equity Partners	1	ON	E	JLL Partners	1	NY
ROC	Moventis Capital	1	BC, AB, WA	E	KPS Spcial Situations fund	1	NY
ROC	Manulife	1	ON	E	KRG Capital Partners	1	CO, CA, NV
ROC	Polar Enterprise Partners	1	ON, AB	E	Lehman Brothers	1	NY
ROC	Priveq	1	ON	E	Nautic Partners	1	RI
ROC	ROI Fund	1	ON	E	OSS Capital Management	1	NY
ROC	Second City Capital Partners	1	BC	E	Perseus	1	DC, NY
ROC	Whitecastle Private Equity	1	ON	E	Saunders Karp & Mergrue	1	CT, NY
ROCQ	Edgestone	13	ON, QC	E	Stripes Group	1	NY
ROCQ	Kensington Partners	3	ON, QC	E	Sun Capital Partners	1	FL
ROCQ	RFG Private Equity	2	MB, QC	E	TA Associates	1	MA
ROCQ	BMO	1	AB, BC, ON, QC	E	Vestar Capital	1	NY, MA, CO, Fr, It, Japon
ROCQ	CCFL Subordinated Debt	1	ON, QC, BC, NY	E	Vista Equity	1	CA
ROCQE	CAI Capital	12	ON, QC, BC, NY	E	WindPoint	1	MI, IL
ROCE	Banyan Capital	2	BC, AB, WA				
ROCE	TD Capital	2	ON, MA, NY, UK				
ROCE	Tricor Pacific	1	BC, IL				
EROC	Costco Capital Management	1	NY, AB, CT				
EROC	Macquarie	1	AUS, ON				

- Plus de 60 fonds « mid-market », 30 canadiens et 30 américains sont actifs dans le reste du Canada
- La majorité des fonds se concentrent sur des transactions de buyout (acquisition)

Source : Thomson Financial,
disclosed deals 01/2005 – 03/07/07

Un marché du buyout relativement sous-développé au Québec dominé par les institutionnels et le « capital d'accompagnement »

	Québec	# Fints	
Q	FSTQ	24	
Q	Capital Amérique	7	
Q	Desjardins Capital	1	
Q	Novacap	1	
Q	SGF	1	
ROCQ	Roynat	1	ON, QC, IL, NC
EQ	Champlain Capital Partners	1	CA, MA, QC
ROC	Imperial Capital Acquisitions	2	ON
ROC	IronBridge	1	ON
ROC	Borealis	1	ON
ROC	Manulife Capital	1	ON
ROC	OMERS	1	ON
ROC	Stonebridge Merchant Bank	1	AB
ROC	Teachers'	1	ON
E	Bear Stearns Merchant Bankin	1	NY
E	Cornerstone	1	NY
E	Goldengate Capital	1	CA
E	Great Point Partners	1	CT
E	KKR	1	NY, CA
E	KPS Special Situations Fund	1	NY
E	LittleJohn	1	CT
E	Madison Dearborn	1	IL
E	Providence	1	RI
E	Riverside	1	NY, CA, TX, OH
E	Sageview Capital	1	CA, CT
		55	

- 55 financements, dont 33 (60%) par des fonds institutionnels
- Un seul fonds de buyout basé au Québec, Novacap (+ Champlain, statut spécial)
- Le marché des grandes transactions (500 M\$+) est internationalisé et semblable à celui de l'Ontario et des États-Unis
- Si l'on excepte les grandes transactions (500 M\$+), seuls 6 fonds du reste du Canada et 6 fonds des États-Unis sont actifs au Québec
- Le segment du capital développement et de la relève semble relativement bien desservi et pourtant il se développe lentement

Source : Thomson Financial, disclosed deals 01/2005 – 03/07/07

Pourquoi si peu de transactions de buyout au Québec ?

Des visions différentes selon les interlocuteurs

- **Des entreprises plus petites et en nombre plus faible ?**
 - Un argument réel, mais de portée limitée
- **Des causes de nature sociologique et culturelle ?**
 - Une culture entrepreneuriale de première génération, relativement réfractaire à ce type de transactions
 - Méconnaissance
 - Réticences à perdre le contrôle
 - Réticences à attirer un management plus professionnel et à le rémunérer
 - Barrières culturelles et linguistiques avec les fonds venus d'ailleurs
- **Faiblesse de l'offre : peu de fonds locaux et d'expertise locale**
 - Un marché mal desservi et non un deal-flow insuffisant
- **Un marché saturé par les fonds institutionnels qui font du « capital d'accompagnement »**
 - Une alternative pour les entrepreneurs
 - Un effet d'éviction du secteur privé et de repoussoir pour les fonds venus d'ailleurs ?
 - Une culture et un profil d'équipe qui rendent plus difficile de démarcher le marché et de se connecter avec les entrepreneurs
 - Des limitations à faire du secondaire et racheter la part des entrepreneurs
 - Un rôle insuffisant comme investisseurs indirects et une réticence à susciter et rémunérer des équipes locales spécialisées

Des entreprises plus petites et en moindre nombre ?

Un argument de portée limitée

Nombre d'établissements par taille au Québec et en Ontario

Secteur de la fabrication

Nb d'employés	Qc	ON	Qc/ON
20-49	2 136	3 602	59%
50-99	1 170	2 081	56%
100-199	764	1 307	58%
200-499	349	760	46%
500+	108	205	53%
Total	4 527	7 955	57%
PIB 2005	45 542	87 808	52%

Ensemble de l'économie

Nb d'employés	Qc	ON	Qc/ON
20-49	16 348	34 733	47%
50-99	5 778	12 851	45%
100-199	2 752	6 208	44%
200-499	1 378	3 245	42%
500+	630	1 280	49%
Total	26 886	58 317	46%
PIB 2005	237 981	483 962	49%

- Le Québec marque un certain creux pour les établissements de 200 à 500 employés, mais celui-ci reste limité
- En revanche, la moindre présence de filiales étrangères et le dynamisme de l'entrepreneurship créent un marché plus favorable au Québec (Source : entretiens)

Source : Statistiques Canada

- **Un nombre croissant d'intermédiaires et de fonds de l'extérieur, canadiens et américains, démarchent activement le Québec et familiarisent les entrepreneurs avec les transactions de buyout**
 - **Nombre croissant d'enchères limitées, souvent emportées par des fonds américains qui, en raison de leur spécialisation, évaluent mieux les améliorations qu'ils peuvent apporter à l'entreprise**
 - **Les informations sur les transactions réalisées circulent parmi les entrepreneurs et celles-ci font boule de neige.**
 - **En recoupant les informations recueillies, on peut estimer à une fourchette de 10 à 20 par an le nombre d'entreprises ainsi récemment acquises par des fonds de l'extérieur, ce qui est supérieur à ce qui figure dans les listes de Thomson Financial, mais demeure toutefois inférieur au reste du Canada**
 - **Les transactions ne sont pas toujours rendues publiques et restent souvent « sous le radar ».**
 - **En recoupant les bases de données et les informations recueillies lors d'entretiens, il apparaît que**
 - **12 fonds du ROC ont investi dans le midmarket au Québec et 2 autres le démarchent**
 - **13 fonds américains ont investi dans le midmarket au Québec et 7 autres le démarchent**

Une situation qui évolue rapidement

L'activité au Québec est supérieure à ce que laisse voir la base de Thomson mais largement inférieure au reste du Canada

Nombre de fonds de buyout ayant investi au Canada (2005-2007)

Cibles		Basés au Québec	Basés au Canada hors Québec	Basés aux É-U
Revenus 300 M\$+	Total	1	5	20
	Ont investi au Québec	1	2	8
	Démarchent le Québec	-	-	-
Revenus 50 (100) M\$+	Total	4	16	27
	Ont investi au Québec	4	8	9
	Démarchent le Québec	-	1	7
Revenus 20-100 M\$	Total	5	14	9
	Ont investi au Québec	5	4	4
	Démarchent le Québec	-	1	-
Revenus 1-50 M\$	Total	3	9	2
	Ont investi au Québec	3	-	-
	Démarchent le Québec	-	-	-
Total	Total	8	44	58
	Ont investi au Québec	8	14	21
	Démarchent le Québec	-	2	7

Certains fonds figurent dans plusieurs catégories de cibles

Sources : Thomson Financial, Capital IQ, entretiens, sites web de fonds

- 12 fonds du ROC ont investi dans le midmarket au Québec et 2 autres le démarchent
- 13 fonds américains ont investi dans le midmarket au Québec et 7 autres le démarchent

Voir listes en annexe

Ce faible développement du « mid-market buyout » au Québec est-il un problème ?

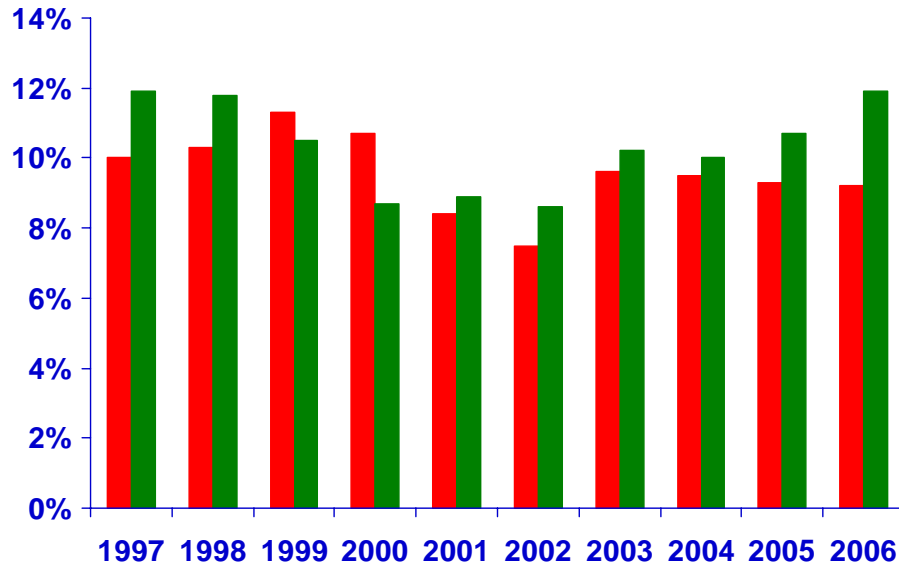
- Un nombre important de PME devront changer de main dans un futur proche : 41% en 5 ans (FCEI)
- Les PME québécoises ont un niveau d'investissement en machinerie et équipement et de croissance de la productivité inférieur à celui du reste du Canada et, plus encore, des États-Unis.
- La littérature montre que les entreprises qui ont fait l'objet de transactions de buyout ont en moyenne une plus forte croissance en valeur, en emploi, en investissement que celles qui n'en ont pas fait l'objet.
- Les exemples récents au Québec montrent que certaines transactions de buyout ont eu un effet déterminant pour transformer des entreprises locales en champions nord-américains.
- Même s'il existe des exemples d'entreprises locales telles que Garda, Couche-tard, Rona, devenues des champions nord-américains sous l'impulsion de l'équipe de gestion en place et avec l'appui financier des fonds institutionnels (capital développement), il semble exister de nombreux exemples où le capital d'accompagnement bute sur les limites du management en place, ce qui se traduit par un certain plafonnement des entreprises.

Taux d'investissement et évolution de la productivité

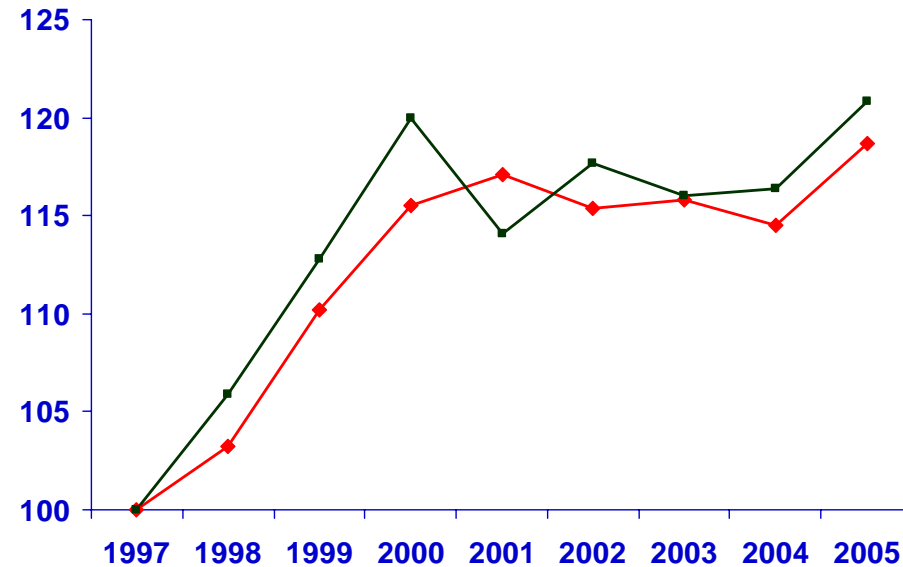
Secteur manufacturier

■ Québec
■ Ontario

Taux d'investissement en machine et matériel, en % du PIB réel



Évolution de la productivité (1997=100)



Québec/Ontario (2006)
89,6%

Ce faible développement du « mid-market buyout » au Québec est-il un problème ? (suite)

- **Le Québec aurait donc sans doute tout à gagner de voir son « mid-market » desservi par un plus grand nombre d'équipes de buyout réunissant les conditions de succès en termes d'expertise et de meilleures pratiques :**
 - Plus forte croissance et une plus grande productivité et compétitivité des entreprises
 - Émergence d'un plus grand nombre d'entreprises québécoises qui deviennent des champions nord-américains et globaux
 - Création d'expertise et de richesse au Québec
- **Il y a fort à parier que si le marché ne se développe pas sous l'impulsion de fonds locaux, il finira par se développer sous l'impulsion de fonds de l'extérieur, comme cela semble déjà être progressivement le cas :**
 - Manque à gagner en termes d'expertise (équipes spécialisées majoritairement basées à l'extérieur) et de richesse (profits réalisés par des fonds externes)
 - Accroissement de la probabilité que la consolidation des entreprises se fasse ailleurs plutôt qu'au Québec.

Le risque de perdre nos entreprises si l'activité de buyout s'accroît au Québec?

- **Deux types de risque sont fréquemment mis de l'avant :**
 - Ne risque-t-on pas de perdre nos entreprises lorsque les fonds de buyout vont chercher à revendre les entreprises pour sortir ?
 - Si le marché devient plus ouvert à des fonds de l'extérieur, n'y a-t-il pas des chances accrues que nos entreprises deviennent les consolidées plutôt que les consolidateurs ?
- **Ces risques sont réels et doivent être considérés**
 - L'enracinement local d'équipes de buyout performantes et de rayonnement nord-américain, comme c'est le cas en Ontario, est sans doute une des meilleures réponses
- **Toutefois, ils doivent également être mis en perspective :**
 - Le risque de perdre les entreprises est encore plus grand si leur croissance est faible, leur niveau de productivité moyen et leur équipe de management a atteint ses limites
 - La meilleure façon de maximiser les chances de garder nos entreprises est d'en faire des champions. Ils seront alors les acquéreurs plutôt que les acquis. L'excellence est le meilleur gage de continuité.
 - Il y a bien des cas où le « capital d'accompagnement » ne suffit pas pour y parvenir.

Que peut-on faire ?

Les options envisageables

- **Susciter un plus grand nombre de fonds privés basés au Québec**
 - Susciter ou se montrer réceptif à de bonnes équipes
 - Les financer
 - Segments laissés libres par la montée en gamme de Novacap (20-50 M\$ valeur d'entreprise)
- **Favoriser les implantations québécoises de fonds externes**
- **Financer des « club deal »**
 - Est-ce le meilleur alignement des intérêts ?
- **Susciter des équipes semi-captives pour attirer des gestionnaires de profil plus opérationnel**
 - Reste du capital d'accompagnement si ne peut prendre le contrôle
- **Créer des équipes internes à certains investisseurs institutionnels dédiées au buyout avec possibilité de prise de contrôle**
 - Adapter l'environnement réglementaire
 - Capacité à attirer les bons profils et bien aligner les intérêts ?
 - Effet d'image ?
- **Renforcer le niveau d'expertise qui va de pair avec le capital d'accompagnement**
 - Rémunération et alignement des intérêts