

mccarthy  
tetrault

**GUIDES DE RÉFÉRENCE PERSPECTIVES 2021**  
Capital d'investissement privé

# En pleine cible

Perspectives 2021 pour  
le capital d'investissement privé

mccarthy  
tetrault



Le présent document 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 vos personnes-ressources chez McCarthy Tétrault.

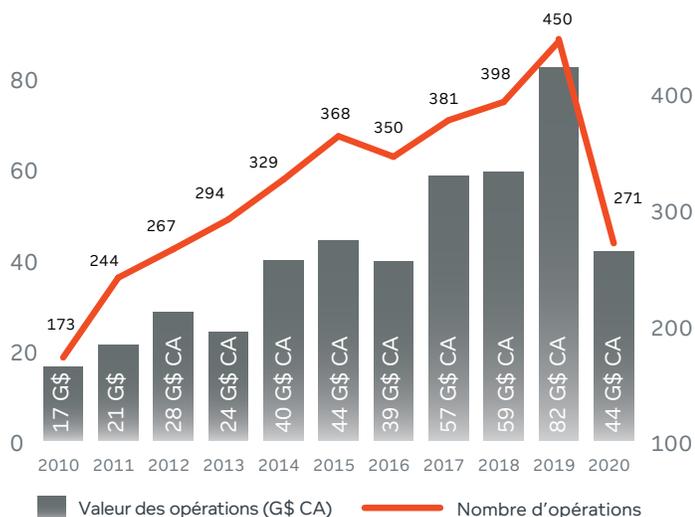
### **Auteurs**

Matthew Cumming, Claire Gowdy, Jake Irwin, Mathieu Laflamme, Conrad Lee, Steve Marshall, Shevaun McGrath, Christian Meighen, Jeremy Pleasant, Debbie Salzberger, Jonathan See, Patrick Shea et Judy Tian

## Revue de 2020 : les chiffres

Sans surprise, au cours de cette année étrange qu'a été 2020, le marché canadien du capital d'investissement privé a subi des revers. En date du 11 décembre 2020, le total du capital d'investissement privé investi au Canada en 2020 oscille autour de 44 G\$, ce qui donne à penser que les investissements seront nettement inférieurs à ceux de 81 G\$, de 60 G\$ et de 58 G\$ enregistrés respectivement pour les années 2019, 2018 et 2017. Le nombre d'opérations mène au même constat. Avec 271 opérations conclues au 11 décembre 2020, le secteur canadien du capital d'investissement privé est en voie d'afficher des chiffres faibles qui n'ont pas été observés depuis le début des années 2010, ce qui contraste nettement avec les 450 opérations conclues en 2019. On comprend aisément que l'année ait été plus calme en raison des restrictions et de l'incertitude liées à la COVID-19, mais le secteur canadien du capital d'investissement privé montre des signes encourageants, dont les suivants : 1) les investissements du premier trimestre de 2020, réalisés majoritairement avant la pandémie, ont totalisé 17 G\$, un résultat record pour un premier trimestre, 2) le nombre d'opérations est de nouveau en hausse, avec 73 opérations conclues au troisième trimestre, contre seulement 37 au deuxième trimestre, et 3) plusieurs investissements de grande envergure ont été conclus malgré les difficultés économiques liées à la pandémie, dont notamment l'acquisition du gazoduc de Coastal Gaslink par AIMCo et KKR d'une valeur de 2,9 G\$.

### Volume des opérations de capital d'investissement privé au Canada par année



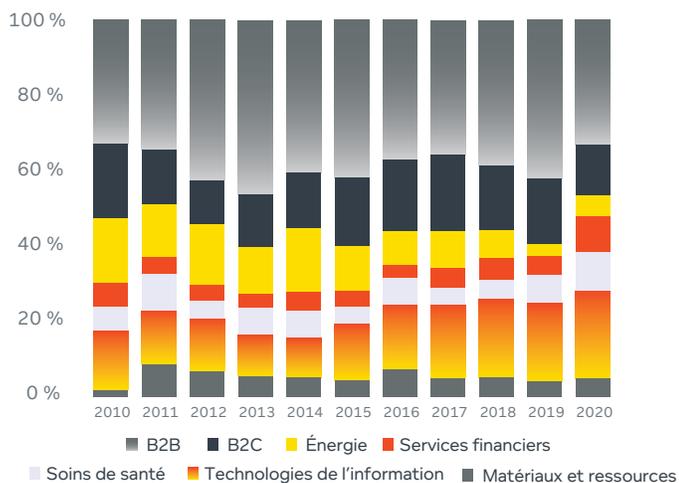
### Marché du capital d'investissement privé par secteur au Canada

Le nombre d'investissements pour 2020 dans les secteurs des soins de santé, des services financiers et de l'énergie affichera vraisemblablement une croissance par rapport à 2019. Les secteurs des TI ainsi que des matériaux et ressources tendent vers un ralentissement modéré du nombre d'opérations, tandis que les secteurs du commerce entre entreprises et consommateurs (« **B2C** ») et du commerce entre entreprises (« **B2B** ») sont en voie d'enregistrer un nombre d'opérations historiquement bas. Si nous les évaluons du point de vue du montant total des investissements, les secteurs des matériaux et des ressources ainsi que des soins de santé sont des « secteurs chauds », en voie d'afficher des sommets records pour 2020, tandis que d'autres secteurs, comme ceux de l'énergie, du B2B, des services financiers, des TI et du B2C, accusent un ralentissement majeur des investissements, dont la baisse d'un exercice à l'autre oscille entre 45 % et 67 %.

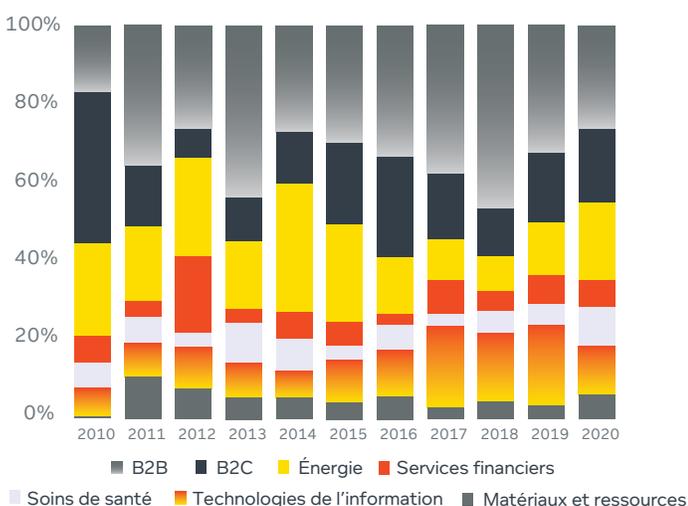




## Nbre d'opérations de capital d'investissement au Canada selon le secteur



## Valeur d'opérations (G\$ CA) de capital d'investissement au Canada selon le secteur



## Sorties soutenues par du capital d'investissement privé au Canada

Tant la valeur des opérations que le nombre de sorties de capital d'investissement privé pour 2020 ont poursuivi leur tendance à la baisse au Canada commencée en 2019. En date du 11 décembre 2020, les sociétés de capital d'investissement privé sont sorties de 56 entreprises représentant une valeur totale de 18 G\$, ce qui, sur une base annualisée, représenterait une diminution d'un exercice à l'autre de 31 % en nombre total et en valeur totale des opérations.

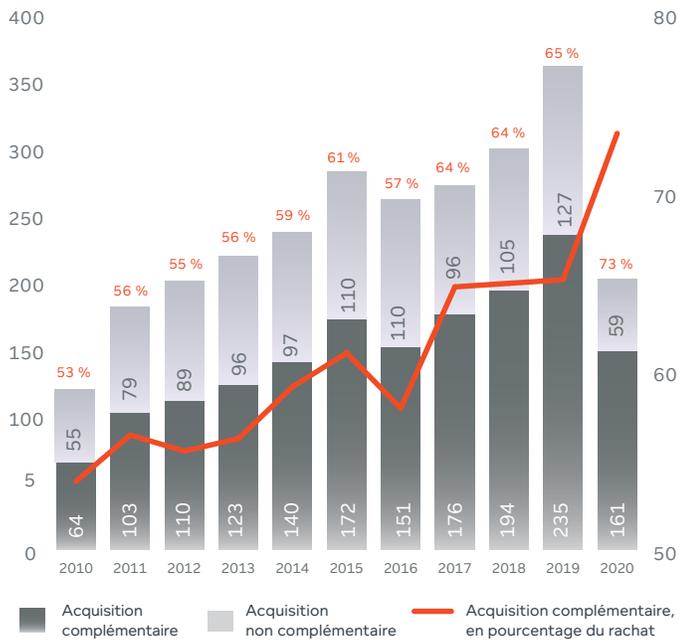
## Opérations de sorties de capital d'investissement au Canada



## Acquisitions complémentaires au Canada

Pour la quatrième année consécutive, les activités complémentaires ont atteint des proportions records dans le secteur du rachat en date du 11 décembre 2020, représentant près des trois quarts de la totalité des opérations. Le nombre d'acquisitions complémentaires et le nombre d'acquisitions non complémentaires ont tous les deux reculé en 2020, mais le nombre d'acquisitions non complémentaires a encore plus chuté, avec des chiffres n'ayant pas été observés depuis 2010. Compte tenu du fait que les fonds continuent de se spécialiser et de renforcer leur expertise dans des secteurs précis et que les sociétés peuvent acquérir à faible coût des actifs en difficulté, nous nous attendons à voir une multiplication des acquisitions complémentaires au début de 2021.

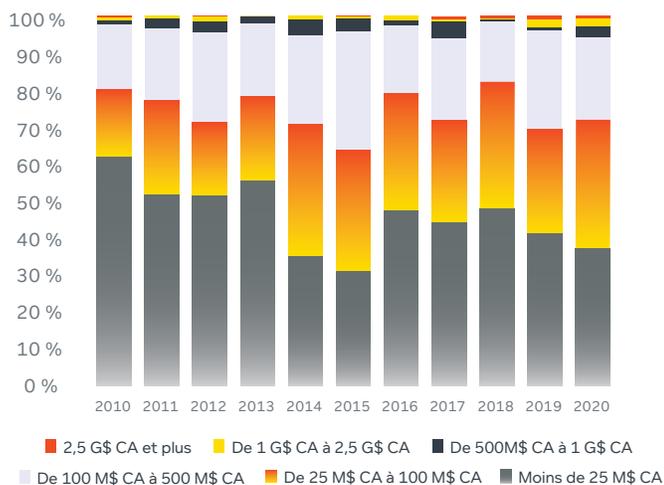
## Acquisitions complémentaires de capital d'investissement au Canada



## Envergure des opérations au Canada

Pour 2020, le nombre d'opérations de capital d'investissement privé dont la valeur se situait dans la tranche la plus élevée (500 M\$ et plus) devrait demeurer relativement stable par rapport aux chiffres de 2019. Cependant, les opérations dans la tranche de moins de 100 M\$ et celles dans la tranche de 100 M\$ à 500 M\$ sont en voie d'accuser une baisse vertigineuse de 32 % et de 51 %, respectivement.

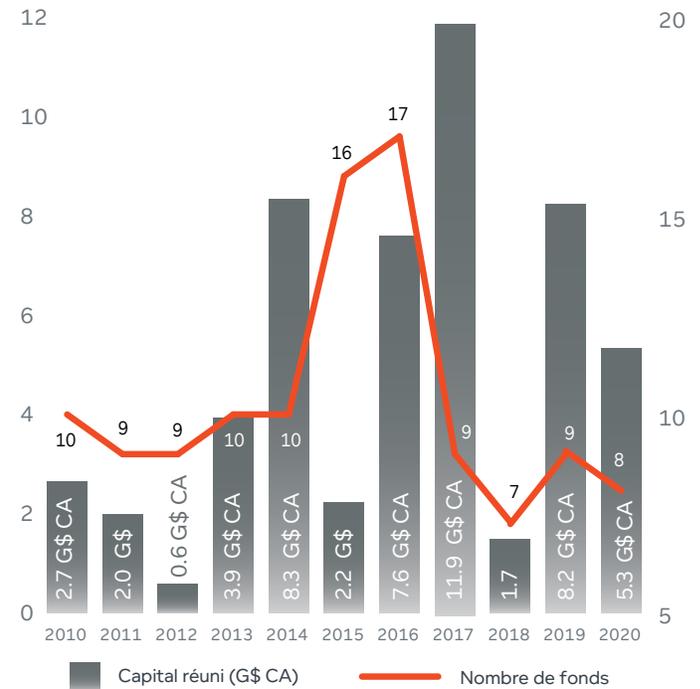
## Nbre d'opérations de capital d'investissement au Canada selon la taille



## Financement sur le marché du capital d'investissement privé au Canada

Le total des capitaux réunis au 11 décembre 2020 s'élève à 5,34 G\$, ce qui représente une baisse par rapport aux 8,24 G\$ réunis en 2019, mais demeure loin du total beaucoup plus bas de 1,67 G\$ enregistré en 2018.

## Activités canadiennes de financement en capital d'investissement par année



Pour l'année 2021 à venir, outre nous demander si le secteur du capital d'investissement privé connaîtra une vague d'opérations et un retour aux chiffres d'avant 2020 puisque l'incertitude entourant la pandémie s'atténuera et que les élections américaines seront terminées, ainsi que de savoir si cette activité sera alimentée par des fusions et acquisitions ciblant des entreprises en difficulté, nous suivons également d'autres tendances de près. Une tendance qui retient notre attention est l'intégration des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance (« ESG ») et la croissance des instruments de placement axés sur ces enjeux. De plus, nous suivons également l'évolution du secteur des technologies et, en particulier, si le secteur verra un intérêt soutenu envers l'acquisition et l'essaimage de plateformes technologiques compte tenu du fait que les fournisseurs de plateformes technologiques ont généralement résisté aux effets négatifs de la COVID-19 en 2020. L'effet potentiel des hausses des seuils des bénéfices nets, la prolongation des délais prévus pour l'examen et l'élargissement du champ d'application

des critères de sécurité nationale dans le cadre des règles canadiennes relatives aux placements étrangers retiennent également notre attention. De plus, nous analyserons le recours aux sociétés en commandite canadiennes et aux sociétés d'acquisition à vocation spéciale dans les secteurs du capital d'investissement privé. Enfin, nous nous attendons à voir des capitaux investis de manière de plus en plus créative afin de tenir compte des défis et des risques uniques que les sociétés doivent relever durant la pandémie.

## L'intégration des critères ESG

Au cours des quelques dernières décennies, les sociétés de capital d'investissement privé et d'autres acteurs du secteur du financement privé ont connu des enjeux ESG. Ils ont dû annoncer des mesures se rapportant aux enjeux ESG, ont dû s'y adapter, adhérer aux principes qui les sous-tendent et en faire une priorité. Les enjeux ESG couvrent un très large éventail de sujets, par conséquent le poids et l'importance accordés par les promoteurs, les commanditaires et d'autres investisseurs à chacun des nombreux sujets couverts par les enjeux ESG varient considérablement.

En 2020, bien que les questions de changement climatique et de saine gouvernance sont demeurées aussi cruciales, les projecteurs se sont braqués sur les injustices et les inégalités raciales aux États-Unis, au Canada et ailleurs dans le monde, faisant en sorte que ces enjeux et d'autres enjeux sociaux deviennent de grandes priorités dans le secteur du financement privé. Au cours de la dernière année, les promoteurs, les sociétés de portefeuille et les investisseurs ont fait l'objet de nombreuses pressions, non seulement pour qu'ils témoignent leur soutien aux enjeux de justice sociale, mais aussi pour qu'ils intègrent les principes d'égalité sociale et d'égalité des chances au sein de leurs conseils d'administration, de la haute direction et plus généralement à tous les échelons du personnel.

Il n'y a pas si longtemps, de nombreux promoteurs considéraient les facteurs ESG comme de simples exigences à cocher, nécessaires pour respecter les politiques internes de leurs grands investisseurs institutionnels et souvent affiliés à l'État. Aujourd'hui, les investisseurs, au Canada comme ailleurs, font de plus en plus appel aux considérations ESG pour mieux comprendre et prédire les risques financiers et les occasions d'affaires saisir. Les critères ESG sont devenus des outils essentiels pour évaluer la valeur, plutôt que d'être de simples points de repère pour faire connaître ou véhiculer des valeurs. De plus en plus d'éléments tendent à montrer que l'adoption

de critères ESG stricts par les promoteurs mène à un rendement accru des fonds. Les facteurs ESG sont donc passés de simples exigences à remplir dans des formulaires à une stratégie de croissance primordiale.

Le Canada compte plus de 150 gestionnaires de placement et gestionnaires d'actifs (qui s'ajoutent à des milliers d'autres à l'échelle mondiale) qui sont signataires des Principes pour l'Investissement Responsable (« PRI ») soutenus par les Nations Unies, dont les cinq plus grandes banques canadiennes et la majorité des plus grands fonds de pension du Canada. Les PRI des Nations Unies sont nés d'une initiative visant à promouvoir l'investissement responsable dans différentes catégories d'actifs, dont le capital d'investissement privé, et exigent que chaque signataire publie des rapports sur ses activités d'investissement responsable.

Le 25 novembre 2020, les chefs de la direction des huit principaux fonds de pension canadiens – représentant approximativement 1,6 G de dollars d'actifs gérés – ont publié leur toute première déclaration commune. Ils ont invité les investisseurs et toutes les entreprises à fournir des informations uniformes et exhaustives sur les critères ESG afin de soutenir la prise de décisions en matière d'investissement et de mieux évaluer et gérer leurs expositions aux risques ESG. Ces fonds de pension se sont également engagés à être plus transparent en matière d'information ESG et d'attribuer des capitaux aux investissements qui sont les plus à même d'offrir une création de valeur durable à long terme.

Outre la très large intégration des critères et des objectifs ESG par les fonds de capital d'investissement privé de manière générale, il existe de plus en plus de véhicules de placement axés exclusivement ou principalement sur les enjeux ESG. La Banque mondiale estime que les actifs gérés par des fonds de capital d'investissement privé axés sur l'impact ont augmenté d'environ 19 % annuellement au cours des cinq dernières années à l'échelle mondiale.

Tous ces facteurs continuent d'avoir des incidences très vastes et significatives sur les activités des sociétés de capital d'investissement privé. Durant le processus de financement, les promoteurs devront avoir mis en place une politique sur les critères ESG et un cadre de communication de l'information (au niveau des fonds et, le cas échéant, au niveau des sociétés de portefeuille) et devront répondre à des questionnaires sur les critères ESG qui ne sont toujours pas uniformisés, ainsi qu'à d'autres enquêtes dans le cadre de contrôles préalables soumis par des investisseurs potentiels, comportant notamment des questions sur la façon dont les promoteurs intègrent les critères ESG à l'évaluation du rendement d'une société de portefeuille. Les promoteurs doivent également tenir

compte de la disponibilité de sorties responsables sur le plan des critères ESG qui ne font pas obstacle à leurs principes ou objectifs sociaux ni à ceux de leurs investisseurs ou de leurs sociétés de portefeuille. Et, dans le contexte d'une réglementation et d'une quasi-réglementation accrues sur les critères ESG, les promoteurs qui ne parviennent pas à gérer les critères ESG efficacement s'exposent à des risques et à des défis accrus en matière juridique, financière et en matière de réputation.

## Création d'une plus grande valeur dans les entreprises technologiques

Comme le soulignait le rapport « *Buying out Public Tech Companies* » publié par PitchBook en juin 2020, les sociétés de capital d'investissement privé ont modifié leur approche pour privilégier davantage les acquisitions d'entreprises technologiques, en ayant comme priorités la croissance et la rentabilité. Ces sociétés inscrivent les entreprises technologiques à la bourse ou en font des sociétés fermées plus rapidement qu'elles ne le faisaient dans le passé, et à des évaluations plus élevées. En outre, malgré les répercussions de la pandémie de COVID-19, la tendance de privatisation dans le marché technologique élargi s'est poursuivie en 2020, et l'intérêt envers les fusions et acquisitions d'entreprises technologiques est demeuré élevé, comme l'illustre l'annonce faite par Salesforce au début de décembre 2020 au sujet de son acquisition très médiatisée de Slack pour 27,7 G\$ américains. Compte tenu de la valeur croissante générale des sociétés publiques et privées du secteur technologique, les sociétés de capital d'investissement privé surveillent de près le potentiel de croissance que les plateformes technologiques au sein d'entreprises technologiques diversifiées peuvent créer et envisagent d'essaimer les plateformes technologiques de telles sociétés de portefeuille afin d'en tirer davantage de valeur.

**Ces sociétés inscrivent les entreprises technologiques à la bourse ou en font des sociétés fermées plus rapidement qu'elles ne le faisaient dans le passé, et à des évaluations plus élevées.**

Considérer ces plateformes technologiques comme des entreprises autonomes peut générer de la valeur pour les investisseurs privés. Voici quelques exemples permettant de tirer profit de ces plateformes : offrir stratégiquement des services technologiques et des données à d'autres sociétés à même le portefeuille d'un promoteur (ou de façon plus large au public); remodeler des plateformes logicielles existantes pour se concentrer sur les marchés verticaux du secteur, ou dissocier la plateforme technologique des produits, des infrastructures ou des données les plus sensibles de la société hôte.

Puisque les entreprises technologiques et, de manière plus générale, les plateformes logicielles, continuent de susciter de l'intérêt non seulement de la part d'investisseurs privés, mais également de la part d'acteurs stratégiques, nous continuerons vraisemblablement de voir des investisseurs adopter des façons créatives de positionner ces actifs en tant que générateurs de valeur ou en tant que plateformes en soi.

## Participation étrangère à des opérations de fusion et d'acquisition

Au cours des dernières années, les seuils de révision en vertu du régime de bénéfices nets prévu par la *Loi sur l'investissement Canada* ont augmenté considérablement. Deux des trois seuils qui s'appliqueront aux acquisitions directes de contrôle d'entreprises canadiennes par des



investisseurs n'appartenant pas à l'État<sup>1</sup> provenant de pays membres de l'Organisation mondiale du commerce (l'« OMC ») ont augmenté considérablement. Le seuil applicable aux investisseurs privés du secteur qui ont conclu des accords de libre-échange est passé, en 2020, à 1,613 G\$ en valeur d'affaire de la société cible, et le seuil applicable aux investisseurs d'autres États membres de l'OMC est passé, en 2020, à 1,075 G\$ en valeur d'affaire de la société cible.<sup>2</sup> Ces seuils accrus ont contribué à une diminution du nombre d'opérations devant faire l'objet d'une révision des bénéfices nets (qui est passé de 22 à l'exercice de 2016-2017 à 9 aux exercices de 2017-2018 et de 2018-2019).<sup>3</sup>

Bien que ces seuils accrus représentent un changement pour le gouvernement canadien, qui met maintenant moins l'accent sur les examens des bénéfices nets (axés sur les bénéfices économiques pour le Canada), la sécurité nationale est de plus en plus sous les projecteurs. Le régime d'examen de la sécurité nationale s'applique à tout investissement fait par des non-Canadiens, quel qu'en soit la taille et que le contrôle ait été acquis ou non. Certains secteurs sont susceptibles de faire l'objet d'examens plus attentifs, tels que ceux de la technologie, de l'infrastructure critique et de la défense. Les Lignes directrices sur l'examen relatif à la sécurité nationale des investissements du gouvernement dressent une liste non exhaustive d'activités pouvant relever de la sécurité nationale. Bien qu'elles donnent une idée du moment où un examen relatif à la sécurité nationale peut avoir lieu, elles présentent des lacunes notables et n'offrent aux investisseurs étrangers qu'une transparence limitée pendant le processus d'examen. Si le gouvernement croit qu'une opération peut porter atteinte à la sécurité nationale, il peut la bloquer, l'assujettir à des conditions ou, si elle est déjà mise en œuvre, à des mesures correctives, notamment le dessaisissement. De 2012 à 2019,<sup>4</sup> quatre opérations ont été bloquées et d'autres ont été assujetties à des conditions ou ont été abandonnées.<sup>5</sup>

La majorité des examens de la sécurité nationale ordonnés concernaient des investisseurs de la Chine (14 ordres). Compte tenu de la pandémie, le gouvernement a prolongé les délais accordés pour les examens relatifs à la sécurité nationale et a appliqué ces examens à un plus large éventail d'investissements, dont ceux liés à la santé publique.

## Les sociétés en commandite canadiennes : un instrument d'investissement qui intéresse les investisseurs étrangers

Les investisseurs étrangers devraient envisager une société en commandite canadienne comme un instrument à utiliser pour leurs investissements internationaux. À titre d'instruments d'investissement, les sociétés en commandite enregistrées au Canada présentent des avantages notables, dont les suivants :

- leur statut d'entité intermédiaire aux fins de l'impôt canadien;
- le fait qu'elles soient faciles à constituer et qu'elles n'encourent que des obligations de déclaration minimales;
- leur situation dans une juridiction reconnue et bien établie d'un corpus juridique sur lequel les investisseurs peuvent s'appuyer et d'un système judiciaire respecté pour le mettre en application.

### Caractéristiques d'ensemble des sociétés en commandite canadiennes

En droit canadien, les sociétés en commandite sont des partenariats enregistrés entre deux personnes ou plus qui exploitent une affaire en commun dans un but lucratif. Il existe deux types d'associés dans une société en commandite :

- **commanditaires** : ils ne jouent pas un rôle actif dans le fonctionnement de la société en commandite et bénéficient généralement d'une responsabilité limitée; et
- **commandités** : ils s'occupent de la gestion de l'exploitation de la société en commandite et ont une responsabilité illimitée quant aux dettes de celle-ci.

Le commandité et le commanditaire ne sont pas tenus d'être des résidents Canadien pour enregistrer une société en commandite.

1 Le seuil pour les acquisitions directes d'entreprises canadiennes par des investisseurs d'États de pays membres de l'OMC est de 428 M\$ (pour 2020) au titre de la valeur comptable brute. Les seuils de valeur d'entreprise et le seuil d'entreprises d'États de pays membres de l'OMC devraient chacun légèrement baisser en 2021.

2 Le seuil pour l'acquisition directe du contrôle d'une entreprise canadienne dans le secteur culturel par un investisseur d'un pays non membre de l'OMC reste le même : 5 M\$ en valeur des actifs de l'entreprise cible.

3 Rapport annuel, Loi sur Investissement Canada, 2018-2019, 27 décembre 2019.

4 Des statistiques agrégées concernant le processus d'examen de la sécurité nationale ont été publiées pour la première fois en 2012. Au moment de la publication, les statistiques pour 2020 n'avaient pas été rendues publiques.

5 Depuis la mise en œuvre d'un processus officiel d'examen de la sécurité nationale en 2009, 22 ordonnances d'examen de la sécurité nationale ont été rendues entre 2012 et 2019. Dans tous les cas sauf trois, l'opération a été bloquée, abandonnée ou soumise à des conditions.

## Statut d'entité intermédiaire aux fins de l'impôt canadien

Une société en commandite n'est pas traitée comme une entité imposable distincte aux termes de la *Loi de l'impôt sur le revenu* (Canada). Une société en commandite établie dans une province, quelle qu'elle soit, est plutôt considérée comme une entité intermédiaire aux fins de l'impôt sur le revenu canadien. Tant qu'elle n'exploite pas une entreprise au Canada, qu'elle n'est pas une « société de personnes canadienne » (c.-à-d. une société de personnes dont tous les membres résident au Canada) et qu'elle n'est pas une société intermédiaire de placement déterminé, la société en commandite n'est pas assujettie aux obligations de déclaration annuelle du Canada aux fins de l'impôt sur le revenu (sachant, toutefois, qu'une déclaration peut être produite pour marquer le début de la période de nouvelle cotisation aux fins des impôts sur le revenu). Les bénéfices et les pertes de la société en commandite peuvent être transférés aux associés non-résidents de celle-ci (sans retenue d'impôt au Canada), et les associés non-résidents verseront l'impôt requis dans leur pays de résidence. Nonobstant son statut d'entité intermédiaire aux fins de l'impôt au Canada, une société en commandite peut décider d'être traitée comme une société aux fins de l'impôt des États-Unis. Certains paiements de revenu passifs, comme le loyer, payés par un résident canadien à une société de personnes non canadienne seraient assujettis à des retenues fiscales canadiennes. Il faut en tenir compte avant que la société en commandite n'acquière d'actifs au Canada.

## Facilité de la constitution

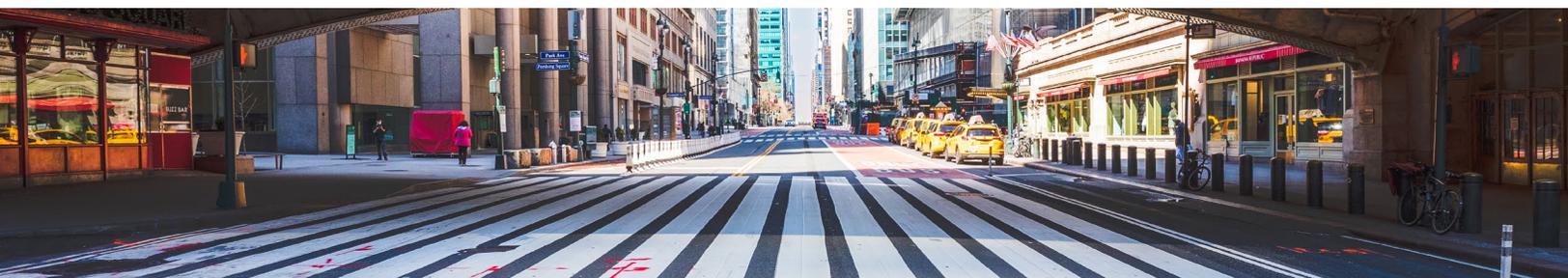
Chaque province du Canada a des lois qui régissent la formation et le fonctionnement d'une société en commandite. Les formalités juridiques à respecter pour établir une société en commandite sont moins nombreuses que celles exigées pour constituer une société par actions canadienne. Chaque province offre ses propres avantages à ceux qui veulent constituer une société en commandite (p. ex., le Québec peut être une excellente option pour les investisseurs qui ont des connaissances en français et en droit civil).

Une déclaration pour constituer ou enregistrer une société en commandite doit être déposée auprès de l'organisme de réglementation provincial applicable. Celui-ci n'exige généralement qu'un nombre limité de renseignements : (1) le nom sous lequel la société en commandite sera exploitée, (2) la nature générale des affaires menées par la société en commandite, (3) certains renseignements concernant les associés de la société en commandite et (4) le principal établissement de la société en commandite. Dans certaines provinces, la déclaration de société en commandite doit être renouvelée à intervalles réguliers (p. ex., tous les cinq ans en Ontario). En règle générale, les associés établissent entre eux une convention de société en commandite qui détermine comment la société en commandite sera gérée. Cette convention offre beaucoup de souplesse en ce qui concerne les apports, les distributions et d'autres questions touchant la société en commandite. Une convention de société en commandite peut être simple ou complexe, selon les besoins particuliers des investisseurs.

## Juridiction établie

Le Canada est un territoire de compétence fort respecté où les investisseurs peuvent s'appuyer, en toute confiance, sur des règles de droit établies concernant les sociétés de personnes. Les sociétés en commandite constituent déjà une structure établie au Canada, et elles sont reconnues dans le monde entier. Par exemple, de nombreux grands projets énergétiques font appel à des sociétés en commandite qui peuvent ouvrir et détenir des comptes bancaires au Canada.

Les investisseurs étrangers qui envisagent d'investir (au Canada ou ailleurs) seraient avisés de considérer une société en commandite comme structure d'investissement. Nous avons une vaste expérience dans la création de sociétés en commandite dans plusieurs provinces et territoires du Canada, et nous pouvons vous aider à déterminer si un tel instrument d'investissement vous conviendrait.



## Tendances touchant les sociétés d'acquisition à vocation spéciale aux États-Unis et au Canada

L'année 2020 aura été marquée par des records pour les sociétés d'acquisition à vocation spéciale (« **SAVS** ») aux États-Unis. En date de novembre 2020, il y a eu plus de 182 premiers appels publics à l'épargne (« **PAPE** ») par des SAVS aux États-Unis qui ont permis de réunir 76,3 G\$ américains au total. Cela dépasse de loin le 59 PAPE par des SAVS aux États-Unis qui ont permis de recueillir 13,6 G\$ américains en 2019.

Le pic des lancements pour les SAVS a été particulièrement notable parmi les sociétés de capital d'investissement privé américaines, de nombreux promoteurs ayant opté pour les SAVS comme mécanisme de financement non traditionnel dans le contexte de la pandémie de COVID-19 et des incertitudes économiques qui y sont associées. En période de volatilité des marchés, les SAVS constituent des instruments d'investissement intéressants, car ils permettent aux promoteurs de réunir des fonds prêts à être déployés pendant qu'ils attendent le meilleur moment pour faire une acquisition.

Les SAVS ont aussi pour avantage de procurer aux promoteurs un moyen de réunir des fonds auprès des petits investisseurs en leur permettant d'élargir leur base d'investissement et d'éviter certaines difficultés posées par l'obtention de fonds auprès de promoteurs investisseurs traditionnels. De plus, les SAVS tendent à être plus lucratifs pour les promoteurs que la gestion d'un fonds de capital d'investissement privé, surtout lorsque certains actifs des fonds existants sont sous-performants, mettant à risque le gain d'intérêt passif.

Grâce à un certain nombre d'ententes récentes sur des SAVS et compte tenu de l'appui de grands promoteurs, dont Apollo Global Management et TPG Capital, les SAVS ne sont plus des solutions de dernier recours pour obtenir des capitaux, mais elles représentent plutôt des options d'investissement légitimes.

Certains commanditaires ont évoqué des conflits d'intérêts entourant les promoteurs de capital d'investissement privé réunissant et gérant des fonds traditionnels alors qu'ils mobilisent en même temps les ressources de l'entreprise pour lancer et gérer des SAVS qui ne sont pas profitables aux promoteurs du fonds. De plus, certains promoteurs se demandent si les fonds traditionnels et les SAVS ne risquent pas de se faire concurrence pour obtenir les opérations les plus lucratives. Autre source d'inquiétude : étant donné que les promoteurs de SAVS sont pressés de conclure une opération avant que le capital ne soit retourné aux investisseurs, ils risquent de se précipiter pour le faire et ainsi payer trop cher pour les acquisitions visées.

Les SAVS ont certainement pris leur envol parmi les promoteurs américains de capital d'investissement privé, mais il reste à savoir si cette tendance se propagera vers le nord jusqu'au Canada. Le phénomène des SAVS est relativement récent au Canada, puisque cela ne fait que quelques années qu'elles sont autorisées en vertu de la nouvelle réglementation du marché.

Les premières opérations des SAVS au Canada n'ont pas toutes été fructueuses. Les SAVS de première génération au Canada ont réussi à mobiliser d'importants capitaux, mais ont échoué à déployer les liquidités associées. Elles ne pouvaient pas rivaliser avec des sociétés de capital d'investissement privé plus établies pour remporter les meilleures cibles d'acquisition, et les premiers investisseurs ont utilisé leurs votes de façon active pour accepter ou refuser des opérations. En conséquence, plusieurs de ces premières SAVS n'ont pas conclu d'opérations avant leur expiration, et leurs fondateurs ont dû régler eux-mêmes les dépenses organisationnelles et opérationnelles engagées par elles après le retour du capital aux investisseurs.



Nous avons récemment assisté à des opérations en lien avec des SAVS sur les marchés financiers du Canada, mais à ce jour, aucune par des promoteurs canadiens de capital d'investissement privé. Dans le contexte d'une intensification de l'activité des SAVS aux États-Unis, il sera intéressant de voir si cette tendance se confirmera parmi les promoteurs canadiens de capital d'investissement privé.

## Capital pour l'investissement créatif

Au cours des neuf derniers mois, les sociétés de portefeuille dans plusieurs secteurs d'activité au Canada ont connu d'importants défis financiers, la pandémie ayant ralenti ou stoppé leurs activités normales. Au même moment, les réserves des promoteurs nord-américains ont poursuivi leur croissance, et une part importante des fonds récemment réunis était affectée à des occasions spéciales et à des entreprises en difficulté. Ces fonds continuent de rechercher des opportunités d'investir leurs capitaux de manière créative dans ce marché. De plus, des entreprises cibles saines envisagent de plus en plus d'obtenir du financement additionnel pour consolider leur bilan et survivre aux conséquences de la pandémie qui continuent de se faire sentir.

Pour ces entreprises, les problèmes de liquidité sont très spécifiques au marché actuel et à leurs secteurs et circonstances en particulier. À titre d'exemple, certaines entreprises qui avaient un bon fonds de roulement bien avant 2020 ont vu leurs opérations (et leurs flux de trésorerie) cesser presque entièrement en attendant la reprise des activités sociales normales. D'autres ont dû débourser des capitaux pour survivre dans ce nouvel environnement, notamment pour faire la transition vers le marché en ligne ou pour acquérir des cibles complémentaires afin d'atteindre le même objectif. Et certaines entreprises connaissent une demande inouïe à l'égard de leurs biens et services, par exemple dans certains secteurs de la technologie et de la santé; elles cherchent donc soit à monétiser leur valorisation accrue, soit à investir davantage pour tirer parti de ces occasions de croissance. Les problèmes de liquidité de ces entreprises sont nettement aggravés par l'incertitude sous-jacente quant à la durée de la pandémie et à l'étendue de son impact ainsi que par la nature évolutive et parfois imprévisible des dispositions prises par les administrations nationales et étrangères pour lutter contre la pandémie. Tous ces facteurs suscitent d'importantes incertitudes pour les investisseurs. Mais bien entendu, le risque d'incertitude est aussi accompagné de l'opportunité de faire des gains.

Dans ces circonstances, la source de capital la moins coûteuse pour la plupart des sociétés de portefeuille est soit d'accroître l'endettement auprès d'un prêteur existant, soit d'émettre des actions ordinaires supplémentaires auprès d'actionnaires ordinaires existants. Toutefois, il existe bien sûr un grand nombre de scénarios dans lesquels ces sources de capitaux ne peuvent ou ne veulent pas injecter des fonds supplémentaires. En conséquence, les entreprises doivent chercher des solutions en matière de capital auprès de fournisseurs de dette ou d'actions tiers qui ont les liquidités nécessaires et le désir d'investir dans ce marché.

Les solutions en matière de capital qui sont proposées par ces investisseurs sont souvent personnalisées et très négociées afin de répondre aux besoins particuliers du bénéficiaire et au mandat de placement de la source de capital. Les investissements peuvent consister en une gamme de titres, y compris des titres de créance convertibles ou non convertibles et des actions privilégiées, des actions ordinaires, des bons de souscription ou une combinaison de tous ces titres, le tout structuré de façon à tenir adéquatement compte des risques et des gains posés par l'investissement en particulier. Parmi ces investissements, les actions privilégiées convertibles restent un mécanisme naturel qui permet aux investisseurs de protéger de façon structurée leur placement dans un scénario à la baisse (par voie de priorité sur les actions ordinaires en cas de liquidation ou par l'entremise d'un rachat) tout en ayant la possibilité de participer au succès à la hausse de l'entreprise (par l'entremise de la conversion en actions ordinaires). Cependant, les objectifs fiscaux et commerciaux de chaque placement peuvent également conduire à un ensemble personnalisé de titres de dettes et de capitaux propres qui maximise les options pour chaque partie dans l'opération visée.

De plus, ces investissements comportent généralement une variété de droits de gouvernance qui sont expressément adaptés aux risques particuliers posés par l'investissement. Les principaux points de négociation sont souvent la composition du conseil d'administration; les droits de veto sur des questions importantes et les droits de vote en général, les clauses restrictives concernant les opérations et les paramètres financiers ainsi que le contrôle et les protections en matière d'émissions de capital supplémentaire. S'il est correctement structuré, l'ensemble des droits de gouvernance devrait se conjuguer à la conception des titres afin de trouver un bon équilibre entre le risque et les gains pour l'entreprise et ses investisseurs.

Le marché restera extrêmement dynamique en 2021, et un certain nombre d'entreprises subiront sans doute une pression financière croissante. Alors que les entreprises aux prises avec ce stress sont à la recherche de solutions de liquidité, nous pensons que les capitaux continueront d'être disponibles auprès des promoteurs, à condition que les parties fassent preuve de créativité et de souplesse dans la façon de structurer leurs investissements afin de s'adapter aux circonstances évolutives qui prévalent en ce moment.

## POUR TOUTE DEMANDE DE RENSEIGNEMENTS, VEUILLEZ COMMUNIQUER AVEC :



**Shevaun McGrath**

Associée, co-leader  
du groupe capital-  
investissement  
[shmcgrath@mccarthy.ca](mailto:shmcgrath@mccarthy.ca)  
416-601-7970



**Jonathan See**

Associé, co-leader  
du groupe capital-  
investissement  
[jsee@mccarthy.ca](mailto:jsee@mccarthy.ca)  
416-601-7560



**Patrick M. Shea**

Associé, co-leader  
du groupe capital-  
investissement  
[pshea@mccarthy.ca](mailto:pshea@mccarthy.ca)  
514-397-4246



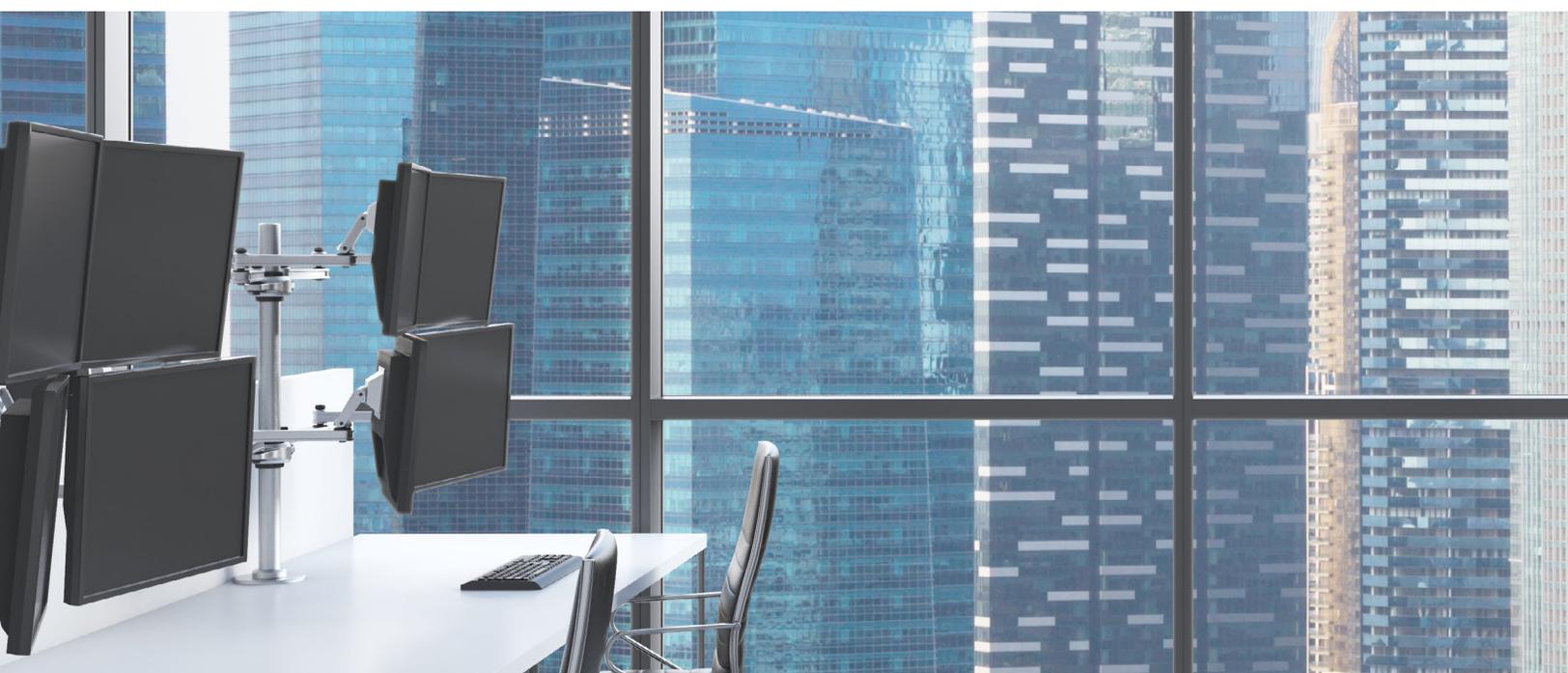
**Matthew Cumming**

Associé directeur, bureau  
de New York, co-leader  
du groupe capital-  
investissement  
[mcumming@mccarthy.ca](mailto:mcumming@mccarthy.ca)  
646-940-8966



**Mathieu Laflamme**

Associé responsable, Bureau  
de Québec, co-leader du  
groupe capital-investissement  
[mflamme@mccarthy.ca](mailto:mflamme@mccarthy.ca)  
418-521-3018  
514-397-4437





**VISITEZ NOTRE BLOGUE  
FUSIONS ET ACQUISITIONS :**

[www.canadianmergersacquisitions.com](http://www.canadianmergersacquisitions.com)

**SUIVEZ-NOUS SUR TWITTER :**

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

## À notre sujet

McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l. est un cabinet d'avocats canadien de premier plan qui possède des bureaux dans tous les grands centres d'affaires au Canada, ainsi qu'à New York et à Londres.

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  
United States

**LONDRES**

1 Angel Court, 18th Floor  
London EC2R 7HJ  
United Kingdom