



mccarthy
tetrauit

Visions juste

Perspectives 2022 pour
le capital d'investissement privé

mccarthy
tetrauit

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

Chrystelle Chevalier-Gagnon, Charles Chevrette, Claire Gowdy, Casey Halladay, Jake Irwin, Shevaun McGrath, Michel Ranger, Deandra Schubert, Patrick Shea et Kalev Tamm.

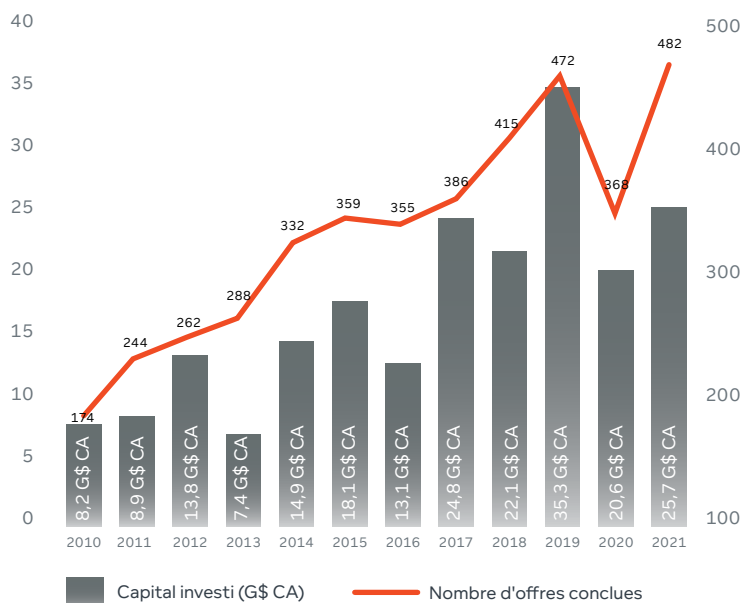
Revue de 2021 : les chiffres

APERÇU DU CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ AU CANADA

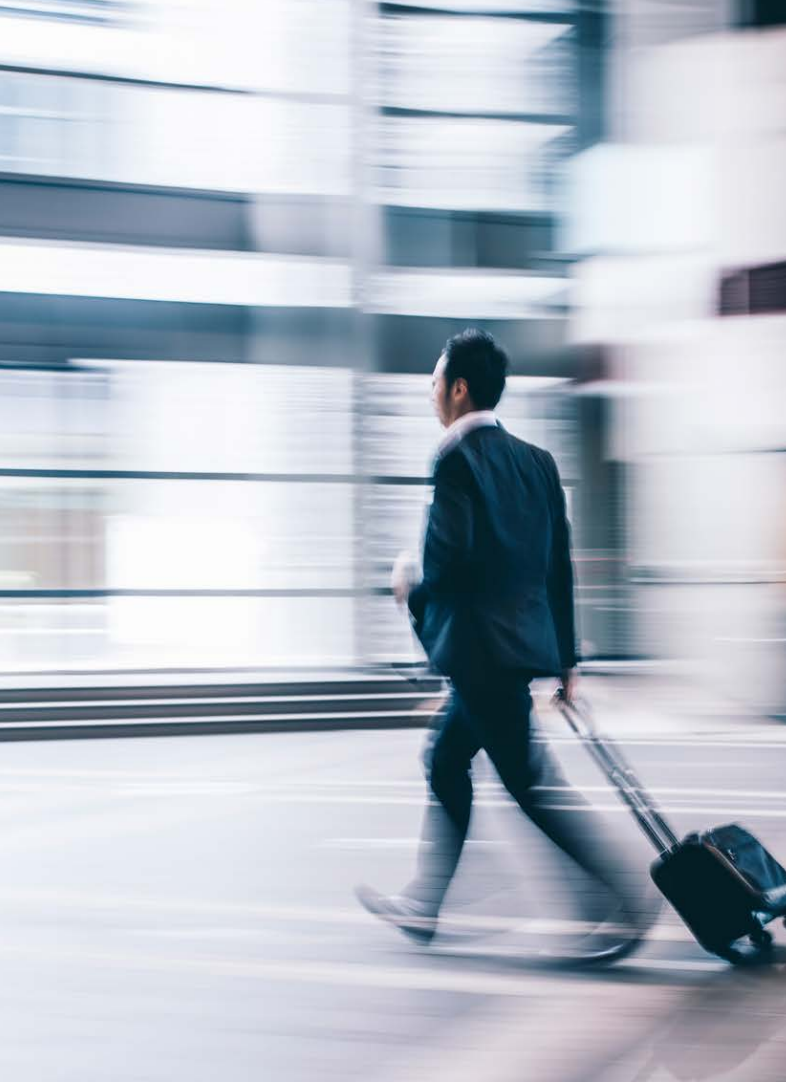
Quelle différence en un an ! En 2020, le marché canadien du capital d'investissement privé a subi un revers en début d'année causé par la COVID, et certaines sociétés de capital d'investissement privé se sont repliées sur elles-mêmes, investissant des capitaux supplémentaires dans leurs sociétés de portefeuille ou repoussant les échéances de sortie. En revanche, l'année 2021 a été marquée par une activité fébrile pour les opérations de toutes les tailles et dans tous les secteurs d'activité, sous l'effet d'une reprise économique soutenue (et même d'une bonne dose d'optimisme économique), d'une dette bon marché (la perspective de l'inflation n'étant encore, pour beaucoup, qu'une préoccupation lointaine), de la disponibilité de réserves financières suffisantes du côté des acheteurs et de multiples attrayants du côté des vendeurs.

En date du 6 décembre 2021, le montant total du capital d'investissement privé investi au Canada en 2021 a atteint 25,67 G\$, selon la valeur déclarée des opérations. Ce qui est frappant, c'est l'augmentation notable du capital d'investissement privé au Canada d'un trimestre à l'autre en 2021, à commencer par une hausse de 88,5 % des capitaux investis entre le premier trimestre (3,93 G\$) et le deuxième trimestre (7,41 G\$), et une augmentation de 65 % des capitaux investis entre le deuxième et le troisième trimestre (12,44 G\$).

Flux de transactions de capital-investissement au Canada par année

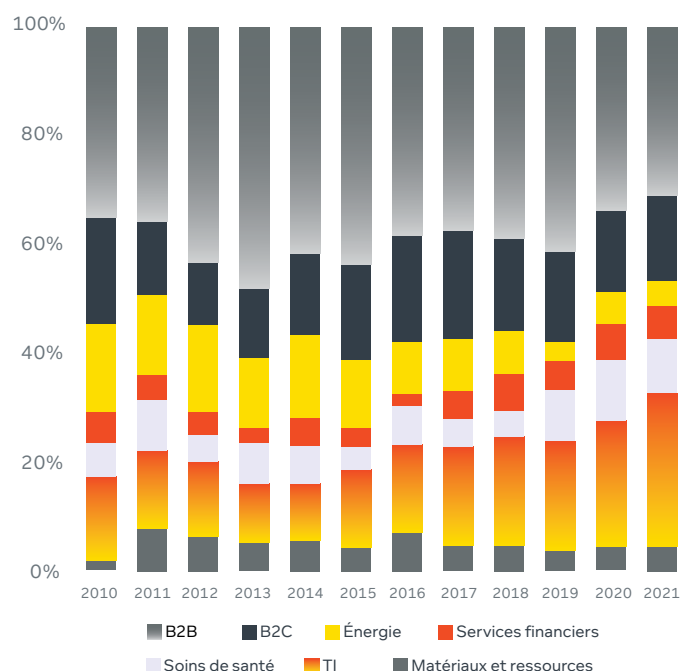


Information fondée uniquement sur la valeur déclarée des opérations.



du capital investi (113 M\$ en date du 6 décembre 2021, un montant comparable aux creux de 2011 et de 2012), les opérations dans ce secteur ont représenté près de 10 % de toutes les opérations conclues (ce qui est plus que chacun des secteurs des services financiers, des matériaux et ressources et de l'énergie).

Offres de capital-investissement canadiennes (#) par secteur



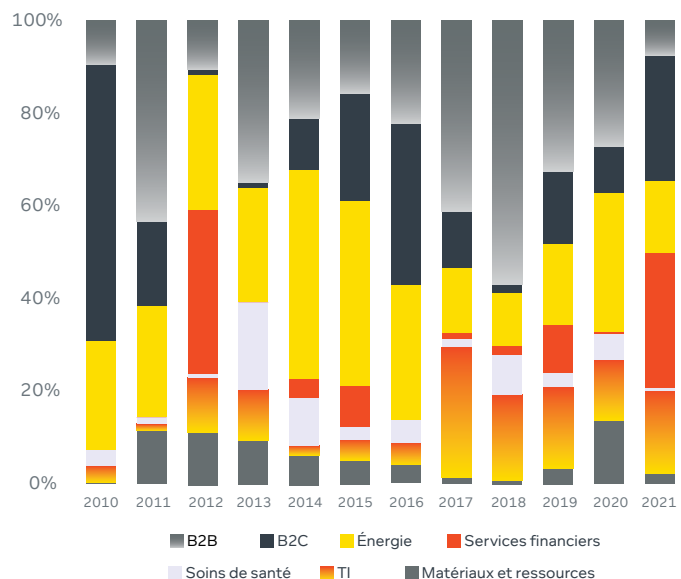
Les transactions ont également affiché une forte reprise en 2021, avec 482 opérations conclues en date du 6 décembre 2021, une augmentation par rapport aux 368 opérations conclues en 2020 et un record.

MARCHÉ DU CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ PAR SECTEUR AU CANADA

En 2021, les secteurs gagnants quant à la valeur des opérations ont été les services financiers, les technologies de l'information et le commerce entre entreprises et consommateurs (B2C). En date du 6 décembre 2021, 7,47 G\$ de capitaux d'investissement privés ont été investis dans le secteur des services financiers (un montant nettement supérieur à celui de 2020), bien que le nombre d'opérations dans ce secteur n'ait que très légèrement augmenté par rapport à 2020.

Les secteurs des matériaux et ressources, des soins de santé, de l'énergie et du commerce entre entreprises (B2B) ont été moins vigoureux en 2021. Les investissements dans le secteur des soins de santé au Canada ont toujours été modestes, en partie en raison de la nature surtout publique du système de santé canadien. Il est toutefois intéressant de noter que, malgré une baisse importante

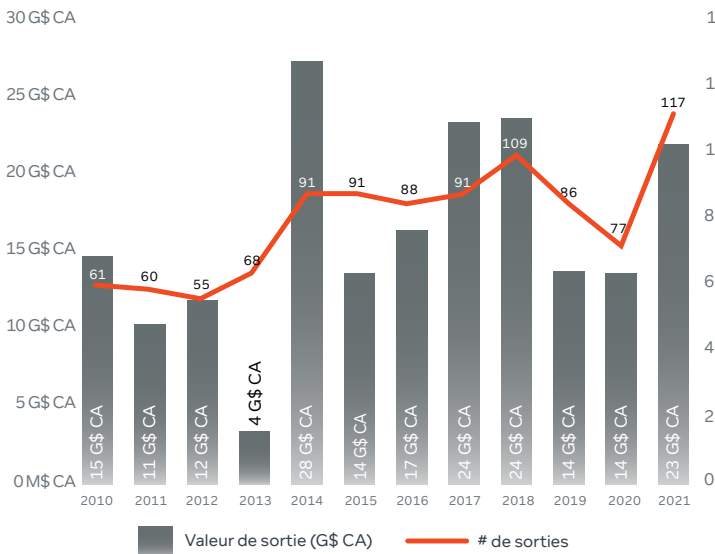
Transactions de capital-investissement au Canada (G\$ CA) par secteur



SORTIES SOUTENUES PAR DU CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ AU CANADA

La tendance à la baisse des sorties soutenues par du capital d'investissement privé au Canada en 2019 et en 2020 s'est renversée en 2021. En date du 6 décembre 2021, on notait une augmentation significative de la valeur des opérations (22,6 G\$) et du nombre d'opérations (117), même si elle n'a pas encore atteint les niveaux de 2018 en termes de valeur des opérations après les 48 premières semaines de l'année.

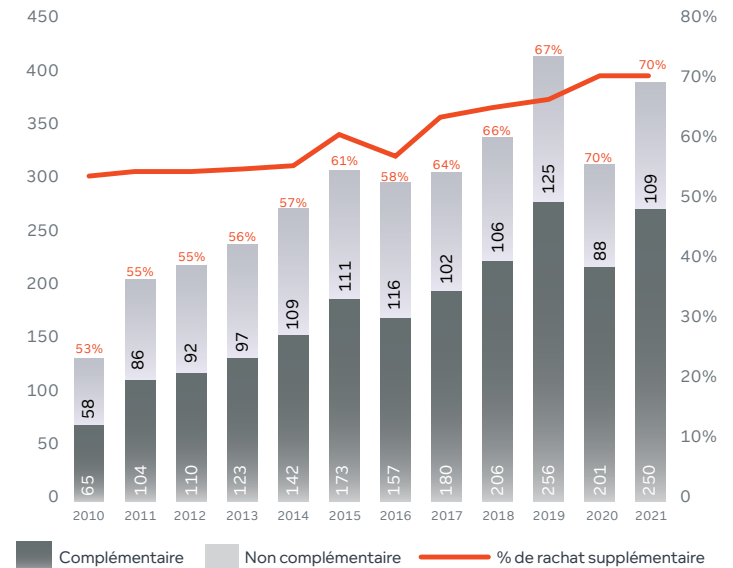
Activité de sortie de capital-investissement au Canada



ACQUISITIONS COMPLÉMENTAIRES AU CANADA

Les acquisitions complémentaires représentent la majeure partie des acquisitions sur le marché du capital d'investissement privé au Canada, soit 69,6 % du nombre d'opérations, pourcentage qui correspond à la tendance des quatre dernières années. La stratégie qui consiste à bonifier une plateforme en y ajoutant des entreprises de taille inférieure ou semblable est une stratégie éprouvée de capital d'investissement, et ces opérations sont souvent considérées par les sociétés de capital d'investissement privé comme relativement moins compétitives que les acquisitions de plateformes sur le marché actuel.

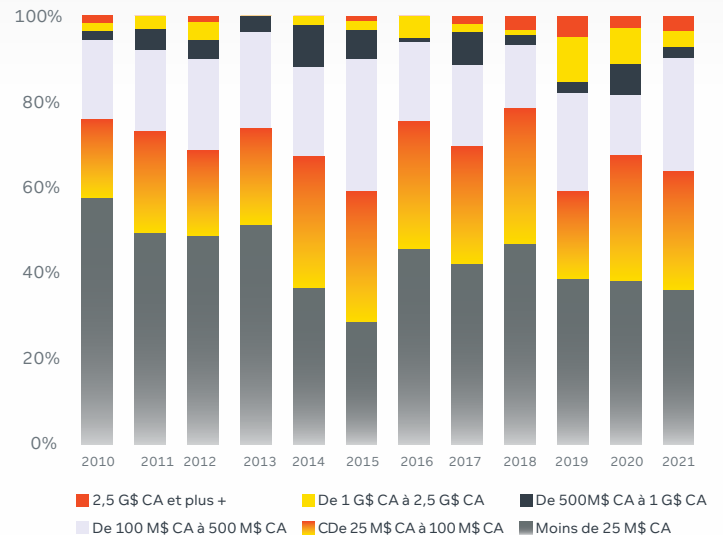
Activité complémentaire de capital-investissement au Canada par année



ENVERGURE DES OPÉRATIONS AU CANADA

En date du 6 décembre 2021, le nombre total d'opérations de capital d'investissement privé conclues de moins de 500 M\$ avait déjà dépassé les niveaux d'activité de 2019 et de 2020. Les opérations dans la tranche de moins de 500 M\$ continuent d'être l'épine dorsale du capital d'investissement privé au Canada. En particulier, nous avons constaté une bonne augmentation du nombre d'opérations dans la tranche de 25 M\$ à 100 M\$ et dans celle de 100 M\$ à 500 M\$ par rapport aux deux années précédentes. Il n'y avait que 8 opérations de capital d'investissement privé de plus de 500 M\$ en date du 6 décembre 2021, comparativement à 14 opérations de ce type en 2019 et à 13 en 2020.

Activité de capital-investissement au Canada par taille de transaction

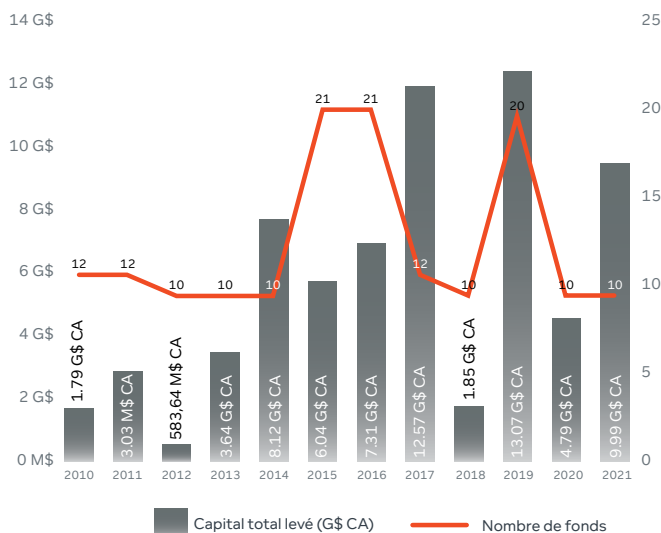


LEVÉE DE FONDS SUR LE MARCHÉ DU CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ AU CANADA

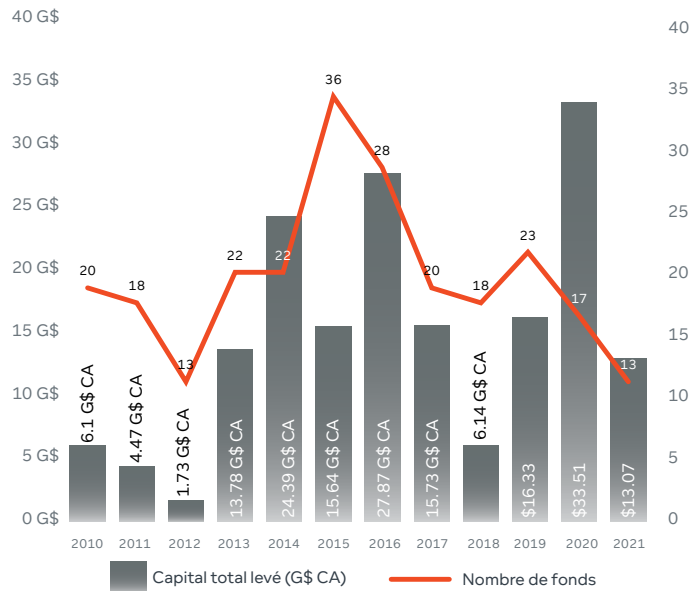
En raison de l'évolution constante du paysage canadien du capital d'investissement privé, nous présentons cette année la levée de fonds sur le marché du capital d'investissement de deux manières distinctes. Le premier graphique illustre les activités traditionnelles de levée de fonds des fonds d'acquisition et d'autres fonds semblables sur le marché du capital d'investissement privé et indique qu'en date du 6 décembre 2021, un total de 9,99 G\$ a été levé l'année dernière, soit plus du double des fonds levés en 2020.

Le deuxième graphique présente à la fois les activités traditionnelles de levée de fonds des fonds d'acquisition et d'autres fonds semblables sur le marché du capital d'investissement privé et les levées de fonds pour des fonds de dette privée et d'actifs immobiliers et des fonds secondaires. En date du 6 décembre 2021, le total des capitaux d'investissement levés était de 13,07 G\$, ce qui représente une baisse par rapport aux 33,51 G\$ levés en 2020. Il est à noter que le fonds Brookfield Global Transition, le premier fonds à vocation sociale de Brookfield axé sur les investissements qui accélèrent la transition mondiale vers une économie carboneutre et dont la clôture initiale s'est élevée à 7 G\$ US en 2021, ne figure pas dans le graphique en attendant sa clôture finale, tandis que les chiffres de 2020 comprenaient le Fonds d'infrastructure Brookfield IV de 26 G\$ dont la clôture avait eu lieu cette année-là.

Fonds canadien de rachat de capital-investissement et fonds similaires Levée de fonds par année



Fonds canadiens de rachat de capital-investissement et fonds similaires et dette privée, actifs réels et secondaires Levée de fonds par année



CONCLUSION

Tous les indicateurs pertinents laissent croire à un bon début d'année 2022, les sociétés de capital d'investissement privé ne semblent pas découragées par le risque d'inflation, la montée du protectionnisme et le renforcement de la surveillance réglementaire dans les secteurs les plus sensibles. Pour l'avenir, il y a plusieurs autres tendances clés à suivre qui pourraient avoir des répercussions sur la capacité de croissance et l'activité transactionnelle, comme la capacité des entreprises canadiennes à gérer les pénuries de main-d'œuvre et à maintenir en poste les talents, la disponibilité de l'approvisionnement en matières premières et en produits finis, les nouvelles politiques fiscales du prochain budget fédéral et la pression croissante exercée par les commanditaires et les vendeurs potentiels sur les sociétés de capital d'investissement privé pour qu'elles se dotent de politiques ESG, de feuilles de route, et qu'elles communiquent.



Le marché des PAPE en 2021 et pour l'avenir

L'année 2021 a été une année record pour les premiers appels publics à l'épargne (« PAPE ») au Canada et dans le monde. En novembre 2021, on comptait plus de 75 PAPE ayant permis de lever plus de 8,5 G\$ sur quatre bourses au Canada (la Bourse de Toronto (« TSX »), la Bourse de croissance TSX, la Bourse des valeurs canadiennes et la Bourse NEO), à l'exclusion des sociétés de capital de démarrage, des sociétés d'acquisition à vocation spéciale (« SAVS ») (SPAC) et des fonds négociés en bourse et autres. À mi-chemin de 2021, le nombre et la valeur des PAPE au Canada ont dépassé le niveau de toute l'année 2020, année qui avait connu un rebond de l'activité de PAPE pour ce qui est des montants levés (mais pas du nombre) par rapport à 2019. En novembre 2021, il n'y avait eu que deux inscriptions de nouvelles SAVS et cinq acquisitions admissibles réalisées par des SAVS cotées à la TSX, de sorte que l'activité des SAVS par rapport à celle des PAPE a été faible l'an dernier.

La participation des sociétés de capital d'investissement privé est particulièrement notable. Plus de 60 % des émetteurs de PAPE de la TSX en 2021 étaient soutenus par des sociétés de capital d'investissement privé ou de capital de risque, et les PAPE soutenus par le capital d'investissement ou le capital de risque à la TSX ont dominé les activités de financement, recueillant plus de 5,3 G\$ et représentant plus de 65 % du montant total recueilli pour tous les PAPE à la TSX. Environ un tiers d'entre eux ont pu se défaire d'une partie de leur position en 2021 au moyen de ventes secondaires, soit au moment du PAPE ou dans le cadre de placements ultérieurs.

Plus de 60 % des émetteurs de PAPE de la TSX en 2021 étaient soutenus par des sociétés de capital d'investissement privé ou de capital de risque.

Le niveau élevé d'activité de PAPE au cours de 2021 est dû en partie au dynamisme et à la bonne tenue des marchés d'actions, qui sont, à leur tour, propulsés par plusieurs facteurs, notamment une politique monétaire souple et les faibles taux d'intérêt correspondants qui continuent à alimenter l'expansion en réduisant le coût d'emprunt et en rendant les actions attrayantes comme catégorie d'investissement par rapport aux obligations à faible rendement offerts. En outre, de nombreux investisseurs particuliers ont des liquidités et veulent dépenser ce qu'ils ont économisé pendant les confinements et ils le font de manière plus accessible et rapide que lors des périodes précédentes, grâce à l'utilisation accrue des plateformes de courtage en ligne. Ces plateformes suscitent également l'intérêt de jeunes investisseurs qui s'intéressent particulièrement aux occasions à forte croissance.





L'intérêt des investisseurs pour les entreprises technologiques alimente également le niveau élevé d'activité des PAPE. La pandémie de COVID-19 a provoqué un changement dans notre façon de vivre et de travailler. Partant du principe que la technologie de ces entreprises contribuera à alimenter une économie plus virtuelle, les entreprises de technologie font face à une demande extraordinaire de la part des investisseurs. Bien que la plupart des entreprises technologiques qui arrivent sur le marché ne soient pas rentables, il y a beaucoup d'espoir que ces entreprises prennent rapidement leur envol, à l'instar de perturbateurs comme Facebook et Netflix qui ont privilégié la taille et la portée mondiale avant les profits, et que les investisseurs se précipitent pour participer à leurs nouvelles émissions d'actions malgré l'absence actuelle de profits. En date de novembre 2021, il y a eu 20 PAPE dans le secteur des technologies à la TSX qui ont réuni 50 M\$ et plus depuis juillet 2020 et, à l'opposé, il n'y a eu que 12 PAPE de ce type au cours de la période de 11 ans terminée en décembre 2019. La plupart des PAPE dans le secteur des technologies en 2021 ont été financés par des sociétés de capital d'investissement privé ou des sociétés de capital de risque. Du point de vue des investisseurs, les sociétés exerçant leurs activités dans des domaines liés aux énergies propres ou à la lutte contre les changements climatiques sont également très prisées.



Les investisseurs sont devenus plus sélectifs sur les introductions en bourse dans lesquelles ils investissent, et ils ne se précipitent plus sur chaque transaction.

Néanmoins, le processus de PAPE a connu des résultats décevants en 2021, avec des cas de réduction de la taille du placement définitif ou du prix des actions pour mener à bien les PAPE, de retrait des PAPE et d'activités de mobilisation de fonds par d'autres méthodes ou de mise en suspens des PAPE, et de rendements décevants après la clôture, bon nombre d'entre eux se négociant en dessous du prix d'émission du PAPE. Par exemple, le rendement moyen des entreprises technologiques qui sont

entrées en bourse en 2021 est sensiblement inférieur à celui du marché dans son ensemble. En conséquence, les investisseurs sont devenus plus sélectifs quant aux PAPE dans lesquels ils investissent et ils ont cessé de se jeter sur toutes les opérations. Malgré le sommet atteint par les PAPE en 2021, les observateurs du marché décrivent à présent le marché canadien de l'appel public à l'épargne comme « agité ».

En 2022, la trajectoire du marché des PAPE continuera de prendre appui sur la vigueur de l'économie et du marché des actions. D'une part, les attentes de reprise économique continue à mesure que les vaccins sont offerts au segment plus jeune de la population, que les rappels sont déployés pour les adultes et que les dernières restrictions liées à la pandémie sont levées, auront un effet positif sur l'économie et le marché des actions. D'autre part, les perspectives d'inflation, les attentes concernant un resserrement de la politique monétaire, les perturbations de la chaîne d'approvisionnement mondiale, les perturbations causées par la propagation du variant Omicron et l'émergence possible d'autres variants préoccupants font partie des risques imminents pour la croissance économique et les perspectives du marché des actions. À la lumière des données sur le rendement des émetteurs de PAPE qui sont arrivés sur le marché lors des dernières vagues, les investisseurs continueront probablement à être sélectifs et sensibles aux prix. La trajectoire du marché des PAPE peut également dépendre de la qualité des entreprises qui cherchent à s'introduire en bourse : les entreprises présentant de solides fondements, des antécédents de croissance attrayants, une gouvernance robuste et une bonne préparation à l'introduction en bourse auront plus de chances de réussir leur PAPE et de bien se comporter après la clôture, qu'elles appartiennent ou non à des secteurs en vogue comme les technologies ou les énergies propres. En outre, les investisseurs s'attendent de plus en plus à ce que les considérations ESG soient au cœur de la stratégie, même pour les émetteurs de PAPE. Il serait donc judicieux pour les entreprises de prendre le temps d'examiner la façon de démontrer dans le contenu de leur prospectus et ailleurs qu'elles s'efforcent d'aborder les enjeux prioritaires ESG pertinents.

Sectorisation 2.0 en matière de capital d'investissement privé

Depuis la crise financière mondiale de 2008, le capital d'investissement privé est intentionnellement devenu plus sectoriel. Au moment de sortir (avec un peu de chance) de la pandémie mondiale, nous voyons le capital d'investissement affiner à nouveau son modèle dans ce que nous appelons la « sectorisation 2.0 ».

Après la crise de 2008, les commandités dans le secteur du capital d'investissement privé ont réalisé que les commanditaires recherchaient une exposition aux investissements sur le marché privé tout en étant réfractaires à certains types de placements et en se méfiant des produits financiers, surtout après les risques et les pertes attribuables à certaines titrisations adossées à des actifs et des rachats par effet de levier pendant la crise. De nouveaux fonds sectoriels ont été créés pour répondre à cette demande. Les fonds destinés aux infrastructures en général ont été mis sur pied en s'appuyant l'idée que les infrastructures essentielles soutenues par des contrats à long terme répondraient au double objectif de l'investisseur, à savoir des rendements significatifs et un risque de baisse limité. Les fonds centrés sur les énergies renouvelables ont été établis sur la même base, un fonds aux caractéristiques de vente supplémentaires qui était à la fois un catalyseur pour une transition vers une énergie plus verte et un moyen de mettre à profit l'opportunité qui accompagne la prise de conscience du fait que les subventions gouvernementales et d'autres facteurs pourraient augmenter les rendements. Au cours de la dernière décennie, l'approche sectorielle s'est avérée payante pour les investisseurs en capital d'investissement, car ces plateformes se sont développées et ont gagné en maturité.

Le capital d'investissement privé semble maintenant intensifier son approche sectorielle. Chez les commandités existants, la sectorisation 2.0 implique une organisation encore plus centrée autour des industries et des secteurs.

Le capital d'investissement privé semble maintenant intensifier son approche sectorielle. Chez les commandités existants, la sectorisation 2.0 implique une organisation encore plus centrée autour des industries et des secteurs. Au cours des dix dernières années, les commandités ont consacré des ressources au renforcement de l'expertise sectorielle interne. Cette expertise leur a permis de cerner les sous-secteurs et les tendances de l'industrie, ils sont ainsi parvenus à mettre en place des plateformes à l'image de celles que les entreprises et les investisseurs stratégiques étaient seuls à utiliser auparavant. Comme les commandités ont ciblé des domaines précis dans lesquels ils ont réussi, ces scénarios se retrouvent dans les notices d'offre et ont même eu un effet sur les critères d'investissement lors de la création de fonds.



La sectorisation 2.0 est également une occasion pour les nouveaux fonds. Nous voyons se regrouper des personnes issues de plusieurs disciplines, y compris le capital d'investissement traditionnel. Ils ont comme objectif de mobiliser des fonds et de les déployer de manière très ciblée dans un secteur très restreint dans lequel ils disposent d'une véritable expertise et d'un scénario convaincant sur les perspectives de croissance et de valeur ajoutée. Il s'agit par exemple de fonds qui sont axés sur l'investissement dans un certain type d'entreprise de technologie (comme les sociétés de logiciel-service (SaaS) d'une certaine taille), de fonds agricoles ayant certaines caractéristiques de propriété et de services énergétiques intermédiaires.

Ce scénario convaincant et bien ciblé séduit les commanditaires nouveaux et actuels et contribue au montage et à l'exécution des opérations, et nous présumons qu'il produira de meilleurs résultats à la sortie.

Avec l'augmentation du nombre de fonds de capital d'investissement qui rivalisent pour les mêmes dollars des commanditaires, il est important que les commandités puissent dire aux commanditaires potentiels qu'ils possèdent une connaissance et une expérience sectorielles approfondies dans un domaine particulier et qu'ils ont défini des critères d'investissement très précis qui leur permettront de produire des rendements différenciés correspondants. Depuis la pandémie, la concurrence pour les opérations est féroce et se traduit par des hausses de prix. Les vendeurs disposent par ailleurs de plus d'options. Les opérations à court terme entre promoteurs et les opérations secondaires sont devenues plus courantes, car les fonds ont simplement besoin d'investir des capitaux. La relance des marchés

publics a fourni une possibilité de sortie viable. Les fonds axés sur des sous-secteurs dans lesquels ils disposent d'une réelle connaissance de l'industrie et de la gestion d'actifs peuvent être plus convaincants pour les fondateurs et les fournisseurs de gestion lorsqu'ils se présentent comme de bons partenaires à long terme, ce qui leur procure un avantage concurrentiel par rapport aux autres possibilités lorsque les objectifs d'un fournisseur vont au-delà de la simple monétisation. Nous pensons que des fonds encore plus spécialisés qui mettent au point des plateformes ont le potentiel de créer davantage de synergies et d'occasions de sortie au fur et à mesure qu'ils arrivent à maturité.



Les opérations à court terme entre promoteurs et les opérations secondaires sont devenues plus courantes, car les fonds ont simplement besoin d'investir des capitaux.

Bien qu'il reste à voir si nous sommes vraiment au début d'une tendance à la sectorisation 2.0, la pandémie a donné aux fonds de capital d'investissement privé le temps de réfléchir à leurs stratégies et à leurs forces. Nous assistons à un réinvestissement dans ce qui a fait le succès des fonds au cours de la dernière décennie et à la reconnaissance du fait que les fonds devront faire preuve d'innovation dans leur recherche de nouveaux investisseurs et de nouvelles opportunités.



La technologie : un moteur de croissance pour les fonds de capital d'investissement privé

Le volume élevé de rachats d'entreprises canadiennes de technologie par du capital d'investissement privé s'est maintenu en 2021. Tant les fonds de capital d'investissement canadiens non spécialisés que les fonds axés sur l'industrie technologique sont très actifs dans ce secteur. Les activités de financement pour les fonds voués à l'industrie de la technologie continuent par ailleurs d'être très solides. Par exemple, au premier trimestre 2021, Novacap a annoncé la clôture de son fonds TMT VI à 1,865 G\$ US, ce qui en fait le plus important fonds de capital d'investissement canadien qui se consacre aux investissements dans les télécommunications, les médias et la technologie.

Le secteur des technologies de l'information représentait environ 28 % de toutes les opérations de capital d'investissement privé au Canada en 2021, ce qui le place au deuxième rang derrière le secteur du commerce entre entreprises (B2B) pour le nombre d'opérations. Les placements en capital d'investissement dans les technologies de l'information au Canada ont totalisé 4,62 G\$ au cours des 11 premiers mois de 2021, ce qui les classent juste derrière les secteurs du commerce avec les consommateurs (B2C) et des services financiers pour la taille des opérations.

En 2021, les fonds de capital d'investissement technologiques ont constitué des véhicules de continuation pour attirer de nouveaux investisseurs et acquérir des participations dans une ou plusieurs sociétés de portefeuille.

En 2021, les fonds de capital d'investissement technologiques ont constitué des véhicules de continuation pour attirer de nouveaux investisseurs et acquérir des participations dans une ou plusieurs sociétés de portefeuille. iNovia Capital a constitué un nouveau véhicule de continuation de 334 M\$ US pour investir davantage de capital dans neuf sociétés en croissance qui faisaient déjà partie de son portefeuille – le groupe de capital d'investissement de BlackRock est l'un des principaux investisseurs de ce fonds de continuation. Novacap TMT VI et un véhicule de continuation, dont l'investisseur principal est les Vintage Funds de Goldman Sachs, ont acquis une participation majoritaire dans la société montréalaise Systèmes Syntax, un fournisseur de services de technologie de l'information, dans le cadre d'une opération de 800 M\$



US. Cette opération a fourni des liquidités aux anciens fonds de Novacap et à d'autres investisseurs tout en permettant à Novacap de poursuivre son investissement.

Les évaluations élevées sur le marché actuel ont incité les grands conglomérats à se séparer de leurs divisions secondaires et les sociétés ouvertes à envisager des opérations de fermeture au moyen du capital d'investissement privé. On a constaté une accélération de ces scissions et privatisations dans le secteur technologique en 2021 et nous pensons que cette tendance se maintiendra en 2022. Un exemple récent est l'annonce, en novembre 2021, de la privatisation pour un montant de 14 G\$ US de la société de cybersécurité bien connue McAfee Corp. en faveur d'un consortium dirigé par

la société américaine de capital d'investissement Advent International, consortium comprenant l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada.

Nous continuons à observer une restructuration des investissements dans les technologies et la propriété intellectuelle de la part des investisseurs en capital d'investissement. Par exemple, les promoteurs tirent parti de la création de plateformes d'investissement axées sur la technologie qui peuvent servir dans divers secteurs. En outre, le déploiement et le remodelage d'actifs technologiques traditionnels de manière novatrice deviennent un outil de plus en plus attrayant pour optimiser le rendement.



Les considérations ESG en matière de capital d'investissement : sujet « marginal » ou facteur valeur? Les leçons de 2021

L'anormalité des confinements liés à la COVID-19 et des phénomènes semblables en 2021, comme de nombreux autres changements soudains au cours de l'histoire, ont fourni une perspective intéressante d'expérience naturelle, notamment en ce qui concerne le rôle des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (« ESG ») dans les activités de levée de fonds, d'investissement et d'exploitation des entreprises de l'industrie du capital d'investissement.

Avant même la pandémie, les considérations ESG et les cadres de gestion des risques ESG étaient devenus des priorités pour les promoteurs de capital d'investissement, les investisseurs institutionnels et les sociétés de portefeuille. L'injustice raciale a dominé les ondes en 2020 et les enjeux liés aux changements climatiques, aux chaînes d'approvisionnement et au capital humain ont connu un regain d'intérêt en 2021. L'année 2021 a aussi vu une augmentation de la demande pour les fonds avec une orientation ESG, qui comptent maintenant pour 10 % des actifs des fonds à l'échelle mondiale et ont obtenu un montant record de 649 G\$ US d'investissements dans le monde en 2021 (au 30 novembre), par rapport à 542 G\$ US et 285 G\$ US en 2020 et en 2019, respectivement. Mais au cours d'une année qui a également vu le flux d'opérations atteindre un sommet historique, alors que des équipes au personnel réduit ont accéléré les opérations pour tenter de déployer des réserves, de nombreux observateurs se sont interrogés sur l'importance qu'accordaient réellement les acteurs de l'industrie du capital d'investissement privé aux critères, politiques et cadres d'information ESG tant vantés.

Les considérations ESG et les cadres de gestion des risques ESG étaient devenus des priorités pour les promoteurs de capital d'investissement, les investisseurs institutionnels et les sociétés de portefeuille.

Peu d'importance, prétendent les cyniques. Malgré la pression réglementaire exercée pour intégrer les considérations ESG et les demandes croissantes des commanditaires pour un resserrement des critères ESG et de la communication de l'information, nombreux sont ceux qui pensent que les efforts des promoteurs en matière d'ESG se résument généralement à de l'« écoblanchiment », c'est-à-dire des annonces publiques sur l'adoption de principes ESG et un saupoudrage de mots à la mode favorables en matière d'ESG dans les documents, sans engagement significatif envers les ESG dans les faits. Bien que les organismes de réglementation et les commanditaires puissent exercer des pressions, ni l'un ni l'autre ne semble encore avoir une véritable influence sur les décisions d'investissement des promoteurs, en particulier dans le contexte de la diminution du nombre de cibles et de l'accès très concurrentiel aux fonds ayant le meilleur bilan financier. Selon certains, cette rhétorique conserve son avance sur la réalité et, comme facteur de décision, les enjeux ESG demeurent un sujet « marginal ».

Certaines études viennent certainement appuyer ce point de vue. Un récent rapport de Pitchbook a révélé que 44 % des commanditaires n'évaluaient pas le cadre de gestion des risques des commandités lors de la vérification

diligente et que 28 % des commanditaires le faisaient, mais voulaient en faire plus. Ce rapport a également révélé que 43 % des commandités n'utilisaient pas de cadre de gestion des risques ESG au moment de la prise de décisions d'investissement et que 32 % le faisaient, mais voulaient en faire plus. Le magazine *Institutional Investor* a récemment observé que sur les 8 810 sociétés de capital d'investissement privé à l'échelle mondiale, seulement 431 d'entre elles étaient des sociétés d'investissement direct signataires des Principes pour l'investissement responsable (« PIR ») des Nations unies et, parmi celles-ci, seule la moitié a déclaré utiliser les principes ESG dans le suivi des sociétés de portefeuille et moins d'une sur huit a déclaré publiquement qu'elle recevait des rapports ESG de la part de leurs sociétés de portefeuille. Le magazine arrivait donc à la conclusion que la grande majorité des efforts ESG en matière de capital d'investissement restaient « embryonnaires et superficiels ». Selon la revue *Harvard Business Review*, les investisseurs qui ont signé les PIR en 2020 n'ont pas amélioré le rendement social et environnemental de leurs placements l'année suivante. La récente vague d'opérations de fermeture peut être considérée, en partie, comme la preuve que le capital d'investissement privé offre un refuge sûr à l'égard de la réglementation ESG et des contraintes sociales croissantes applicables aux sociétés ouvertes.



Les répercussions financières positives d'une initiative en faveur de la diversité ou d'un engagement à lutter contre les changements climatiques, par exemple, peuvent être difficiles à isoler et intégrer dans un bilan par un analyste, ce qui n'est généralement pas le cas des coûts de mise en oeuvre des changements ESG.

Toutefois, ceux qui considèrent que l'accent mis sur les préoccupations ESG est motivé principalement par la philanthropie ou l'affichage de valeurs à l'intention du marché risquent, à certains égards, de perdre de vue l'ensemble. Comme l'indique un récent rapport de Bain, « le désir de contribuer à un monde meilleur est certainement un facteur de motivation, mais la raison d'être est entièrement commerciale ». Pour les sociétés d'exploitation, une plateforme ESG solide peut être une source de valeur de plusieurs façons, notamment en attirant des clients de nouveaux marchés ou en améliorant la part de marché, en réduisant les coûts grâce à des initiatives de durabilité, en diminuant les interventions réglementaires (ou en bénéficiant de subventions et de soutien du gouvernement) et en améliorant la productivité par un taux de roulement moins élevé des employés et une augmentation de la motivation.

Le rendement ESG reste néanmoins difficile à quantifier. Les répercussions financières positives d'une initiative en faveur de la diversité ou d'un engagement à lutter contre les changements climatiques, par exemple, peuvent être difficiles à isoler et intégrer dans un bilan par un analyste, ce qui n'est généralement pas le cas des coûts de mise en oeuvre des changements ESG. De plus, les initiatives ESG s'accompagnent souvent de répercussions financières à plus long terme et, étant donné que les périodes de détention du capital d'investissement privé sont généralement de cinq ans, la valeur des initiatives ESG se matérialise souvent trop tard. De plus, lorsque des études montrent que les entreprises axées sur l'ESG affichent également un solide rendement financier, il est difficile de conclure si un tel rendement découle de l'accent mis sur l'ESG ou bien si les politiques et pratiques ESG sont plus courantes dans les entreprises bien gérées.

La COVID-19 a à la fois révélé et accéléré des tendances sociétales sous-jacentes, notamment sur le marché du travail. En 2020, il était impossible pour bon nombre d'employés de travailler en raison du confinement, des limites de capacité et des problèmes de productivité. En 2021, de nombreux employeurs ont éprouvé de grandes difficultés à recruter et à conserver leurs employés. Une récente enquête mondiale de HP a révélé que 61 % des employés estiment que la durabilité, la diversité et l'inclusion devraient être des préoccupations obligatoires pour les employeurs et près de 50 % ont déclaré qu'ils ne travailleraient pas pour une entreprise n'ayant pas de pratiques commerciales durables. Des exemples de réussite d'entreprises ayant de solides antécédents ESG ont commencé à affluer. Chez Gravity Payments, entreprise connue pour avoir triplé son chiffre d'affaires après l'instauration par son chef de la direction d'un salaire plancher élevé et de nombreuses politiques ESG de premier ordre, la COVID-19 a d'abord frappé fort, entraînant une chute de 50 % du chiffre d'affaires. Les employés ont proposé des réductions de salaire pour donner à leur employeur la capacité d'affronter la tempête, ce qu'il a fait – les employés ont ensuite été remboursés et l'entreprise est de nouveau sur les rails. Environ 50 % des nouvelles recrues d'Unilever, un récent champion en matière de durabilité, ont déclaré que les politiques d'éthique et de durabilité de l'entreprise étaient la principale raison pour laquelle ils y avaient accepté un emploi. De manière plus générale, les millions de millénariaux et de membres de la génération Z dans la population active réévaluent leurs priorités et se soucient souvent à la fois de la mission et des résultats financiers.

Doit-on alors parler de cynisme ESG ou de caractère inéluctable de la primauté ESG ? Seul l'avenir nous le dira, mais nous ne parierions pas contre les répercussions qu'un mauvais bilan ESG pourrait avoir sur la valeur d'un investissement dans le sillage de la pression toujours croissante exercée par les investisseurs, les employés et les consommateurs.

Encadrement concurrentiel des fusions : prudence dans les opérations de regroupement

Souvent, les investisseurs en capital d'investissement avisés repéreront une industrie ou un secteur vertical dans lequel des rendements intéressants peuvent être obtenus par la consolidation. La stratégie d'investissement peut envisager une série d'acquisitions à court ou à moyen terme, afin de réaliser des économies d'échelle et des gains d'efficacité suffisants pour générer un bénéfice important à la sortie. Dans de tels scénarios, il est entendu dès le départ que la première acquisition ne sera probablement pas la dernière.

Il faut donc veiller à développer d'entrée de jeu des arguments crédibles et durables en matière de réglementation de la concurrence concernant la définition du marché, les barrières à l'entrée, la concurrence réelle restante et les gains d'efficacité qui serviront aussi bien à la dernière l'acquisition d'une stratégie de consolidation qu'à la première. La cohérence est essentielle – le Bureau de la concurrence du Canada essaiera, dans ses examens de fusion ultérieurs, de déterminer si les arguments présentés par l'acheteur lors des examens précédents se tiennent. Un changement de position sur l'une ou l'autre de ces questions clés dans des opérations ultérieures nuira à la crédibilité de l'acheteur auprès de l'organisme de réglementation et peut être à l'origine de vulnérabilités si une acquisition est contestée devant les tribunaux ou le Tribunal de la concurrence du Canada.

Avec chaque opération complémentaire, la part de marché de l'acheteur de capital d'investissement augmentera, le marché se consolidera et le risque lié à l'encadrement concurrentiel augmentera en conséquence. Ces facteurs doivent donc être pris en compte lorsque l'investisseur planifie le moment de sa sortie.

Avec chaque opération complémentaire, la part de marché de l'acheteur de capital d'investissement augmentera, le marché se consolidera et le risque lié à l'encadrement concurrentiel augmentera en conséquence.

ENCADREMENT CONCURRENTIEL DES FUSIONS : À QUEL MOMENT LA CONFIDENTIALITÉ DEVIENT-ELLE EXCESSIVE?

La confidentialité avant l'annonce, et parfois avant la clôture, est un aspect important de presque toutes les opérations de capital d'investissement privé. Toutefois, dans le cas d'acquisitions complémentaires, lorsqu'un fonds est déjà actif dans un secteur, les connaissances et l'expertise de la ou des sociétés du portefeuille sur ce secteur peuvent être extrêmement précieuses pour le contrôle des fusions. Il peut être intéressant de rallier quelques membres de la direction choisis pour un accord complémentaire.





Tout d'abord, la direction d'une société de portefeuille sectoriel est une excellente source de renseignements essentiels – c'est elle qui connaît le mieux le ou les marchés concernés, les acteurs et les conditions de concurrence. Elle aura probablement une idée de la façon dont les clients et les fournisseurs réagiront à la nouvelle opération. Comme le Bureau de la concurrence procède à une vaste consultation des personnes-ressources sur le

marché (notamment en interrogeant les principaux clients et fournisseurs des parties), le fait d'avoir un aperçu de la réaction probable de ces personnes-ressources peut aider à façonner la stratégie en matière de réglementation de la concurrence. Les points de vue de ces participants au marché exercent une forte influence sur l'équipe d'examen du Bureau de la concurrence. Dans une moindre mesure, même une discussion de haut niveau anonyme avec la direction d'une société de portefeuille peut fournir des renseignements précieux sur les conditions de concurrence et donner aux investisseurs en capital d'investissement privé une meilleure idée du risque en matière de réglementation de la concurrence de l'opération. Une telle discussion peut orienter tout un éventail d'éléments clés d'un accord d'achat, y compris les dispositions de partage des risques, les échéanciers et les dates butoirs, les clauses potentielles « adviene que pourra » et les ententes de coopération.



Une discussion de haut niveau anonyme avec la direction actuelle d'une société de portefeuille peut fournir des renseignements précieux sur les conditions de concurrence et donner aux investisseurs et donner aux investissement en capital d'investissement privé une meilleure idée du risque de l'opération en matière de réglementation de la concurrence.

Ensuite, le dépôt d'un avis de fusion au Canada exige beaucoup plus d'information qu'un dépôt HSR aux États-Unis, notamment des données sur les 20 principaux clients et les 20 principaux fournisseurs pour toute « catégorie principale de produits » qui chevauche les activités de la cible. Il peut d'ailleurs être nécessaire d'obtenir de telles données détaillées auprès de la société de portefeuille.

Enfin, lorsqu'une opération entraîne des chevauchements importants à l'égard de la concurrence, l'examen du Bureau de la concurrence comprendra généralement une ou plusieurs demandes de renseignements volontaires auprès des parties à la fusion. Le fait de ne pas répondre à ces demandes en temps voulu peut entraîner une « pause » dans les normes de services applicables aux délais pour la réalisation de l'examen. Les opérations qui soulèvent d'importantes préoccupations peuvent faire l'objet d'un examen de phase II sous forme d'une demande de renseignements supplémentaires (semblable à la deuxième demande HSR aux États-Unis). Le respect en temps voulu de ces demandes de renseignements nécessitera souvent l'appui – et de préférence l'appui volontaire et enthousiaste – de la société de portefeuille.

À l'attention des gestionnaires de fonds : publication par les États-Unis de règlements définitifs sur l'imposition de l'intérêt passif

Il est courant pour les fonds d'investissement structurés comme des sociétés en commandite d'émettre des participations en faveur des gestionnaires de fonds en guise de rémunération pour leurs services. Ces participations sont communément appelées « intérêt passif » (carried interest) et confèrent généralement à leur détenteur le droit à une partie des revenus et des gains d'un fonds qui est disproportionnée par rapport à son apport en capital dans ce fonds. En outre, alors qu'un gestionnaire de fonds qui perçoit une rémunération pour ses services serait imposé au taux ordinaire d'imposition, les gains en capital réalisés par une société de personnes et affectés à l'intérêt passif peuvent bénéficier de taux d'imposition préférentiels.

Récemment, les États-Unis ont publié de nouvelles règles relatives à l'imposition de l'intérêt passif. Cela justifie un examen de l'imposition de l'intérêt passif sous l'angle de l'impôt fédéral sur le revenu des États-Unis et du Canada.

ÉTATS-UNIS

Les États-Unis imposent généralement les gains en capital à long terme à des taux d'imposition fédéraux préférentiels par rapport à l'imposition des gains en capital à court terme et des revenus ordinaires. En ce qui concerne l'intérêt passif, l'article 1061 de l'Internal Revenue Code of 1986 des États-Unis (le « Code ») prévoit, entre autres, qu'un intérêt passif doit être détenu pendant plus de trois ans avant que les gains en capital qui y sont liés puissent bénéficier du traitement fiscal des gains en capital à long terme. Si la période de détention est de trois ans ou moins, le gain en capital lié à l'intérêt passif est traité comme un gain en capital à court terme et est assujéti à l'impôt au taux ordinaire. L'article 1061 s'applique à la fois à un gain d'une société de personnes attribué à l'intérêt passif et à un gain provenant de la vente de l'intérêt passif lui-même.

En janvier 2021, un règlement définitif pris en application de l'article 1061 du Code a été publié. Il prévoit certaines exceptions à l'exigence de détention de plus de trois ans.

En janvier 2021, un règlement définitif pris en application de l'article 1061 du Code a été publié. Il prévoit certaines exceptions à l'exigence de détention de plus de trois ans (par exemple, les gains provenant de biens immobiliers traités comme des gains à long terme en vertu de l'article 1231 du Code). Ce règlement contient également une règle anti-évitement de transparence qui peut s'appliquer pour traiter le gain de la vente de l'intérêt passif comme un gain en capital à court terme dans certaines circonstances (par exemple,



lorsque l'évitement de l'article 1061 était un objectif principal de l'opération ou de la série d'opérations). Cette règle de transparence peut s'appliquer même dans le cas où l'intérêt passif est détenue pendant plus de trois ans.

L'imposition de l'intérêt passif demeure un sujet d'intérêt aux États-Unis. Un resserrement des règles aux termes de l'article 1061 du Code était initialement proposé dans le Build Back Better Act qui aurait rendu plus difficile l'accès au traitement préférentiel des gains en capital à long terme pour les détenteurs d'un intérêt passif. Toutefois, les règles proposées ont été récemment abandonnées par les législateurs américains. Néanmoins, il reste à voir si l'imposition de l'intérêt passif aux États-Unis sera revue à l'avenir.

CANADA

Contrairement aux États-Unis, le Canada ne dispose d'aucune règle particulière visant l'imposition de l'intérêt passif. Au lieu de cela, les principales déterminations pour les besoins de l'impôt fédéral canadien sur le revenu consistent à établir si le revenu gagné par un fonds et attribué à l'intérêt passif doit être traité comme un revenu ordinaire ou un gain en capital, et si un détenteur qui dispose d'un intérêt passif détient une participation au compte de revenu ou au compte de capital. Il s'agit de déterminations factuelles fondées sur les activités particulières du fonds et du détenteur.

La jurisprudence a établi les facteurs à prendre en compte pour déterminer si une opération doit être déclarée au titre du revenu ou du capital, aucun d'entre eux n'étant particulièrement déterminant. Par exemple, les facteurs utilisés pour déterminer si le revenu provenant de l'aliénation de titres par un fonds de capital d'investissement privé doit être déclaré au titre du revenu ou du capital comprennent la fréquence des opérations, la période de détention et le financement. En général, à moins de se livrer clairement à l'exploitation d'une entreprise de négociation ou de commerce de valeurs mobilières, les fonds canadiens qui sont des sociétés de personnes adoptent la position selon laquelle les gains ou les pertes découlant de l'aliénation de valeurs mobilières doivent être déclarés au titre du capital (sous réserve de certaines exceptions pour certains types de valeurs mobilières). Dans le contexte immobilier, la Cour canadienne de l'impôt a réitéré dans l'affaire Paletta c. La Reine, 2019 CCI 205, que l'intention du contribuable au moment de l'acquisition du bien est le facteur déterminant principal pour évaluer si un gain réalisé lors de sa vente ultérieure sera déclaré

au titre du revenu ou du capital. De plus, la Cour a déclaré qu'une intention secondaire de vendre le bien pour réaliser un profit au moment de l'acquisition est suffisante pour caractériser une opération au titre du revenu. Toutefois, une telle intention secondaire doit avoir été présente au moment de l'acquisition du bien et doit avoir été une motivation sous-tendant l'acquisition. Cette décision a récemment été confirmée par la Cour d'appel fédérale (voir 2021 CAF 182, décision publiée en anglais seulement).

DES APPROCHES DIFFÉRENTES

Les règles américaines décrites ci-dessus ne devraient pas avoir de répercussions significatives sur les gestionnaires de fonds canadiens. Toutefois, il est important de connaître ces règles si des personnes des États-Unis participent, ou prévoient participer, à la gestion d'un fonds.



La méthode d'imposition de l'intérêt passif aux États-Unis montre la différence d'approche entre l'imposition fédérale canadienne et américaine des gains en capital en général.

De plus, la méthode d'imposition de l'intérêt passif aux États-Unis montre la différence d'approche entre l'imposition fédérale canadienne et américaine des gains en capital en général. Alors que les États-Unis optent pour certains critères bien précis concernant la période de détention (par exemple, pour l'intérêt passif aux termes de l'article 1061 du Code et les biens immobiliers utilisés dans le commerce ou l'entreprise aux termes de l'article 1231 du Code), ce n'est pas le cas au Canada. Le Canada examine plutôt les faits et les circonstances particulières concernant les fonds et les gestionnaires, en s'appuyant sur différents indices pour déterminer si une source de revenu doit être déclarée au titre du revenu ou du capital.

Il sera intéressant de faire un suivi des répercussions des règles américaines et de la réaction à celles-ci, et de voir si le Canada repensera son approche à l'égard de l'imposition de l'intérêt passif. Pour l'instant, la fiscalité canadienne en matière d'intérêt passif donne, dans la plupart des cas, une plus grande latitude aux gestionnaires de fonds canadiens qu'aux gestionnaires américains quant à l'accès à un traitement fiscal préférentiel pour le rendement de leurs investissements.

POUR TOUTE DEMANDE DE RENSEIGNEMENTS, VEUILLEZ COMMUNIQUER AVEC :



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



Jonathan See
Associé, co-leader
du groupe capital-
investissement
jsee@mccarthy.ca
416-601-7560



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

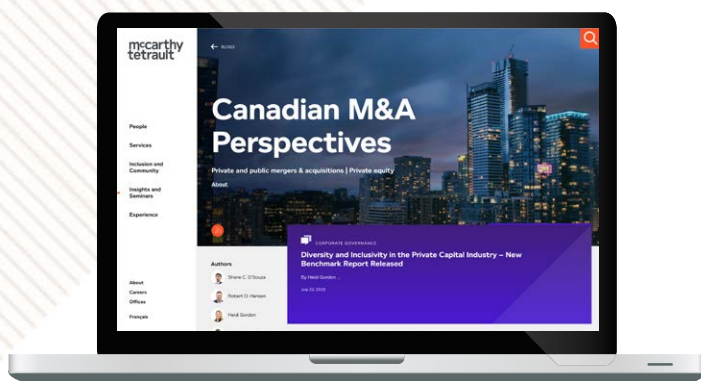


Matthew Cumming
Associé directeur, bureau
de New York, co-leader
du groupe capital-
investissement
mcumming@mccarthy.ca
646-940-8966



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





**VISITEZ NOTRE BLOGUE
FUSIONS ET ACQUISITIONS :**

www.canadianmergersacquisitions.com

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.

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 2500
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
London EC2R 7HJ
Royaume-Uni