


mccarthy
tetrault

Sur la cible

Perspectives du capital
d'investissement privé pour 2023

mccarthy
tetrault



Le présent article ne contient que des renseignements généraux et n'est pas destiné à fournir des conseils juridiques. Pour obtenir de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec l'une de nos personnes-ressources.

Auteurs

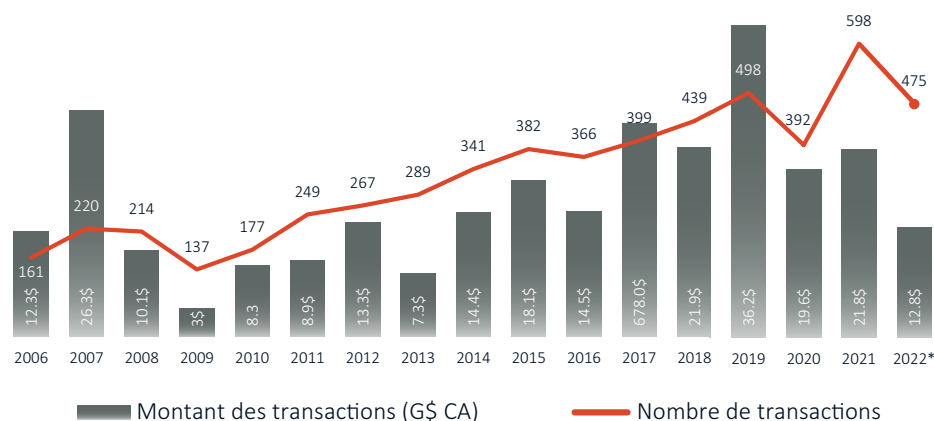
Jamie Becker, Wendy Berman, Stephanie Dewey, Heidi Gordon
Marie-Soleil Landry, William Main, Ian Mak, Nicole Morin, Haiya Peng
Jeremy Pleasant, Firuz Rahimi, Sonia Struthers et Lance Williams

Données de 2022 – Vue d’ensemble du capital d’investissement privé au Canada

Après le rythme effréné de 2021, l’effervescence qui régnait sur le marché du capital d’investissement privé au Canada s’est grandement atténuée en 2022. La hausse de l’inflation et des coûts d’emprunt jumelée à la conjoncture géopolitique ont incité les sociétés de capital d’investissement privé à placer leur capital avec plus de prudence. En date du 16 décembre 2022, le montant total de capital d’investissement privé placé au Canada durant l’année ne s’élevait qu’à 12,8 G\$ CA, selon la valeur des transactions déclarées, représentant une chute importante par rapport à 2021 (21,8 G\$ CA) et le montant le plus bas depuis 2013 (7,3 G\$ CA). Le nombre de transactions a également diminué avec seulement 475 transactions conclues en date du 16 décembre 2022, soit une baisse par rapport aux 598 transactions de 2021, lesquelles constituaient un sommet historique.

Au moment de la rédaction du présent article, le quatrième trimestre de 2022 se termine dans deux semaines, mais s’annonce plus léger sur le plan de la valeur du capital d’investissement privé engagé, avec un montant total investi de 0,6 G\$ CA au 16 décembre 2022, comparativement à 4 G\$ CA au quatrième trimestre de 2021. Par contre, le nombre de transactions n’a pas diminué de façon aussi marquée, puisque 94 transactions avaient été conclues en date du 16 décembre 2022, contre 150 au quatrième trimestre de 2021.

Évolution des transactions de capital d’investissement privé au Canada par année

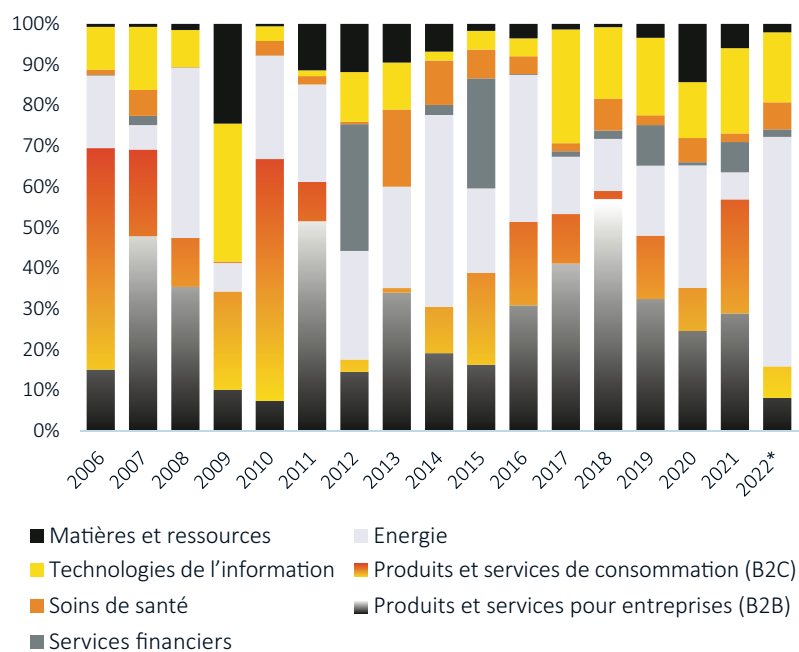




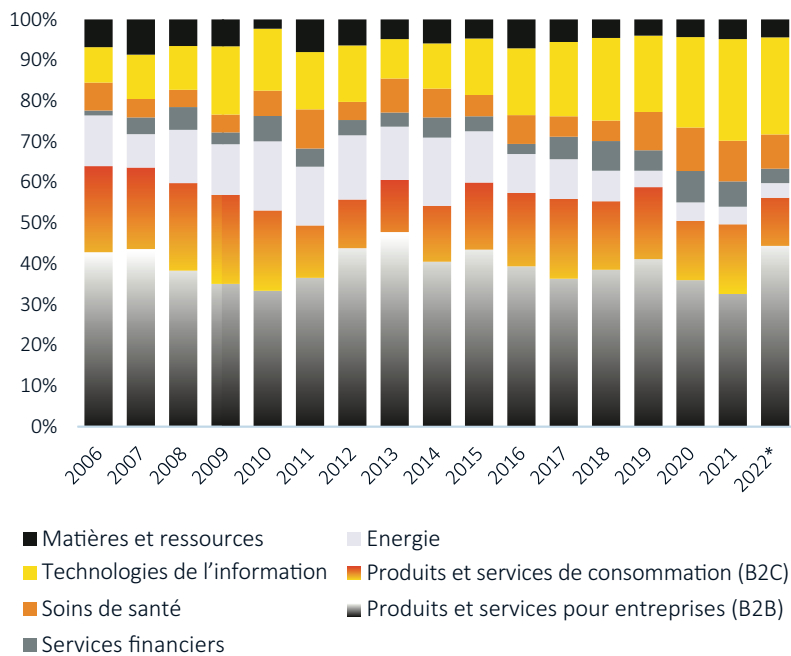
CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ AU CANADA PAR SECTEUR

En 2022, les secteurs gagnants quant à la valeur des transactions sont les secteurs de l'énergie, de la technologie de l'information et du commerce d'entreprise à entreprise, le secteur de l'énergie dépassant de loin les deux autres. En date du 16 décembre 2022, un montant de 7,20 G\$ CA en capital d'investissement privé a été investi dans le secteur de l'énergie, représentant une hausse marquée par rapport au montant de 1,45 G\$ CA en 2021. Les investissements dans la technologie de l'information et le secteur du commerce d'entreprise à entreprise sont considérablement inférieurs et se chiffrent respectivement à 2,20 G\$ CA (4,56 G\$ CA en 2021) et 1,04 G\$ CA (6,30 G\$ CA en 2021). Toutefois, le secteur du commerce d'entreprise à entreprise a également connu la plus forte réduction du capital investissement total investi, car, en 2021, le montant total investi à ce titre s'élevait à 6,30 G\$ CA, comparativement à 1,04 G\$ CA cette année. Malgré la réduction de l'investissement total en capital d'investissement privé, le nombre de transactions dans le secteur du commerce d'entreprise à entreprise constitue le nombre de transactions le plus élevé en 2022 avec un total de 211 transactions (en hausse par rapport aux 195 transactions en 2021). En revanche, le secteur de l'énergie n'a connu qu'un total de 17 transactions (en baisse par rapport aux 26 transactions en 2021) et celui de la technologie de l'information n'a connu qu'un total de 113 transactions (en baisse par rapport aux 149 transactions en 2021).

Valeur des transactions de capital d'investissement privé au Canada par secteur



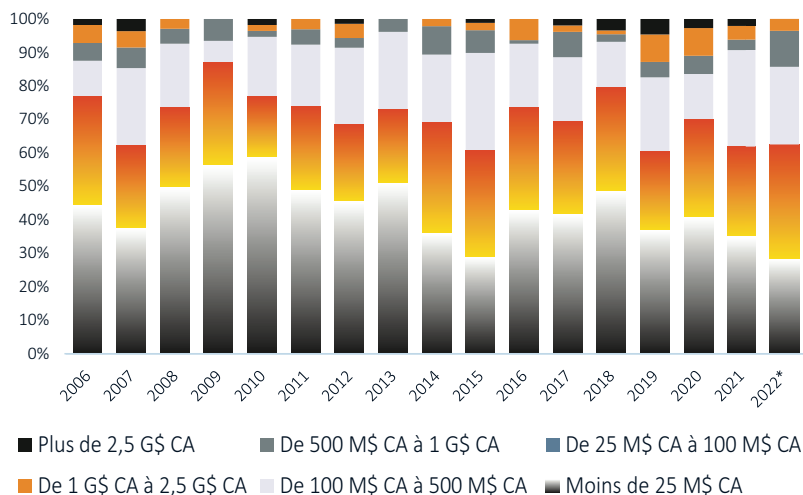
Nombre de transactions de capital d'investissement privé au Canada par secteur



SORTIES FINANCIÉES PAR DU CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ AU CANADA

Les lecteurs se souviendront peut-être que l'année 2021 constituait un point tournant dans la tendance historique à la baisse des sorties financées par du capital d'investissement privé au Canada. Conformément aux tendances générales de 2022, la tendance historique à la baisse est revenue en ce qui concerne les sorties soutenues par le capital d'investissement privé, car elles ont diminué de manière significative en 2022. En date du 16 décembre 2022, les sociétés de capital d'investissement privé sont sorties de 110 sociétés (150 en 2021) avec une valeur totale de 12,55 G\$ CA (23,86 G\$ CA en 2021), ce qui, sur une base annualisée, représenterait une diminution d'un exercice à l'autre de 27 % du nombre de transactions et de 47 % de la valeur des transactions.

Nombre de sorties financées par du capital d'investissement privé au Canada

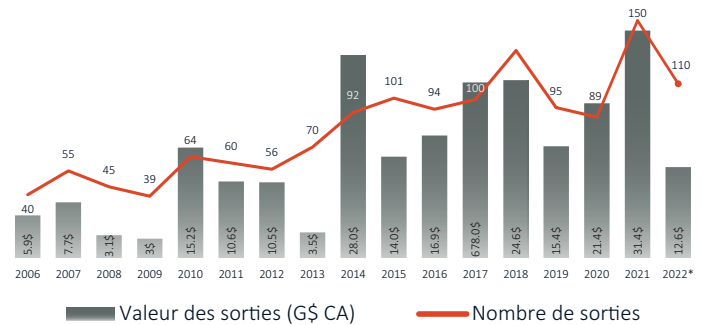




TAILLE DES TRANSACTIONS AU CANADA

Malgré la diminution d'une année à l'autre du nombre de transactions dans son ensemble, la catégorie des transactions dont la taille est inférieure à 500 M\$ CA constitue encore le fondement des placements du capital d'investissement privé au Canada. En date du 16 décembre 2022, ces transactions représentent environ 86 % du total du nombre de transactions de placement du capital d'investissement privé au Canada. Toutefois, en 2022, les transactions dont la taille est inférieure à 25 M\$ CA ont diminué notablement passant de 34 en 2021 à seulement 16 en 2022. De plus, en date du 16 décembre 2022, il n'y avait que 8 transactions de capital d'investissement privé supérieures à 500 M\$ CA comparativement à 9 en 2021 et à 12 en 2020.

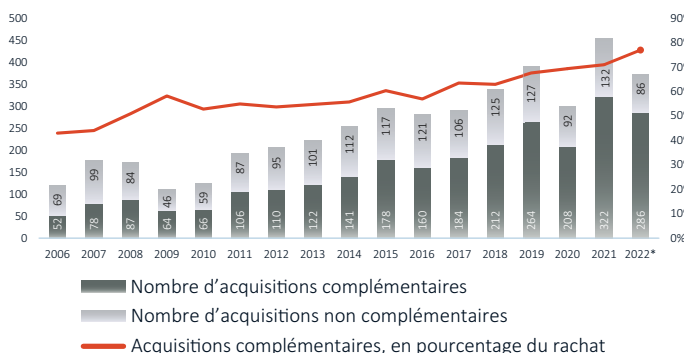
Nombre de transactions de capital d'investissement privé au Canada par taille de transactions



ACQUISITIONS COMPLÉMENTAIRES AU CANADA

Les acquisitions complémentaires continuent de représenter la majeure partie des acquisitions sur le marché du capital d'investissement privé au Canada, soit 76,9 % du nombre de transactions, pourcentage qui correspond à la tendance des cinq dernières années. Compte tenu du fait que les fonds continuent de se spécialiser et d'acquérir une expertise dans des secteurs d'industries précis, et compte tenu des opportunités potentielles pour les entreprises d'acquérir des actifs dévalorisés, nous nous attendons à voir une croissance continue du nombre d'acquisitions complémentaires en 2023.

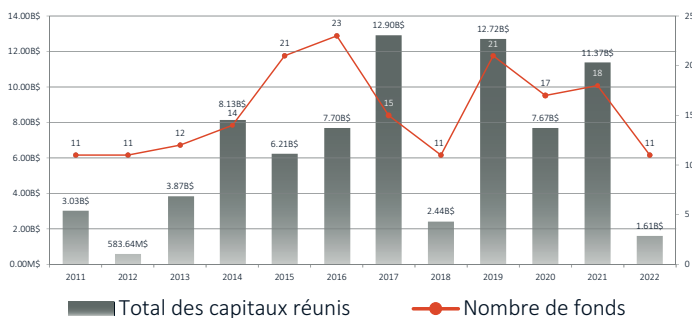
Nombre d'acquisitions complémentaires par du capital d'investissement privé au Canada par année



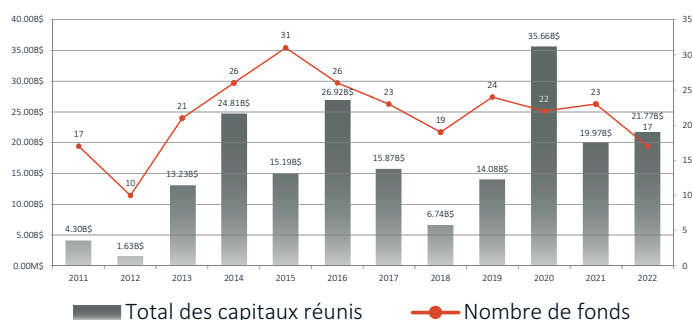
LEVÉE DE CAPITAUX SUR LE MARCHÉ DU CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ AU CANADA

Le financement des fonds d'acquisition de capital d'investissement privé classiques a chuté drastiquement en 2022. En date du 16 décembre 2022, 1,61 G\$ CA ont été levés, ce qui représente environ 10 % du montant total des capitaux levés en 2021 (11,37 G\$ CA). En combinant le montant total de capitaux levés par les fonds d'acquisition de capital d'investissement privé classiques et les fonds similaires au capital levé par les fonds de capitaux d'emprunt privés, d'actifs réels et de placements secondaires, le montant total, en date du 16 décembre 2022, se chiffrait à 21,77 G\$ CA, ce qui représente une hausse de 9 % par rapport au montant de 2021 (19,97 G\$ CA). Cependant, une fraction appréciable de ce montant est imputable au Brookfield Global Transition Fund d'une valeur de 15 G\$ CA de Brookfield, qui a été fermé en juin 2022.

Financement des fonds d'acquisition de capital d'investissement privé classiques et des fonds similaires au Canada par année



Financement des fonds d'acquisition de capital d'investissement privé classiques et des fonds similaires au Canada et financement de capitaux d'emprunt privés, d'actifs réels et de placements secondaires par année



CONCLUSION

L'année 2022 a été tumultueuse pour l'économie mondiale. Les sociétés de capital d'investissement privé au Canada n'ont pas été à l'abri de cette pression. L'inflation persistante, le spectre d'une récession mondiale imminente, l'invasion de l'Ukraine et les autres événements géopolitiques ont eu un effet néfaste sur l'économie mondiale. Comme pour les autres intervenants du marché, la réaction des sociétés de capital d'investissement privé a été de répartir leur capital avec plus de prudence. Cette situation se reflète dans la diminution globale du nombre de transactions et de la valeur des transactions en 2022. Pour l'avenir, plusieurs autres tendances clés à surveiller pourraient avoir des répercussions sur la capacité de croissance et les transactions, comme la capacité

l'invasion de l'Ukraine et les autres événements géopolitiques ont eu un effet néfaste sur l'économie mondiale.

des entreprises canadiennes à faire face à la hausse de l'inflation et des coûts d'emprunt, la disponibilité des sources d'approvisionnement en matières premières et en produits finis et la pression croissante exercée par les commanditaires et les vendeurs potentiels sur les sociétés de capital d'investissement privé pour qu'elles mettent en place et divulguent leurs politiques ESG et leurs bilans.





Répercussions du resserrement du marché

L'incidence de la COVID-19 sur les faillites au Canada, comme sur la majeure partie de l'économie, était un territoire inconnu. Bien que le nombre de faillites d'entreprises ait été des plus bas pour l'année 2021 et le début de l'année 2022, la combinaison du retrait du soutien gouvernemental, de l'inflation et des problèmes de chaîne d'approvisionnement a entraîné une augmentation du nombre de cas de faillite vers la fin de 2022. Le resserrement des marchés des titres de participation et des titres d'emprunt mondiaux à la fin de 2022 a fait en sorte que certains secteurs ont été perçus comme plus spéculatifs ou sursaturés (par exemple, le cannabis) de même que les secteurs nécessitant des placements importants et fréquents de titres de participation (par exemple, les sociétés minières à faible capitalisation).

Cette tendance devrait se poursuivre, car le gouvernement du Canada note dans sa mise à jour de l'automne « que la croissance mondiale devrait ralentir et que les risques d'une récession augmentent ». Bien que les bilans des sociétés américaines aient été restructurés et « redressés » au cours des derniers ralentissements, notamment au cours de la crise financière de 2008, les sociétés canadiennes s'en sont sorties relativement indemnes. Par conséquent, les sociétés canadiennes sont en moyenne beaucoup plus endettées que leurs contreparties américaines. Cette situation présente des défis et des opportunités pour les participants du marché de capital d'investissement privé.

Lorsque les marchés étaient florissants et que le crédit était facilement accessible, le dessaisissement d'un actif sous-performant dans le cadre d'une procédure d'insolvabilité était relativement simple : les parties organisaient un processus de vente et de sollicitation d'investissements (PVS), le marché y répondait et le processus complet était réalisé dans un délai relativement court. Par suite du changement des marchés, le PVS rapide a moins de chance de réussir. En 2022, le PVS a, dans certaines circonstances, donné des résultats peu reluisants, y compris l'insuffisance de soumissions de crédit de financement temporaire pour régler le financement du débiteur-exploitant. En 2022, la restructuration de Freshlocal, une société œuvrant dans le secteur des technologies et de service de livraison d'épicerie, sert de sévère mise en garde. La société a connu une croissance rapide durant la pandémie, a conclu un contrat pour le soutien logiciel avec une grosse chaîne d'épiceries internationale et a réalisé son premier appel public à l'épargne en avril 2021. Malgré un processus de marketing exhaustif et une estimation de la valeur bien en deçà des montants dus aux créanciers garantis, le PVS n'a pu obtenir une offre viable et Third Eye Capital a acheté la société au moyen d'une offre de type « Stalking Horse ». Les créanciers garantis ont été dans l'impossibilité de récupérer leurs créances.

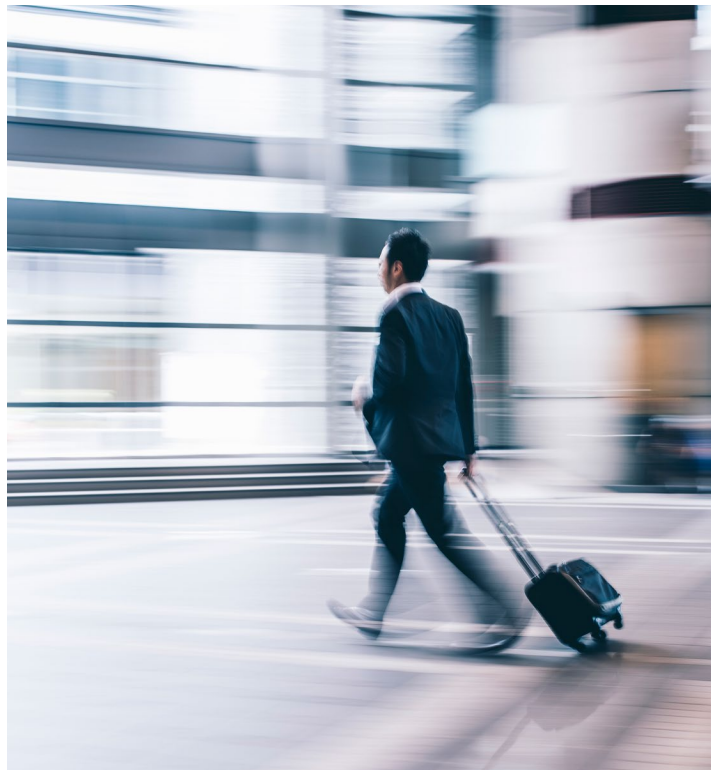
En raison des désavantages d'un PVS dans un marché en baisse, les solutions de restructuration créatives ont besoin d'être examinées en vue de maximiser le recouvrement. Ces solutions incluent les compromis classiques, les plans d'arrangement et la restructuration d'actifs et des opérations en difficulté en vue de les conserver à moyen terme plutôt que de s'en départir immédiatement. En 2023, nous prévoyons voir plus de restructurations classiques et des prêteurs plus actifs en forçant la restructuration du bilan et de l'exploitation.

Toutefois, ces cas en difficulté présentent également des occasions. Les sociétés de capital d'investissement privé agissant à titre de prêteur temporaire, comme l'a fait Third Eye Capital dans le cas de Freshlocal, peuvent obtenir du financement dans le cadre du processus et une position prioritaire pour une soumission de crédit future. De même, lorsqu'un PVSI est nécessaire, les offres de type « Stalking Horse » et leurs frais de rupture associés ainsi que les protections relatives au remboursement des frais seront probablement plus recherchées par les créanciers qui veulent s'assurer un seuil minimal. Avec une concurrence réduite, des occasions existent pour ceux qui veulent participer à titre d'initiateur d'offres de type « Stalking Horse » visant l'acquisition d'actifs en difficulté à coût moindre.

Bien que la direction que prendra l'économie mondiale en 2023 demeure incertaine, la plupart des indicateurs suggèrent une récession mondiale. Nous prévoyons que le marché de l'insolvabilité sera plus actif qu'il ne l'a été récemment. Plus particulièrement, compte tenu du niveau d'endettement élevé des sociétés canadiennes, la flexibilité de l'utilisation créative offerte par la législation en matière de restructuration au Canada présentera des occasions aux groupes intéressés qui cherchent à tirer profit en investissant leur capital dans des cas en difficulté.

Les impacts de l'évolution des conditions de financement par emprunt

Le 15 mars 2020, la Réserve fédérale des États-Unis a diminué la fourchette cible des taux des fonds fédéraux à entre 0 % et 0,25 % en réponse à l'aggravation de la pandémie du coronavirus. Le 27 mars 2020, la Banque du Canada a emboîté le pas en réduisant son taux cible du financement à un jour à 0,25 %. Dans chaque cas, le taux d'intérêt fixé à près de zéro a ouvert la porte à une période de deux années d'emprunt à faible taux d'intérêt, de liquidité sur le marché et d'évaluations élevées qui ont dynamisé un volume de transactions sans précédent sur les marchés de capital d'investissement privé tant aux États-Unis qu'au Canada. À l'horizon 2023, les perspectives concernant le taux d'intérêt et le marché des liquidités sont totalement différentes. Le taux cible du financement à un jour de la Banque du Canada a commencé à augmenter le 22 mars 2022 pour atteindre 4,25 % le 7 décembre 2022. La fourchette cible des taux des fonds fédéraux de la Réserve fédérale des États-Unis a augmenté de façon



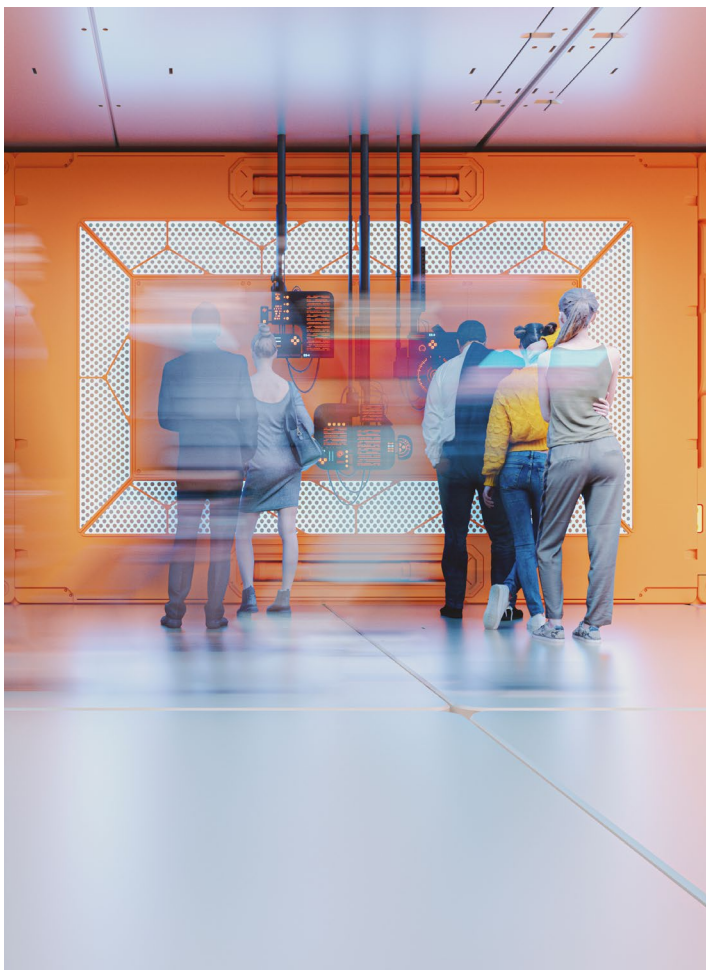
similaire pour se situer à entre 4,25 % et 4,50 %. La hausse des taux d'intérêt est survenue en même temps qu'un changement de la politique monétaire et un resserrement quantitatif dont l'objectif est d'atténuer les pressions inflationnistes attribuables au surplus de liquidités injectées dans les marchés au cours des deux dernières années. L'ère des beaux jours d'emprunts peu coûteux et des multiples élevés étant révolue, une normalisation du rythme et du volume des transactions semble se présenter à l'horizon. Cette situation présente néanmoins aux participants du capital d'investissement privé l'occasion de se concentrer sur l'efficacité de l'exploitation, la compétence de l'équipe de direction et la création de valeur tout en recherchant des structures de financement prudentes et stables.

QUALITÉ PLUTÔT QUE QUANTITÉ

La hausse des coûts et le manque de liquidité des titres d'emprunt ont tempéré la frénésie des marchés présente au cours des années 2020 et 2021. En juin 2022, les émissions de titres d'emprunt aux États-Unis avaient diminué de 41 % par rapport au même mois en 2021¹. Au cours des trois mois précédents le 21 octobre 2022, les sociétés américaines ont réuni 10,6 G\$ US² en prêts à effet de levier pour financer des acquisitions, soit le plus bas

1 <https://www.economist.com/business/2022/07/07/private-equity-may-be-heading-for-a-fall>.

2 <https://pitchbook.com/news/articles/leveraged-loan-financing-for-lbos-deteriorates-as-cost-of-debt-rises>.



montant depuis près de sept ans. Au-delà de l'incidence d'un emprunt plus coûteux sur le volume des nouveaux prêts accordés pour financer les investissements, la hausse des taux d'intérêt aura une incidence importante sur les investissements existants. Pour l'année 2023, les sociétés de capital d'investissement privé devraient évaluer dans quelle mesure les rendements qu'ils ont obtenus au cours des deux dernières années sont le résultat d'une stimulation du chiffre d'affaires ou d'une amélioration de l'efficacité de l'exploitation, plutôt que le résultat de multiples expansions. Les conditions d'une telle expansion multiple, notamment un endettement bon marché et un excès de liquidités, ayant été supprimés de l'équation, un retour aux aspects fondamentaux de création de valeur offre une opportunité pour les fonds de tirer profit des vents contraires auxquels l'économie fera face et un refuge éventuel contre ceux-ci. Par exemple, les placements dans des PME « dont les résultats reposent davantage sur la création de valeur dans le cadre d'une exploitation ascendante plutôt que sur l'effet de levier et l'ingénierie financière³ » seront moins

exposés aux conditions de resserrement du crédit. De petites acquisitions complémentaires aux investissements d'une plateforme existante qui continuent de donner un bon rendement peuvent aussi prendre de la valeur. Ces conditions donnent en définitive l'occasion de développer l'efficacité de l'exploitation et d'améliorer les principales compétences ainsi que l'occasion pour les gestionnaires de fonds talentueux de se concentrer sur des cibles prometteuses sans que des surévaluations viennent gonfler le prix d'achat.

AVERSION AU RISQUE

L'accent mis sur la qualité plutôt que sur la quantité est une caractéristique de l'environnement d'aversion au risque actuel. Les stratégies de placement qui sont envisagées le plus régulièrement à ce moment-ci auront fort probablement une incidence sur le volume et le rythme des transactions. Nous prévoyons que les prêteurs et les investisseurs entreprendront des processus de vérification diligente détaillés à la lumière de conditions d'approbation de crédit plus strictes, ce qui entraînerait un retour à des délais de transactions normaux. Les structures de transactions plus risquées, y compris les acquisitions par emprunt avec un prêt garanti de second rang ou des titres de créances de second rang, pourraient devenir de plus en plus rares et faire l'objet d'un examen plus approfondi par les prêteurs. Les prêteurs peuvent exiger que la mise de fonds constitue une tranche plus importante du prix d'achat d'acquisitions par emprunt étant donné que les prêteurs cherchent à limiter leur exposition et à préserver leur capital. Les conditions régissant les prêts à effet de levier pourraient également s'écarter de ce qui semblait être la tendance à l'assouplissement des clauses restrictives qui a fleuri au cours des deux dernières années. De plus, les clauses relatives à la distribution, aux dettes supplémentaires, aux investissements et aux acquisitions pourraient faire l'objet d'une attention accrue. Quant aux transactions existantes, les pressions inflationnistes et les hausses des taux d'intérêt peuvent encourager la coopération entre les prêteurs et leurs clients pour faire face à des manquements aux engagements avant qu'ils ne surviennent ou pour trouver des solutions créatives pour pallier tout manquement aux engagements qui sont déjà survenus. Ces facteurs peuvent continuer à stimuler l'activité entourant les transactions, malgré la conjoncture économique agitée, étant donné que les prêteurs et les investisseurs cherchent à identifier des actifs de qualité dans un environnement d'aversion au risque.

3 <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/institutional/insights/portfolio-insights/portfolio-strategy/allocation-spotlight/private-equity-braced-for-a-turn-in-rates/#>.

CHANGEMENT DE L'ENVIRONNEMENT DES PRÊTEURS

L'expansion marquée du marché de prêteurs directs qui a eu lieu au cours des deux dernières années continue d'avoir un effet sur le capital d'investissement privé. Les prêteurs directs ont bénéficié d'une hausse de la demande pour des prêts visant à financer les acquisitions par emprunt. De plus, comme les fonds qui ont amassé d'importants capitaux qui n'ont pas encore été placés, les prêteurs directs ont aussi accumulé des capitaux qui n'ont pas encore été placés. Bien que le marché de prêteur direct au Canada soit moins développé que celui des États-Unis, les incursions sur le marché de prêteur direct aux États-Unis pour des transactions transfrontalières procurent aux investisseurs d'autres sources de financement. Au cours de la prochaine année, même si le rythme et le volume des transactions sont normalisés, la flexibilité des prêteurs directs ouvre une porte aux prêts à effet de levier pour ce qui est des investissements ne répondant pas aux critères usuels du financement syndiqué classique.

REGARD VERS L'AVENIR

Étant donné que nous nous éloignons pour l'instant des jours d'emprunt à faible taux d'intérêt et d'excès de liquidité, l'année 2023 présente une occasion unique pour les prêteurs et les fonds de retourner aux aspects fondamentaux de capital d'investissement privé et de se concentrer sur des cibles qui pourraient bénéficier le plus

d'efficacités d'exploitation, d'améliorations importantes, d'une direction solide et de conseils d'un gestionnaire de fonds qualifié. Nous prévoyons que l'échéancier des transactions sera normalisé et que le processus de vérification diligente préalable, tant par les fonds que leurs prêteurs, portera sur le fond et non la vitesse. Bien que l'ensemble des engagements et des modalités des transactions peuvent être resserrés à court et à moyen terme, nous estimons que ces mesures, de concert avec la coopération entre les prêteurs et les fonds, ne seront pas utilisées démesurément par ni l'un ni l'autre de peur de passer outre à un investissement de qualité.

Prêts aux commanditaires : Quelques clarifications de la part de l'Agence du revenu du Canada

L'Agence du revenu du Canada (ARC) a récemment publié les lignes directrices attendues depuis longtemps énonçant les conditions pour que l'ARC reconnaisse le caractère des prêts accordés par une société en commandite (le principal véhicule juridique utilisé par les sociétés de capital d'investissement privé) à ses commanditaires, lesquels prêts seraient compensés par des distributions versées au cours de l'exercice suivant.





En raison du décalage entre le moment où les allocations et les distributions du revenu d'une société de personnes sont reflétées dans le prix de base rajusté du commanditaire en vertu de la Loi de l'impôt sur le revenu (Canada) (LIR), un commanditaire peut être réputé avoir réalisé un gain en capital lorsqu'une société en commandite génère et distribue ses profits au cours du même exercice. Ce gain en capital réputé pourrait faire l'objet d'une double imposition. Dans ce contexte, certaines sociétés de capital d'investissement privé permettent que les produits distribuables soient prêtés aux commanditaires dans l'exercice au cours duquel ils sont gagnés. Ces prêts sont habituellement compensés par des distributions futures (généralement au cours de l'exercice suivant).

En 2016, l'ARC a indiqué qu'elle pourrait chercher à traiter, dans certaines conditions non précisées, ces prêts comme des distributions. Cette déclaration a généré beaucoup d'incertitude concernant l'utilisation des prêts aux commanditaires jusqu'à la tenue le 7 octobre 2022 de la table ronde de l'ARC avec l'Association de planification fiscale et financière.

Lorsqu'il a été demandé, en 2016, à l'ARC de clarifier sa position au cours de la table ronde, elle a répondu en énumérant les conditions spécifiques qui doivent généralement être respectées pour qu'elle reconnaisse les prêts accordés aux commanditaires comme réellement des prêts et non des distributions⁴. Une de ces conditions prévoit que le montant total des prêts reçus par un commanditaire en particulier pour un exercice donné ne peut, en général, excéder la somme (i) de la tranche du revenu de la société en commandite alloué à ce commanditaire pour l'exercice et (ii) du prix de base rajusté de ce commanditaire dans sa participation dans la société en commandite à la fin de cet exercice. De plus, le but principal du prêt doit être d'éviter le gain en capital réputé décrit précédemment. L'ARC a réaffirmé que dans le cas où un prêt ne respecte pas toutes les conditions, elle peut chercher à traiter le plein montant du prêt comme une distribution de la société en commandite au commanditaire concerné (ce qui pourrait être considéré comme un gain en capital réputé et faire l'objet éventuellement d'une double imposition comme il est décrit précédemment) et elle a ajouté qu'elle pourrait invoquer la règle générale anti-évitement pour ce faire.

Bien que ces nouveaux commentaires de l'ARC confirment qu'elle pourrait accepter le mécanisme de prêt dans certaines circonstances, les conditions énumérées ne laissent qu'une étroite échappatoire qui peut ne pas toujours être disponible. De plus, ces conditions laissent planer une incertitude quant à leur application et il serait avantageux qu'elles soient clarifiées davantage par l'ARC. Cependant, la plupart des fonds de capital d'investissement privé dont les revenus, aux fins de l'impôt, sont généralement appariés aux produits distribuables, devraient bénéficier de cette nouvelle déclaration. D'autres fonds auront cependant besoin de considérer d'autres mécanismes.

4 Table ronde sur la fiscalité fédérale, Congrès de 2022 de l'Association de planification fiscale et financière à Montréal. Question 5, p. 9-11; l'ARC a traité de cette question à nouveau lors de la Table ronde de l'Agence du revenu du Canada à la Conférence annuelle de 2022 de la Fondation canadienne de fiscalité, le 29 novembre 2022, et a donné essentiellement la même réponse.

Des modifications proposées pourraient obliger les fonds étrangers à prélever une retenue d'impôt canadien

En août 2022, le ministère des Finances du Canada a publié des modifications de forme proposées à la LIR qui pourraient obliger certains fonds d'investissement privé étrangers ayant des investisseurs canadiens à prélever une retenue d'impôt canadien même si le fonds n'a ni placement au Canada ni relation avec celui-ci. En plus d'imposer un fardeau de conformité aux fonds étrangers, ces règles pourraient avoir une incidence importante sur les investisseurs canadiens. Les fonds étrangers pourraient refiler les frais associés à ces règles (y compris les frais de conformité et toute majoration pour la retenue d'impôt) aux investisseurs canadiens ou tout simplement refuser les placements provenant d'investisseurs canadiens.

Sous réserve d'un allègement prévu en vertu d'un traité fiscal applicable, le Canada prélève un impôt de 25 % (en vertu de la partie XIII de la LIR) sur certains montants versés par un résident canadien à un résident non canadien, y compris certains frais de gestion. À l'heure actuelle, une société de personnes est réputée être un résident canadien (pour l'application de la partie XIII) dans la mesure à laquelle le montant, ou une tranche de celui-ci, est déductible dans le calcul du revenu ou de la perte provenant d'une source canadienne de la société de personnes. Par conséquent, si une société de personnes étrangère n'a pas de revenu (ou de perte) d'une source canadienne, cette règle de présomption ne devrait pas s'appliquer. Le projet de modifications législatives propose également des règles qui pourraient examiner les sociétés membres d'une autre société dans le but de rendre cette décision.

Par exemple, prenons le cas d'un résident canadien qui investit, conjointement avec des résidents non canadiens, dans un fonds étranger qui est une société de personnes aux fins de l'impôt sur le revenu du Canada. Dans un tel cas, le fonds paie des frais de gestion à un gestionnaire résident non canadien apparenté. Le fonds n'a aucun investissement ni aucune autre activité ou exploitation au Canada. En vertu des règles actuelles, les frais de gestion ne seraient pas assujettis à la retenue d'impôt en vertu de la partie XIII parce que la société de personnes n'aurait ni revenu ni perte d'une source au Canada. En vertu des nouvelles règles, la partie XIII pourrait s'appliquer à une tranche des frais de gestion allouables à l'investisseur résident canadien, de même qu'à certains investisseurs résidents non canadiens assujettis à l'impôt sur le revenu au Canada, dans la mesure à laquelle les frais sont déductibles dans le calcul des impôts sur le revenu au Canada de ces investisseurs.

Comme il est mentionné précédemment, le cas échéant, les traités fiscaux du Canada peuvent offrir un allègement à la retenue d'impôt en vertu de la partie XIII. À cet effet, la plupart des traités du Canada ont des dispositions sur les profits d'entreprise qui accordent une dispense aux frais de gestion, sauf si les frais sont attribuables à un établissement stable tenu au Canada. Toutefois, dans certains cas, les dispenses accordées par les traités ne seront pas disponibles (comme lorsque le gestionnaire est résident d'un territoire avec





lequel le Canada n'a pas de traité ou lorsqu'il n'est pas admissible aux avantages prévus par les traités).

Le ministère des Finances du Canada étudie actuellement des soumissions sur les modifications proposées et il a indiqué que la date d'entrée en vigueur ne serait pas antérieure à la date d'un dépôt futur de projet de propositions législatives.

La prolifération des fonds de continuation

Au cours des dernières années, les transactions de fonds de continuation ont proliféré. Dans le cadre d'une transaction de fonds de continuation, le gestionnaire (sponsor) d'un fonds privé organise un nouveau fonds, un fonds de continuation, et vend une ou plusieurs sociétés du portefeuille du fonds initial au fonds de continuation. Deux options sont offertes aux commanditaires du fonds initial : vendre leur participation dans la société du portefeuille visée ou conserver leur participation dans la société du portefeuille visée en la transférant dans le fonds de continuation et en devenant ainsi un commanditaire du fonds de continuation.

Outre les commanditaires effectuant ce transfert, le fonds de continuation est capitalisé par de nouveaux investisseurs qui font des apports de capitaux en espèces. Ces capitaux sont ensuite versés au fonds initial en

règlement du prix d'achat de la société du portefeuille visée. Le fonds initial distribue ces espèces aux commanditaires qui choisissent de vendre. Les nouveaux investisseurs sont généralement des fonds de transactions secondaires ou d'autres investisseurs institutionnels. Un ou deux de ces nouveaux investisseurs agissent souvent à titre d'investisseurs principaux en fixant le prix, dans bien des cas après un encan concurrentiel mené par un intermédiaire, et en négociant les modalités de la convention d'achat relative à la société du portefeuille visée et de la convention de société du fonds de continuation. Le gestionnaire commercialise toute participation restante dans le fonds de continuation à un consortium d'investisseurs qui engagent des montants moindres et qui participent moins activement à la transaction.

Par le passé, les fonds de continuation ont joué un rôle limité dans le marché de capital d'investissement privé. Les gestionnaires utilisaient ces véhicules lorsque la durée d'un de leurs fonds arrivait à échéance et que le gestionnaire nécessitait plus de temps pour gérer une société du portefeuille avant de la mettre sur le marché dans le cadre d'une vente ou d'un premier appel public à l'épargne (PAPE). C'est pourquoi la perception de ces véhicules était légèrement négative. Cette perception négative est disparue au cours des dernières années, car la popularité des fonds de continuation a augmenté de plus en plus auprès des gestionnaires qui s'en servent comme un autre choix par rapport à la sortie classique au moyen d'une

vente ou d'un PAPE. Un fonds de continuation permet à leur gestionnaire d'offrir des choix à ses investisseurs parce que les investisseurs qui veulent obtenir de la liquidité choisissent de vendre alors que ceux qui désirent conserver leur placement peuvent choisir de le transférer dans le fonds de continuation. La capacité d'offrir de la liquidité aux investisseurs est particulièrement intéressante dans un marché agité lorsque les sorties classiques au moyen d'une vente ou d'un PAPE ne sont aucunement disponibles ou ne le sont pas à un prix acceptable.

Le fonds de continuation permet aussi aux gestionnaires de conserver plus longtemps les actifs qu'ils considèrent comme des fleurons, ce qui leur donne plus de temps pour gérer les actifs et de tirer profit des hausses supplémentaires de leur valeur. Cette valeur reviendrait autrement à un autre gestionnaire ou à un acheteur stratégique acquéreur de l'actif si le gestionnaire était autrement obligé de vendre en raison de l'expiration de la durée du fonds initial. Les transactions de fonds de continuation offrent un autre avantage aux gestionnaires en leur permettant de cristalliser l'intérêt passif sur la société du portefeuille visée, quoiqu'ils transféreront souvent la totalité ou la presque totalité de cet intérêt passif cristallisé dans le fonds de continuation. Les nouveaux investisseurs s'engagent souvent à fournir des capitaux supplémentaires pour financer des investissements subséquents et cette option est également offerte aux investisseurs qui viennent du fonds initial. La capacité du fonds initial d'injecter de nouveaux capitaux dans la société du portefeuille

visée peut être restreinte parce que son capital est déjà entièrement déployé ou parce que les limites de placement dans une même société du portefeuille l'en empêchent. Par conséquent, les nouveaux capitaux permettent la croissance de la société du portefeuille visée, ce qui constitue un autre avantage du fonds de continuation.

Les avantages mentionnés ci-dessus ont fait en sorte d'augmenter la popularité des fonds de continuation auprès des gestionnaires. Selon Private Equity International, les 50 plus importants gestionnaires de capital d'investissement privé au monde utiliseront tous un fonds de continuation pour un seul actif au moins une fois au cours des deux prochaines années. Comme de nombreuses tendances du capital d'investissement privé, l'utilisation des fonds de continuation a pris de l'ampleur aux États-Unis avant de s'implanter au Canada. Toutefois, cette pratique s'est maintenant installée au Canada avec d'importants gestionnaires canadiens comme les sociétés Novacap, Georgian Partners, Inovia, Imperial Capital et Torquest qui ont toutes formé des fonds de continuation au cours des deux dernières années.

Si les gestionnaires tirent parti des avantages des fonds de continuation, les investisseurs s'emparent également de cette tendance, en partie grâce aux rendements élevés des fonds de transactions secondaires. La collecte de fonds par les fonds secondaires, lesquels placent souvent une tranche importante de leur capital dans des fonds de continuation et dans d'autres fonds secondaires menés par des gestionnaires, s'est accélérée pour atteindre un sommet





en 2020 avec 63 fonds ayant réuni plus de 91 G\$ US (selon Pitchbook), ce qui surpasse grandement les sommets historiques. Même si cette collecte de fonds a diminué depuis ce sommet, elle surpasse encore les sommets historiques. Cette hausse des réunions de capital est attribuable aux gestionnaires de fonds secondaires classiques comme Ardian, Coller et Whitehorse et aux nouvelles stratégies des fonds de transactions secondaires menés par des investisseurs adoptées par d'autres gestionnaires comme TPG.

Un marché à la hausse combiné à une solide demande par les gestionnaires ont donné une période au cours de laquelle les gestionnaires ont pu obtenir des prix intéressants et dicter des modalités favorables à ces derniers pour les fonds de continuation. Récemment, le marché a légèrement changé. Du côté de l'offre, les fonds de continuation restent une option attrayante pour les gestionnaires, en particulier à la lumière des défis actuels sur les marchés des fusions et acquisitions et de PAPE, mais du côté de la demande, le ralentissement des levées de fonds de transactions secondaires et l'incertitude macroéconomique ont rendu les investisseurs plus sélectifs dans le déploiement de leur capital dans les fonds de continuation. Par conséquent, les modalités des fonds de continuation favorables aux gestionnaires, comme l'intérêt passif avec prime, ont quelque peu diminué. Les fonds de continuation ont souvent des structures d'intérêt passif à plusieurs niveaux, comme des taux d'intérêt passif croissants si le fonds de continuation atteint un taux de rendement interne plus élevé et/ou des seuils de multiple du capital investi, avec un intérêt passif avec prime progressif qui rapporte plus de 20 % au gestionnaire. L'intérêt passif avec prime dans les fonds de continuation pour les investisseurs de haut calibre était courant en 2020 et en 2021, mais il est plus rare dans le contexte actuel. De plus, les gestionnaires sont généralement plus réceptifs aux commentaires des investisseurs concernant la convention de société en commandite du fonds de continuation.

La prolifération des fonds de continuation a donné lieu à une tendance dans la documentation du fonds principal, à savoir les dispositions particulières dans la convention de société en commandite concernant les fonds de continuation. Ces dispositions ont pour but d'établir certaines des modalités d'un fonds de continuation futur. Ces dispositions peuvent comprendre l'exigence de l'option de vendre ou de transférer vers un fonds de continuation et la description des diverses mesures légales pour y arriver et/ou son processus, comme le processus de règlement des différends, la période minimale pour l'examen de la proposition de continuation ou la méthodologie pour apporter des modifications à la convention de société en commandite du fonds principal. Avant l'arrivée des fonds de continuation, ces types de dispositions étaient rares, mais elles sont maintenant de plus en plus fréquentes dans les conventions de société en commandite de nouveaux fonds. Les investisseurs cherchent à libeller ces modalités de façon à obtenir le plus de flexibilité dans le futur lorsque viendra le moment de structurer une transaction de fonds de continuation pour une des sociétés de leur portefeuille. Les commanditaires résistent souvent à consentir à l'avance aux modalités ou au processus d'une transaction de fonds de continuation, car ils ne disposent pas à ce moment-ci de tous les faits d'une situation particulière. Étant donné l'écart entre la position des gestionnaires et celle des commanditaires, ces dispositions font l'objet d'intenses négociations quant aux modalités du fonds et font l'objet

de commentaires significatifs de la part des commanditaires. Selon nous, ces dispositions continueront de figurer de plus en plus fréquemment dans les conventions de société en commandite de nouveaux fonds et, comme elles feront l'objet de négociations entre les investisseurs et les commanditaires et une norme de marché de ce qui est généralement acceptable se développera.

La fréquence à laquelle ces dispositions figurent dans les documents du fonds principal indique que les investisseurs mettront l'accent sur les fonds de continuation. Même si le volume des transactions de fonds de continuation a quelque peu diminué de son sommet des années 2020 et 2021, compte tenu des avantages de ces transactions pour les gestionnaires mentionnés précédemment, de la capacité des fonds de continuation de fournir de la liquidité aux investisseurs, de l'important montant de capital des fonds secondaires et des nouveaux venus formant des fonds secondaires, les fonds de continuation devraient continuer à constituer une partie importante du marché des fonds privés pour 2023 et pour les années à venir.

La course vers l'économie verte : situation idéale pour la création de valeur ou pour l'écoblanchiment?

L'augmentation de la prédominance des impacts sociaux, financiers et physiques découlant de la crise climatique actuelle a fait en sorte d'orienter le sentiment et la demande des investisseurs vers des investissements liés au développement durable. Ce changement a créé une occasion unique de créer de la valeur dans la transition vers une économie carboneutre et, en même temps, une hausse du risque lié à un éventuel « écoblanchiment » ou « blanchiment écologique ». Le total des entrées de capitaux dans des actifs durables se chiffre à plus de 4 T\$ US et les investissements canadiens dans des fonds écoresponsables ont plus que doublé en 2021, avec une croissance ayant diminué en 2022⁵. Dans l'ensemble, environ 72 % des sociétés de capital d'investissement privé ont intégré des stratégies liées au développement durable dans leur portefeuille de catégories d'actifs⁶.

TRANSFORMATION DE LA DIVULGATION D'INFORMATION

Une transformation de la divulgation d'information, ainsi que l'absence d'une ligne directrice mondiale concernant la divulgation d'information sur le développement durable obligatoire, comparable et cohérente, ont posé des défis uniques aux émetteurs et aux gestionnaires d'actifs, y compris l'augmentation du risque lié à un examen minutieux par les parties intéressées des questions d'écoblanchiment. Au Canada, les exigences de divulgation d'information liées au changement climatique actuelles sont les suivantes :

5 Morningstar Research Inc., Sustainable Assets are Teetering on the \$4 Trillion Mark, 1er novembre 2021, <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/216474/sustainable-assets-are-teetering-on-the-%244-trillion-mark.aspx> et Sustainable Investing Landscape for Canadian Fund Investors, Q4 2021, 24 janvier 2022 et Global Sustainable Fund Flows: Q3 2022 in Review, 27 octobre 2022 (<https://www.morningstar.com/lp/global-esg-flows>).

6 Humzah Yazdani, « The Bright Spots in a Complicated ESG Framework », World Economic Forum, 25 juillet 2022, <https://www.weforum.org/agenda/2022/07/still-reason-for-optimism-about-esg-investing/>.



- les sociétés fermées ne doivent que se conformer aux exigences de déclarations fédérales quant aux émissions de gaz à effet de serre par installation, sous réserve de certains seuils⁷;
- les émetteurs cotés en bourse sont tenus par règlement de communiquer les risques liés au changement climatique, compte tenu des règles renforcées en matière de divulgation des risques liés au changement climatique adoptées par les autorités canadiennes en valeurs mobilières⁸, et sont également assujettis par règlement aux exigences de déclaration fédérales quant aux émissions de gaz à effet de serre par installation, sous réserve de certains seuils;
- les fonds d'investissement ne sont aucunement tenus par règlement de communiquer les questions spécifiques relatives au développement durable ou à la taxinomie. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières n'ont émis que des lignes directrices visant à réduire l'éventuel écoblanchiment⁹ dans le cadre des exigences de divulgation actuelles concernant les stratégies de placement et les documents promotionnels. L'utilisation des termes « écologique », « ESG » et « durable » pour des produits de placement a augmenté considérablement sans qu'aucun paramètre réglementaire n'encadre l'utilisation de ces termes. De plus, aucune taxinomie canadienne pour les investissements transitoires ou écologiques n'a encore été élaborée ni aucune taxinomie mondiale n'a été endossée.

La mise en place d'exigences de divulgation renforcées et règlementées pour les fonds d'investissement et les gestionnaires de fonds en est à diverses étapes dans d'autres territoires, y compris les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Europe et l'Australie¹⁰. Des règles proposées

7 <https://www.canada.ca/fr/environnement-changement-climatique/services/changes-climatiques/emissions-gaz-effet-serre/declaration-installations/declaration.html>.

8 <https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/5/51-107/51-107-consultation-climate-related-disclosure-update-and-csa-notice-and-request-comment-proposed>.

9 <https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/8/81-334/csa-staff-notice-81-334-esg-related-investment-fund-disclosure>.

10 <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-92>. (<https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-proposes-new-rules-tackle-greenwashing>) <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-consultation-guidelines-use-esg-or-sustainability-related-terms>, <https://asic.gov.au/regulatory-resources/financial-services/how-to-avoid-greenwashing-when-offering-or-promoting-sustainability-related-products/>.

récemment au Royaume-Uni et en Europe revêtent une importance particulière, car elles comprennent des règles générales contre l'écoblanchiment et des seuils qualitatifs prescrits pour l'utilisation des termes « ESG » et « durable ».

LITIGE EN MATIÈRE D'ÉCOBLANCHIMENT ET APPLICATION DE LA RÉGLEMENTATION

On assiste à une vague croissante de litiges civils (y compris les recours collectifs) et de procédures d'application des réglementations connexes à l'encontre des sociétés et de leurs administrateurs et dirigeants. Les allégations d'écoblanchiment couvrent les prétentions de déclarations inexactes ou trompeuses concernant les risques et les effets opérationnels et financiers liés au changement climatique, les stratégies ou engagements face au changement climatique et les attributs de développement durable des produits et des activités de l'entreprise.

Même avant la mise en place d'exigences de divulgation renforcées et règlementées liées au développement durable, les autorités à l'échelle mondiale ont indiqué qu'elles tiendront les fonds d'investissement et les gestionnaires d'actifs ainsi que les sociétés fermées et ouvertes (et leurs administrateurs et dirigeants) responsables de leurs déclarations liées au développement durable, que ce soit au moyen de dépôts prévus par la réglementation, de rapports volontaires sur le développement durable ou de documents promotionnels. Cet objectif sera atteint à l'aide d'une panoplie d'outils allant de lettres d'avertissement quant à un manquement de divulgation d'information jusqu'à des procédures d'exécution.

Bien qu'aucune procédure d'exécution n'ait été entreprise par les autorités canadiennes en valeurs mobilières, celles-ci ont émis des mises en garde et publié des rapports concernant les manquements à la divulgation d'information sur le développement durable tant pour les sociétés ouvertes que pour les fonds d'investissement, et elles ont déclaré récemment que des mesures coercitives seront utilisées dans les cas d'écoblanchiment par les participants du marché financier¹¹. Le Bureau de la concurrence du Canada a également indiqué que la priorité sera mise sur des mesures d'exécution strictes contre l'écoblanchiment¹².

L'examen des fonds d'investissement fait en 2022 par la CVMO a mis en évidence le fait que plus de 50 % des fonds ayant des stratégies de placement liées au développement

11 <https://www.ft.com/content/cad22116-778a-4327-9bc3-6a7688ce6f76>.

12 <https://www.canada.ca/fr/bureau-concurrence/nouvelles/2022/09/la-concurrence-pour-une-croissance-verte.html>.

durable n'ont pas défini ou expliqué un seul facteur de développement durable sous-jacent dans leurs stratégies de placement. En outre, plus du tiers des fonds détenait des investissements dans des secteurs qui auraient dû être exclus compte tenu de leur stratégie de placement déclarée, et 20 % détenaient des investissements qui semblaient contradictoires avec le nom ou les stratégies de placement du fonds¹³. Compte tenu de ces lacunes dans la divulgation d'information sur le développement durable et du fait que les investisseurs se fient de plus en plus sur ces divulgations d'information, il existe un risque important de mesures coercitives.

Nous anticipons une hausse importante du nombre de plaintes issues de la dénonciation aux autorités de réglementation et à d'autres organismes gouvernementaux par des investisseurs et d'autres parties intéressées concernant la divulgation d'information sur le développement durable, y compris les engagements envers la carboneutralité et autres stratégies et déclarations portant sur le changement climatique. Les autorités en valeurs mobilières et le Bureau de la concurrence, tant au Canada qu'aux États-Unis, ont adopté des politiques de dénonciation formelles (certaines accordent une récompense monétaire) au moyen desquelles les parties intéressées peuvent déposer des plaintes alléguant des divulgations d'information sur le changement climatique trompeuses ou inexacts. Le Bureau de la concurrence du Canada a entrepris récemment quelques enquêtes sur l'écoblanchiment et pris des mesures d'exécution par suite de plaintes déposées par des groupes environnementaux ou d'autres parties intéressées, y

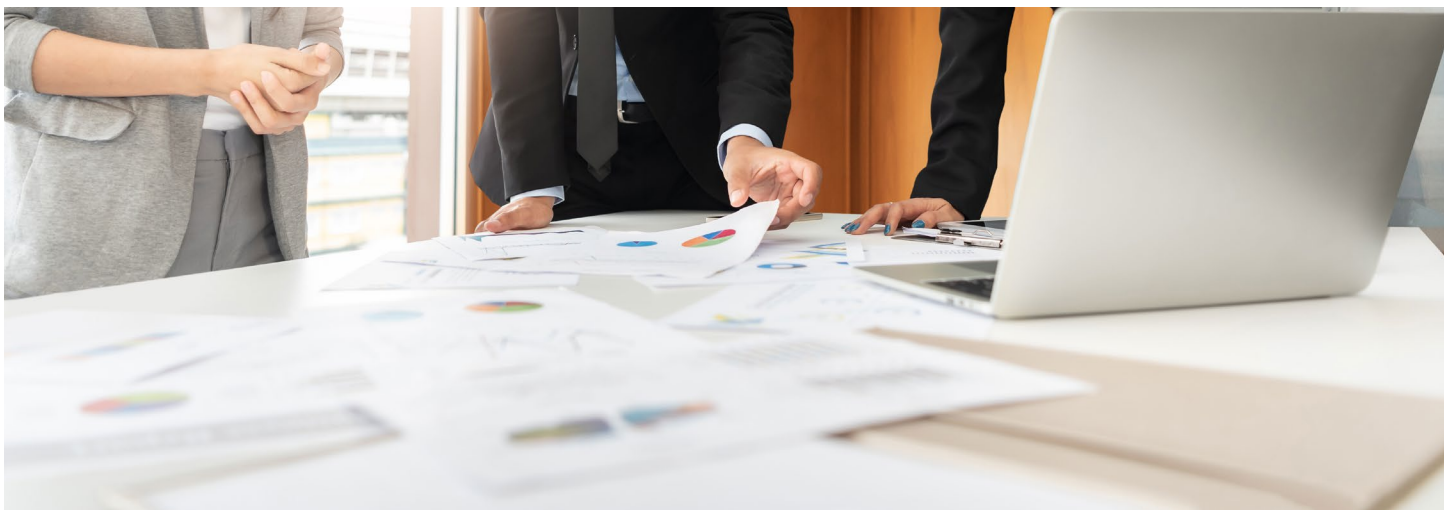
13 https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/8/81-334/csa-staff-notice-81-334-esg-related-investment-fund-disclosure#N_1_1_1_2_.

compris une enquête visant une banque canadienne pour de prétendues déclarations d'écoblanchiment concernant ses engagements de financement envers le développement durable et le changement climatique, et un règlement récent avec une société de produits de café destinés aux consommateurs qui a donné lieu à une sanction de 3 M\$, un don à une œuvre caritative de 800 000 \$ et des modifications au produit¹⁴.

En outre, nous avons également observé une hausse constante des litiges civils, y compris les actions collectives, contre les sociétés et les gestionnaires d'actifs dont les pratiques, les engagements et les caractéristiques du produit sur le développement durable sont prétendus inexacts ou trompeurs¹⁵. Les parties intéressées activistes mènent de plus en plus ces litiges et ont comme objectif

14 <https://www.canada.ca/fr/bureau-concurrence/nouvelles/2022/01/keurig-canada-paiera-une-sanction-de-3millions-de-dollars-pour-repondre-aux-preoccupations-du-bureau-de-la-concurrence-concernant-les-indications-s.html>; <https://www.reuters.com/world/americas/canadas-watchdog-launches-investigation-into-rbc-over-climate-complaints-2022-10-12/>.

15 Voir, par exemple, l'action collective proposée contre divers détaillants entreprise au Québec le 4 octobre 2022 https://lpclex.com/wp-content/uploads/2022/09/Application-RE-AMENDED-to-authorize-Dollarama-Notified-04OCT2022_Registre.pdf; VBW v. DWS <https://www.reuters.com/business/finance/deutsche-banks-dws-sued-by-consumer-group-over-alleged-greenwashing-2022-10-24/>; Ramirez v. Exxon Mobil Corp., 334 F. Supp. 3d 832 (N.D. Tex. 2018) (allegations against a multi-national oil and gas company that the company made material misstatements regarding proxy costs for carbon); Jochims v. Oatly Group AB, 1:21-cv-06360 (S.D.N.Y. Oct. 26, 2021) (a U.S. class action which alleges that an oat milk company made false and misleading representations regarding the products' sustainability); Lizama et al v. H&M Hennes & Mauritz LP 4:22 CV-10070 (Eastern District of Missouri Nov. 4, 2022) (a US proposed class action that alleges a clothing line is deceptively marketed as sustainable); and Dwyer v. Allbirds, Inc. (7:21-cv-05238) (a New York class action regarding marketing claims about the sustainability of the defendant's sneakers).





principal de modifier la conduite de l'entreprise, ce qui bouleverse la dynamique des litiges¹⁶.

PERSPECTIVES — 2023 ET 2024

Étant donné l'accent mis à l'échelle mondiale sur la divulgation d'information sur le développement durable et sur la mise en œuvre de régimes de divulgation d'information sur le développement durable réglementés et normatifs, l'augmentation des litiges liés au développement durable, des plaintes et des prises de mesures d'exécution devrait, selon nous, se poursuivre au cours des prochaines années.

Les sociétés de capital d'investissement privé peuvent prendre certaines dispositions pour atténuer de tels risques, notamment les suivantes :

- Adopter des pratiques de commercialisation et de divulgation d'information axées sur les processus et mûrement réfléchies; traiter les déclarations sur le développement durable et l'utilisation des termes liés au développement durable avec le même niveau de soin et d'examen rigoureux qui est appliqué aux autres documents et déclarations de divulgation d'information stratégique et financière pour s'assurer de la concordance entre les déclarations publiques et les gestes posés tout au cours du cycle de vie de l'investissement. Voir à tenir un dossier documenté transparent du processus.
- Examiner les stratégies de développement durable pour les actifs du portefeuille à la lumière de l'évolution du consensus public et des exigences d'utilisation des termes pour les fonds d'investissement réglementés, y

compris des lignes directrices prescriptives expliquant les critères qu'un produit doit respecter pour être classé « ESG », « écologique » et « durable ».

- Élaborer ou continuer d'améliorer la capacité de recueillir des données mesurables, objectives et spécifiques sur le rendement en matière d'ESG qui peuvent être utilisées pour la gestion des placements, la conformité et les décisions éventuelles de commercialisation. La nature et la qualité des données qui peuvent être recueillies peuvent varier en fonction du secteur de l'investissement.
- Mettre en œuvre une structure de gouvernance pour s'assurer que les questions sur le développement durable sont intégrées et ont la priorité dans toute la société. Évaluer la possibilité d'implémenter un comité directeur multidisciplinaire.

Privatisation au Canada en 2022 et coup d'œil sur l'avenir¹⁷

En 2022, les sociétés de capital d'investissement privé ont joué un rôle important sur le niveau d'activité du marché de la privatisation au Canada. Les transactions de privatisation financées par du capital d'investissement privé au Canada représentent environ 32 % de l'ensemble de ces transactions au Canada en 2022 calculé en fonction de la valeur des transactions, en hausse par rapport à 26 % en 2021. Selon nous, cette tendance devrait se maintenir en 2023.

16 Voir par exemple : Australasian Center for Corporate Responsibility v. Santos <https://www.accr.org.au/news/australasian-centre-for-corporate-responsibility-expands-landmark-federal-court-case-against-santos/>; Greenpeace France and others v. TotalEnergies SE <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/environmental-groups-sue-totalenergies-over-climate-marketing-claims-2022-03-03/>.

17 Les points de données décrits dans la présente section sont fondés sur notre revue des transactions pertinentes présentée dans la publication « Practical Law Canada – What's Market – Public Merger Agreements » et sur les informations présentées dans les pages <https://www.refinitiv.com> et <https://money.tmx.com>.

EFFETS DE LA BAISSÉ DES ÉVALUATIONS PUBLIQUES

L'indice composé S&P/TSX a chuté de près de 14 % à certains moments en 2022 et la volatilité de l'indice composé S&P/TSX était supérieure de près de 60 % en 2022 comparativement à 2021. Les sociétés ouvertes canadiennes n'ont pas été à l'abri de la réalité boursière. Tout au cours de 2022, de nombreuses sociétés ouvertes canadiennes ont vu leur évaluation diminuée et ces évaluations publiques ont connu le même sort que les évaluations publiques des sociétés ouvertes ailleurs dans le monde. De plus, la conjoncture économique, comme l'inflation, les problèmes d'approvisionnement et la hausse du coût de la main-d'œuvre, rendent toujours difficile l'atteinte des objectifs de rendement à court terme attendus par des investisseurs anxieux de sociétés ouvertes canadiennes. Comme la négociation de ces sociétés ouvertes canadiennes continue de se faire à escompte, les sociétés de capital d'investissement privé y voient des occasions d'investir leurs capitaux.

Bien que les soumissionnaires offrent presque toujours aux actionnaires de la société ciblée une contrepartie assortie d'une prime par rapport au cours de l'action de la société cible, plusieurs des privatisations annoncées au Canada cette année semblent être de grosses aubaines compte tenu du cours de ces actions au courant de l'année dernière. Pour les privatisations réalisées au Canada en 2022 par des investisseurs de capital d'investissement privé, le prix de clôture était assorti d'une prime sur le cours de l'action du dernier jour de négociation allant de 31 % à 82 %, avec une prime moyenne de 55 %. En comparaison, le même prix de clôture était assorti d'une prime de loin inférieure (le cas échéant) sur le cours le plus élevé de la dernière année applicable de l'ordre de -7 % à 23 %, avec une prime moyenne de 8 %. Cet écart important suppose que les acheteurs de capital d'investissement privé achètent des sociétés ouvertes canadiennes à un prix nettement inférieur à la suite de la baisse du marché boursier survenu au début de l'année.

CONCORDANCE DE L'INTÉRÊT ENTRE LES CIBLES ET LES ACHÉTEURS DE CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ

Étant donné que les équipes de direction de sociétés ouvertes canadiennes ressentent la pression exercée par des investisseurs anxieux et désappointés de voir que les sociétés ne parviennent pas à atteindre les attentes de bénéfice à court terme, les privatisations offrent une certaine concordance de l'intérêt entre le volet cible et le volet acheteur, ce qui rend plus facile par rapport

au passé de persuader les sociétés de se privatiser. Le rapprochement de cette concordance de l'intérêt a sans doute été aidé par les structures de transactions qui offrent aux équipes de direction la possibilité de conserver leurs investissements dans la société cible en tant qu'actionnaires minoritaires aux côtés d'acheteurs de capital d'investissement privé. Environ 13 % des transactions de privatisation financées par du capital d'investissement privé au Canada réalisées au cours des deux dernières années offraient un élément de roulement dans la contrepartie.

RÉALISATION DES TRANSACTIONS

Deux méthodes courantes permettent d'acquérir une société ouverte au Canada : une offre publique d'achat et un plan d'arrangement. Quant aux transactions réalisées en 2022, le plan d'arrangement est la structure dominante, puisque 100 % des prises de contrôle canadiennes réalisées en 2022 par des investisseurs de capitaux d'investissement privés ont été mises en œuvre conformément à une structure de plan d'arrangement approuvée par un tribunal.

Il fallait en moyenne 80 jours entre le moment de l'annonce et celui de la clôture de ces transactions financées par du capital d'investissement privé, avec 75 % de ces transactions annoncées en 2022 et conclues en 2022, le 25 % restant de ces transactions devraient être conclues en 2023 et aucune de ces transactions (jusqu'à présent) n'a été résiliée après sa clôture. En 2022, la tendance de la certitude des transactions pour les acheteurs se maintient avec la totalité des transactions financées par du capital d'investissement privé au Canada conclues en 2022 ayant une clause d'exclusivité dans la convention d'acquisition. En outre, les droits à la dissidence et à l'évaluation de la juste valeur demeurent plus un facteur de stress qu'une barrière réelle à la réalisation des transactions réalisées au moyen d'une structure de plan d'arrangement, avec aucune des transactions financées par du capital d'investissement privé au Canada conclues en 2022 n'ayant pu être réalisées par suite de l'exercice des droits à la dissidence et à l'évaluation de la juste valeur.



POUR TOUTE DEMANDE DE RENSEIGNEMENTS,
VEUILLEZ COMMUNIQUER AVEC :



Shevaun McGrath
Associée, co-leader du groupe
capital-investissement
shmegrath@mccarthy.ca
416-601-7970



Patrick M. Shea
Associé, co-leader du groupe
capital-investissement
pshea@mccarthy.ca
514-397-4246



Mathieu Laflamme
Associé, co-leader du groupe
capital-investissement
mflamme@mccarthy.ca
418-521-3018
514-397-4437

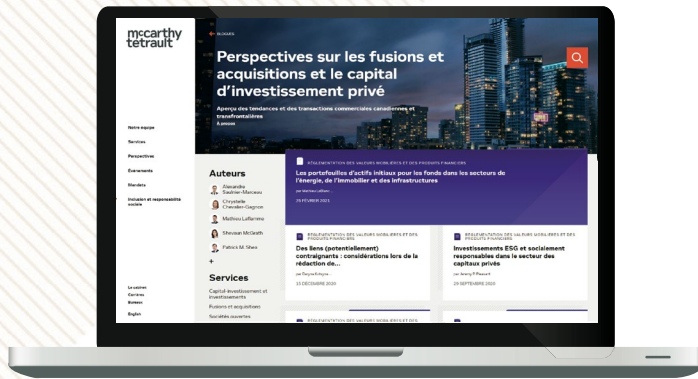


Matthew Cumming
Associé directeur, bureau de
New York, co-leader du groupe
capital-investissement
mcumming@mccarthy.ca
646-940-8966



Jonathan See
Associé, co-leader des groupes
capital-investissement et fusions
et acquisitions
jsee@mccarthy.ca
416-601-7560





VISITEZ NOTRE BLOGUE PERSPECTIVES SUR LES FUSIONS ET ACQUISITIONS ET LE CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ :

www.mccarthy.ca/fr/references/blogues/perspectives-sur-les-fusions-et-acquisitions-et-le-capital-dinvestisment-privé

SUIVEZ-NOUS SUR TWITTER :

[@McCarthy_ca](https://twitter.com/McCarthy_ca)

À propos de McCarthy Tétrault

McCarthy Tétrault offre une vaste gamme de services juridiques et fournit des conseils stratégiques spécialisés par secteur d'activité et des solutions dans le cadre de mandats concernant des intérêts canadiens et internationaux. Le cabinet jouit d'une forte présence dans les principaux centres d'affaires du Canada, ainsi qu'à New York et à Londres, au Royaume-Uni.

Fort d'une approche intégrée de l'exercice du droit et de la prestation de services innovants, le cabinet est en mesure de capitaliser sur ses compétences juridiques, ses connaissances sectorielles et sa vaste expérience pour aider ses clients à atteindre les résultats qui comptent pour eux.

Notre groupe Capital d'investissement privé offre des conseils pratiques et des solutions innovantes à nos clients du secteur du capital d'investissement privé dans un contexte commercial de plus en plus complexe. Parmi ces clients, on compte de nombreuses sociétés de capital d'investissement privé, grandes et moyennes, établies au Canada, aux États-Unis et ailleurs dans le monde, de même que des caisses de retraite canadiennes, des fonds souverains internationaux et des entreprises familiales. Les avocats de notre groupe Capital d'investissement privé ont la fibre de l'entrepreneuriat et des affaires et défendent systématiquement les intérêts de nos clients pour qu'ils obtiennent les meilleurs résultats possible.

En tant que participants actifs du secteur du capital d'investissement privé, nous sommes en mesure de conseiller nos clients sur les tendances et les enjeux clés, ainsi que de leur permettre d'atténuer leurs risques et de mettre en œuvre des stratégies innovantes dans le cadre d'acquisitions, de cessions, de constitutions de fonds, de participations à des coentreprises et d'autres opérations. Grâce à une collaboration sans faille entre nos groupes sectoriels, nos bureaux et nos conseillers présents partout dans le monde, McCarthy Tétrault aide ses clients à réussir.

Sources pour tous les graphiques : analyse de PitchBook Data, Inc. et de McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l.

« Les membres du groupe de pratique sont reconnus pour leur capacité à traiter des affaires complexes. Ils sont toujours disponibles et comprennent bien les enjeux commerciaux importants. »

- Chambers Global Client

VANCOUVER

Suite 2400, 745 Thurlow Street
Vancouver (Colombie-Britannique)
V6E 0C5

CALGARY

Suite 4000, 421 7th Avenue SW
Calgary (Alberta) T2P 4K9

TORONTO

Suite 5300, TD Bank Tower
Box 48, 66 Wellington Street West
Toronto (Ontario) M5K 1E6

MONTRÉAL

Bureau MZ400
1000, rue De La Gauchetière Ouest
Montréal (Québec) H3B 0A2

QUÉBEC

500, Grande Allée Est, 9e étage
Québec (Québec) G1R 2J7

NEW YORK

55 West 46th Street, Suite 2804
New York, New York 10036
États-Unis

LONDRES

1 Angel Court, 18th Floor
Londres EC2R 7HJ
Royaume-Uni