

mccarthy
tetrauit

Sur la cible

Perspectives du capital
d'investissement privé pour 2024

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:

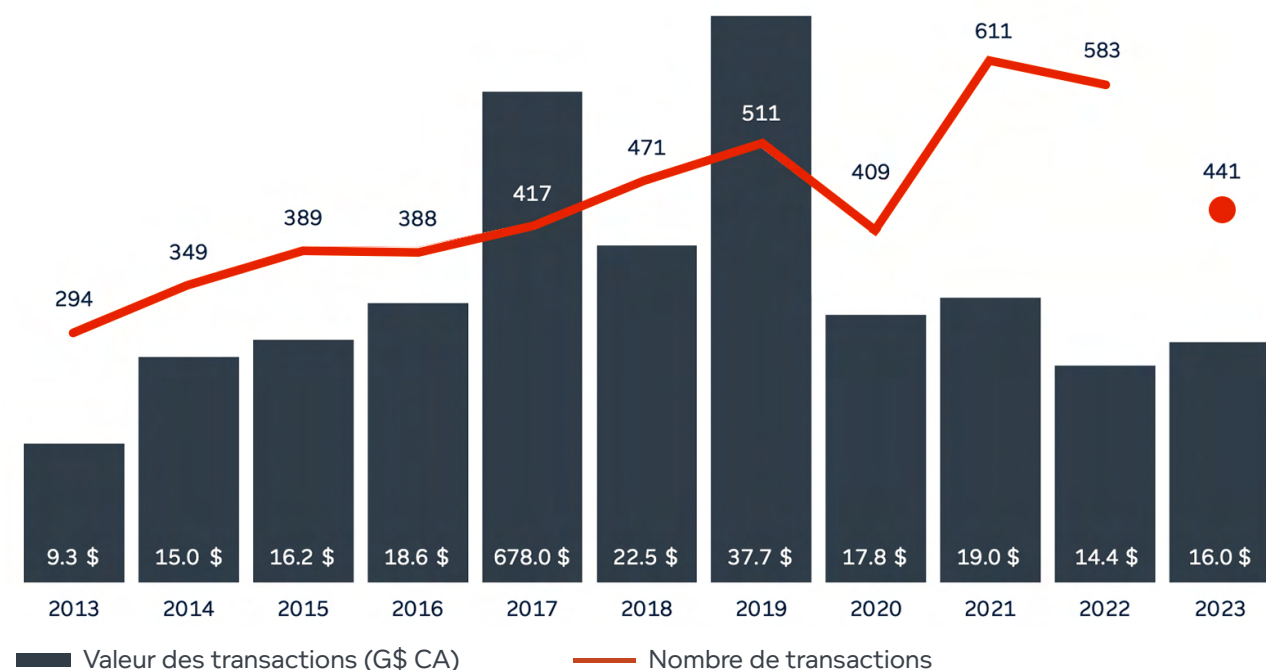
Hugo Babos-Marchand, Jamie Becker, Louis-Nicolas Boulanger, Kim Brown, Chrystelle Chevalier-Gagnon, Stephanie Dewey, Simon Douville, Frederique Drainville, Micky Hoskin, Mathieu LeBlanc, Gianluca Mazzanti, Daanish Pasricha, Alykhan Rahim, Sean Sadler, Debbie Salzberger et Matt Vaughan.

Données de 2023 — Vue d'ensemble du capital d'investissement privé au Canada

Malgré l'incidence de l'inflation, une hausse constante des taux d'intérêt, la volatilité du marché, les préoccupations relatives à une éventuelle récession et l'incertitude géopolitique mondiale, le marché canadien du capital d'investissement privé est demeuré assez actif en 2023. Au 5 décembre 2023, 441 transactions de capital d'investissement privé avaient été conclues en 2023 pour une valeur totale de 16 milliards de dollars CA. En 2017, 2018 et 2019, il y a eu une augmentation d'année en année tant au niveau du nombre de transactions que de la valeur des transactions, suivie d'une baisse en 2020. Les données au 5 décembre 2023 suivent de près celles observées en 2020 en ce qui a trait à la valeur des transactions et au nombre de transactions. À partir de 2020, le nombre de transactions a augmenté de manière importante en 2021 et en 2022 (608 transactions en 2021 et 581 en 2022), bien que la valeur des transactions soit restée pratiquement inchangée au cours de cette période.

Pour 2023, la valeur totale de 16 milliards de dollars CA en transactions au 5 décembre 2023 demeure relativement robuste par rapport à la valeur totale de 14,4 milliards de dollars CA en transactions pour 2022 (voir la section sur la taille des transactions au Canada ci-dessous pour de plus amples renseignements).

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

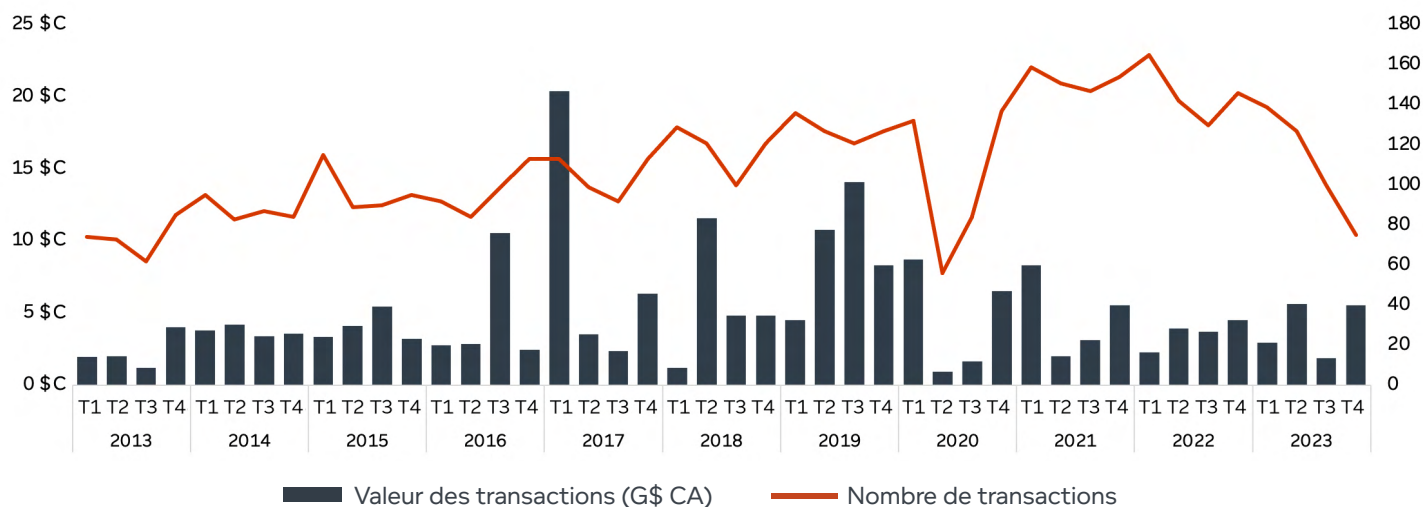


Ce graphique compare à la fois la valeur des transactions et le nombre de transactions entre 2013 et le 5 décembre 2023.¹

¹ Sources pour tous les graphiques : analyse de PitchBook Data, Inc. et de McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l.

Malgré la vigueur globale de ces données pour 2023, le nombre de transactions a diminué de façon continue au cours de chacun des trois premiers trimestres de 2023 : 139 transactions ont été conclues au premier trimestre, 127 au deuxième trimestre et 100 au troisième trimestre. Le deuxième trimestre a été le plus important en termes de valeur de transactions, avec une valeur totale de 5,6 milliards de dollars CA en transactions déclarées.

Évolution des transactions de capital d'investissement privé au Canada par trimestre



Ce graphique compare à la fois la valeur des transactions et le nombre de transactions par trimestre en 2023²

Les transactions de capital d'investissement privé au Canada avec un investisseur américain ont continué d'occuper une place importante dans le marché, peut-être en partie en raison d'un dollar canadien relativement plus faible. Ces transactions représentent maintenant plus de 50 % de toutes les transactions de capital d'investissement privé au Canada.

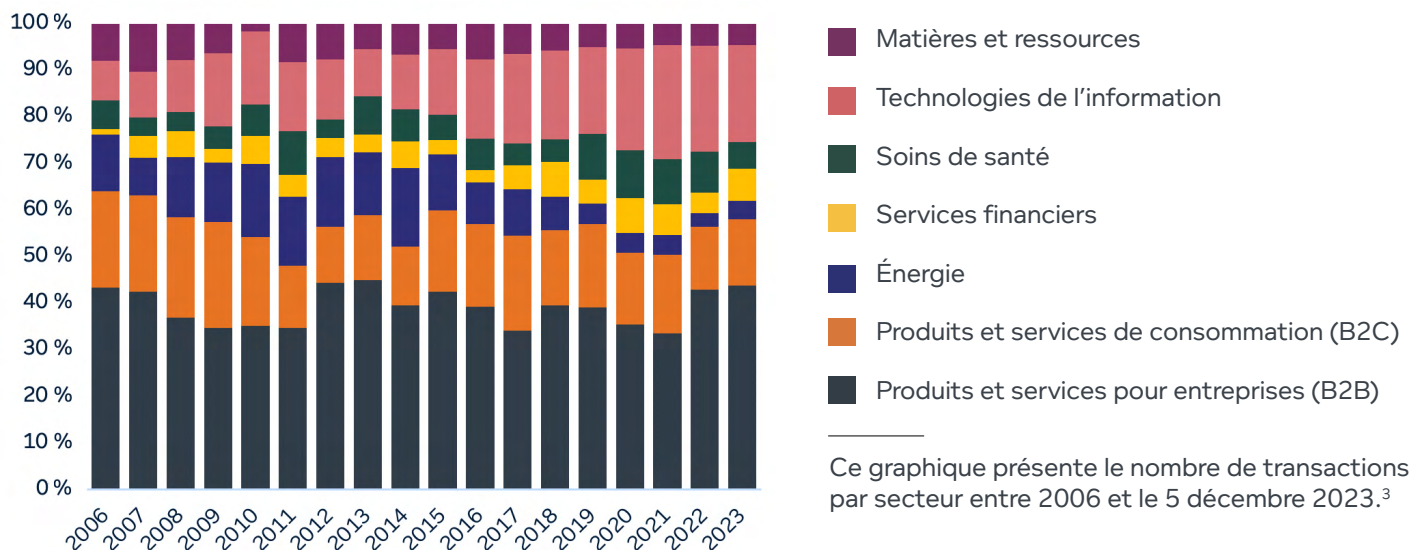
CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ AU CANADA PAR SECTEUR

Bien que la transition énergétique ait été l'un des sujets d'actualité de l'année, le secteur de l'énergie (1,85 milliard de dollars CA) est resté à la traîne du secteur des technologies de l'information (8,08 milliards de dollars CA) et du secteur des services financiers (2,44 milliards de dollars CA), en termes de valeur des transactions par secteur.

En termes de nombre de transactions par secteur, le commerce entre entreprises (B2B) a mené la charge avec 193 transactions (une position qu'il a conservée pendant les 17 années pour lesquelles des informations sont disponibles). Les technologies de l'information se classent au deuxième rang, avec 92 transactions, et les transactions visant le commerce avec les consommateurs (B2C) se classent au troisième rang, avec 63 transactions, dépassant les services financiers, qui se classent au quatrième rang, avec 31 transactions, suivies de l'énergie, avec 17 transactions.

² Sources pour tous les graphiques : analyse de PitchBook Data, Inc. et de McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l.

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

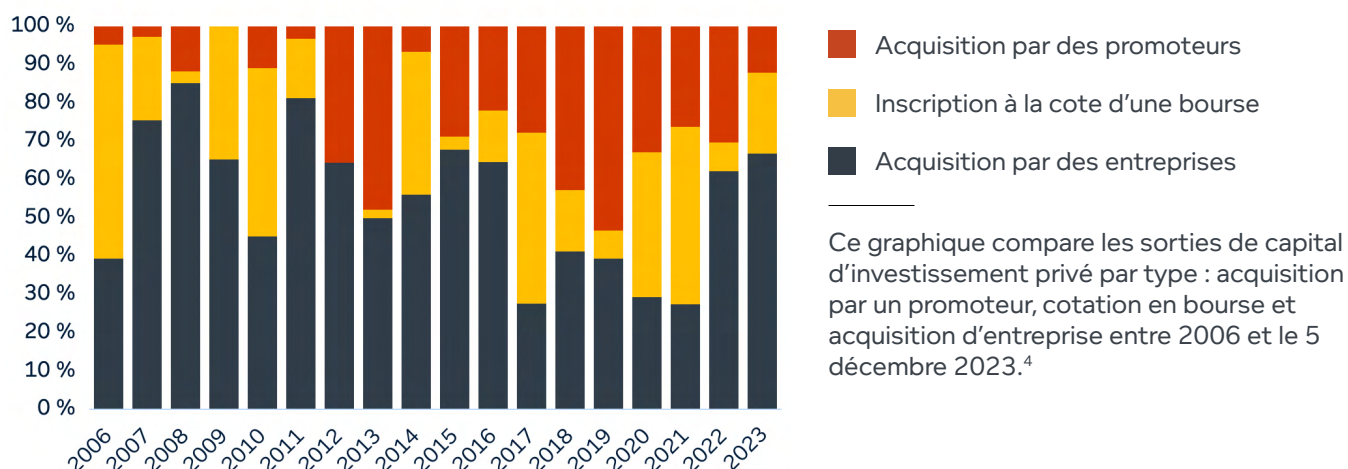


SORTIES FINANCÉES PAR DU CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ AU CANADA

La tendance à la baisse des sorties financées par du capital d'investissement privé au Canada, qui a commencé l'an dernier (146 transactions pour un montant de 14,15 milliards de dollars CA), a été accentuée par une autre forte baisse entre le 1^{er} janvier et le 5 décembre 2023, tant en termes de nombre de sorties qu'en termes de valeur des sorties (88 transactions pour un montant de 3,72 milliards de dollars CA). Des données aussi basses n'ont pas été observées depuis plus d'une décennie.

Les sorties au moyen de fusions et d'acquisitions et les rachats secondaires sont demeurés le type de sortie privilégié puisque le marché canadien des premiers appels publics à l'épargne (PAPE) demeure largement inaccessible.

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



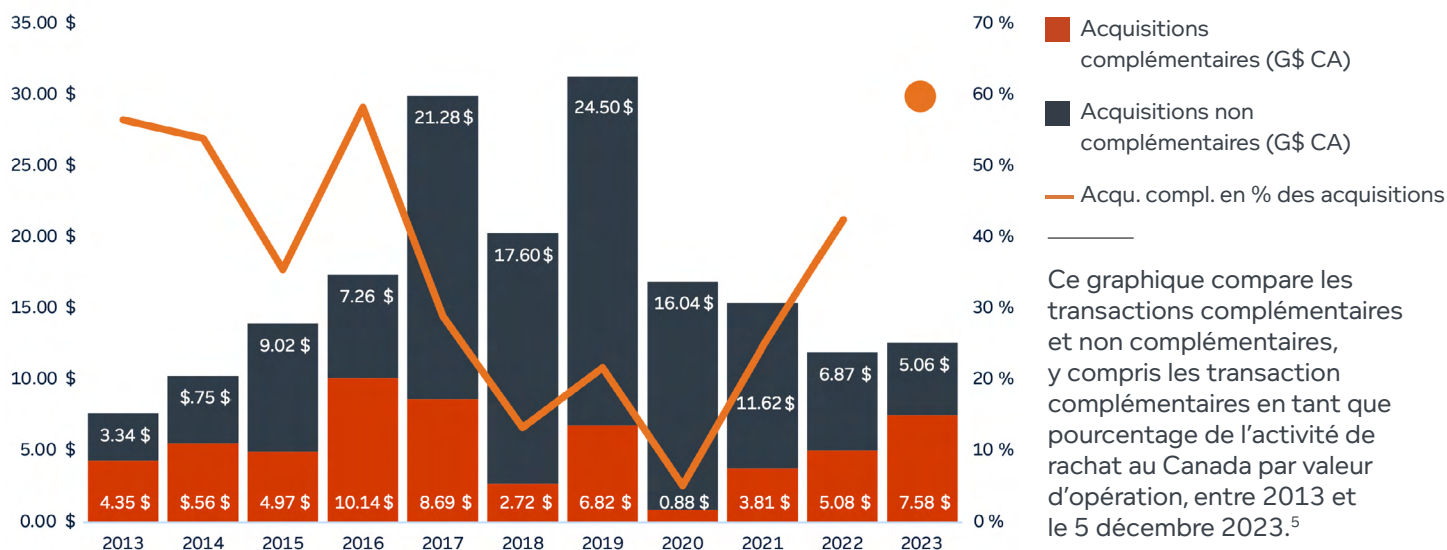
³ Sources pour tous les graphiques : analyse de PitchBook Data, Inc. et de McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l.

⁴ Sources pour tous les graphiques : analyse de PitchBook Data, Inc. et de McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l.

ACQUISITIONS COMPLÉMENTAIRES AU CANADA

Les acquisitions complémentaires continuent de représenter la majeure partie des acquisitions sur le marché du capital d'investissement privé au Canada, soit 70,3 % du nombre de transactions pour 2023 au 5 décembre 2023 (comparativement à 74,2 % en 2022) et 60 % de la valeur des transactions pour 2023 (comparativement à 42,5 % en 2022, et le pourcentage le plus élevé observé depuis 2006).

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

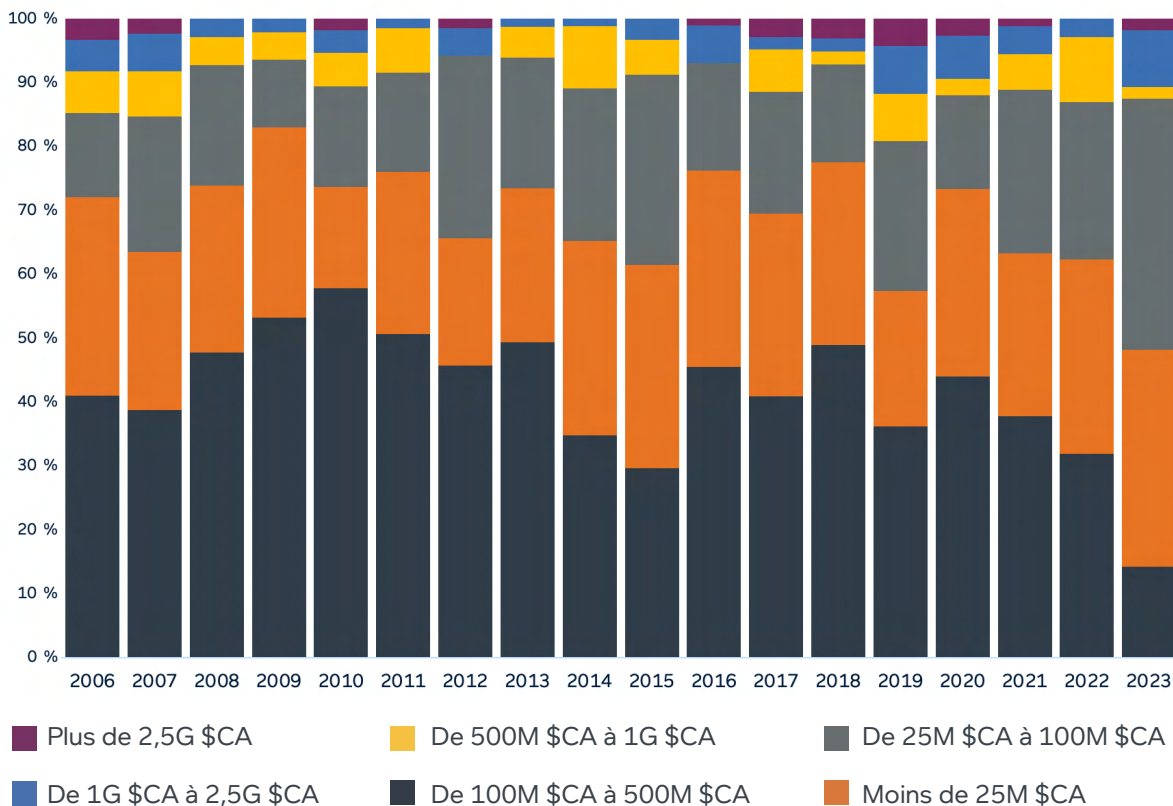


TAILLE DES TRANSACTIONS AU CANADA

En date du 5 décembre 2023, il y a eu cinq transactions conclues en 2023 dans la catégorie des valorisations comprises entre un milliard de dollars CA et 2,5 milliards de dollars CA ainsi qu'une transaction conclue en 2023 dans la catégorie des valorisations dépassant les 2,5 milliards de dollars CA, ce qui représente une grande partie de la valeur totale des transactions déclarées pour les trois premiers trimestres de 2023 par rapport à 2022 (qui ne comportait que deux transactions dans la catégorie des valorisations d'un à 2,5 milliards de dollars CA et aucune transaction de plus de 2,5 milliards de dollars CA). Le nombre de transactions a diminué dans toutes les autres catégories de taille de transaction entre 2022 et 2023, à l'exception des transactions dans la catégorie des valorisations comprises entre 100 millions de dollars CA et 500 millions de dollars CA. Les transactions se situant entre 25 millions de dollars CA et 100 millions de dollars CA et celles entre 100 millions de dollars CA et 500 millions de dollars CA continuent d'être le fondement des placements de capital d'investissement privé au Canada.

⁵ Sources pour tous les graphiques : analyse de PitchBook Data, Inc. et de McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l.

Nombre de transactions de capital d'investissement privé au Canada par segment de valorisation



Ce graphique présente l'activité de transactions par segment de valorisation entre 2006 et le 5 décembre 2023.⁶

Le nombre de transactions dans la catégorie des transactions de moins de 25 millions de dollars CA pour 2023 a sensiblement diminué, alors que seulement huit transactions de ce genre avaient été conclues au 5 décembre 2023. Il s'agit d'une baisse marquée par rapport aux périodes antérieures, considérant qu'entre 2006 et 2022, le nombre de transactions de ce type a varié de 22 transactions en 2022 à 48 transactions en 2018.

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

Après la chute spectaculaire des levées de capitaux en 2022, au 5 décembre 2023, 32,18 milliards de dollars CA avaient été recueillis au Canada en 2023 par neuf fonds d'acquisition de capital d'investissement privé traditionnels et des fonds similaires (incluant Brookfield Capital Partners VI et Whitehorse Liquidity Partners V), comparativement à 2,1 milliards de dollars CA de capitaux levés en 2022 par

19 fonds. Le montant levé en 2023 est le plus élevé des 10 dernières années, surpassant les 23,46 milliards de dollars CA qui avaient été recueillis en 2019 pour 22 fonds.

CONCLUSION

Compte tenu de l'environnement actuel du marché, les sociétés de capital d'investissement privé doivent trouver de nouveaux moyens de prendre en charge le risque pour le bon actif, la bonne stratégie et le bon plan de création de valeur. Le Canada n'est pas entré en récession en 2023, mais le ralentissement économique pourrait se poursuivre en 2024, l'inflation demeurera probablement plus élevée que la norme observée dans les deux dernières décennies et les taux d'intérêt devraient se stabiliser. Nous nous attendons néanmoins à continuer de voir des façons innovatrices et créatives de réaliser des transactions. Les perspectives à long terme en matière de capital d'investissement privé demeurent solides.

⁶ Sources pour tous les graphiques : analyse de PitchBook Data, Inc. et de McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l.

Tendances au niveau de la levée de capitaux à l'échelle mondiale

LE MALAISE CONTINUE⁷

Après une année de turbulences géopolitiques généralisées, de taux d'intérêt en augmentation et de perturbations bancaires aux États-Unis, il n'est pas surprenant que l'activité mondiale de levée de capitaux d'investissement privé soit restée plus lente en 2023 comparativement au rythme frénétique observé entre 2019 et le début de 2022. L'effet dénominateur, qui a entraîné une surpondération des investisseurs dans les actifs privés par rapport aux actifs des marchés publics, conjugué à l'absence de capitaux retournés aux investisseurs en raison du ralentissement des marchés des fusions et acquisitions et des PAPE, a fait en sorte que de nombreux investisseurs ont ralenti le rythme de leurs placements de fonds en 2023.

Au 30 septembre 2023, la valeur des capitaux privés mondiaux mobilisés pour les 12 derniers mois était de 1,16 billions \$US, une diminution d'à peu près 14 % par rapport aux données du 30 septembre 2022.

Malgré la persistance des vents économiques défavorables en 2023, certaines stratégies ont mieux résisté que d'autres. La levée de capitaux au moyen de transactions secondaires a dépassé 68 milliards \$US uniquement dans les trois premiers trimestres de 2023 (comparativement à 57,6 milliards \$US mobilisés durant tous les quatre trimestres de 2022), ce qui laisse croire que les occasions offertes par les transactions secondaires connaissent un élan grandissant et continuent de susciter la confiance. La levée de capitaux d'emprunt privés est restée stable par rapport à l'année précédente, le financement mezzanine connaissant une année exceptionnelle et suivant de près la stratégie robuste d'emprunt direct, reflétant une demande continue en matière de crédit privé dans le contexte du retrait des institutions financières et de la hausse des taux d'intérêt.

Le secteur qui a enregistré la plus forte baisse des activités de levée de capitaux en 2023 a été celui des actifs réels, avec une baisse des activités d'une année à l'autre de près de 86 % pour les douze derniers mois, mesurée au 30 septembre pour 2023 et 2022. De même, la levée de capital-risque au niveau mondial a considérablement ralenti en 2023, principalement en raison de l'absence de fonds importants (ceux de plus de 1 milliard de dollars US), qui représentaient près de la moitié du total des levées de capitaux en 2022.

Compte tenu du marché ralenti des PAPE et du marché des fusions et acquisitions qui continue de s'affaiblir depuis son apogée en 2021, les fonds de continuation demeurent un moyen populaire pour les promoteurs (sponsors) d'offrir à leurs investisseurs de la liquidité, et pour les investisseurs de s'exposer à des sociétés de portefeuille bien établies et performantes avec des périodes de détention plus courtes. Du capital demeure disponible pour les occasions

⁷ Toutes les données dans cette section sont fondées sur des renseignements provenant du *Global Private Market Fundraising Report* de PitchBook Data, Inc. L'information présentée dans cette section pour 2023 est à jour en date du 6 novembre 2023.





liées aux fonds de continuation en raison des levées de capitaux importantes générées par les transactions secondaires mentionnées ci-dessus.

L'année a également connu une activité de co-investissement soutenue, malgré la lenteur du marché des fusions et acquisitions. Étant donné que les promoteurs font face à une pénurie de capitaux qui pourraient autrement être déployés en raison de défis liés à la levée de capitaux, les difficultés à obtenir du financement par emprunt traditionnel et l'augmentation du coût de ce financement par emprunt lorsqu'il est disponible, les co-investissements ont continué d'être une option intéressante pour les promoteurs en 2023.

Malgré l'environnement relativement défavorable aux activités de levée de capitaux, nous n'avons pas encore assisté à une disparition complète des conditions de financement favorables aux promoteurs existant de 2019 jusqu'au début de 2022. Étant donné que le capital des investisseurs est moins abondant que lors des périodes précédentes, il serait raisonnable de s'attendre à une hausse du pouvoir de négociation des investisseurs, mais ce rééquilibrage entre les promoteurs et les investisseurs n'a pas encore eu lieu, car les promoteurs sont réticents à renoncer aux conditions favorables qu'ils ont pu négocier en levant des fonds lorsque le marché était fort. Malgré cette tendance générale, nous avons constaté que les promoteurs sont plus disposés à offrir des réductions de frais aux investisseurs en phase d'amorçage et de démarrage pour donner l'envoi à leur processus de levée de capitaux. Un certain nombre d'autres tendances que nous avons observées au niveau des modalités des fonds sont indiquées ci-dessous, plusieurs d'entre elles étant

généralement favorables aux promoteurs en raison de la dynamique de l'ancien contexte de forte demande. Nous nous attendons à voir une baisse de cette dynamique en 2024 et à ce que la tendance générale vers des modalités plus favorables aux promoteurs ralentisse ou s'inverse.

Étant donné que plusieurs des causes profondes du ralentissement de la levée des capitaux sont toujours d'actualité, nous nous attendons à ce que l'activité au chapitre de la levée des capitaux demeure ralentie en 2024, et qu'elle reprenne lorsque le marché des fusions et acquisitions sera en plein essor, les sorties par voie de fusions et acquisitions générant du capital que les investisseurs peuvent réinvestir dans de nouveaux fonds.

TENDANCES AU NIVEAU DES MODALITÉS DES FONDS

Dispositions relatives aux fonds de continuation :

Comme nous l'avons indiqué dans nos Perspectives du capital d'investissement privé pour 2023, les fonds de continuation sont devenus de plus en plus populaires au cours des dernières années. Par conséquent, la documentation du fonds comporte maintenant souvent des clauses qui établissent les paramètres d'une transaction future de fonds de continuation. Ces clauses peuvent imposer aux commanditaires l'option de vendre ou de transférer leur participation dans la société du portefeuille visée et décrire les étapes juridiques à suivre pour réaliser cela et/ou les délais, les seuils d'approbation et les autres mécanismes. Les promoteurs cherchent à se donner la souplesse maximale au moment de structurer une future transaction de fonds de continuation. Les commanditaires essaient souvent de résister à

l'acceptation des modalités ou du processus d'une transaction de fonds de continuation à l'avance — avant d'avoir pris connaissance de tous les éléments de la situation.

Compte tenu de la popularité croissante des co-investissements, les commanditaires ont également commencé à se pencher sur les conséquences d'une sortie en fonds de continuation d'un co-investissement. En particulier, les co-investisseurs cherchent souvent la même option que celle qui est donnée aux principaux investisseurs du fonds, soit de vendre leur participation dans la société du portefeuille visée ou de transférer cette participation dans le fonds de continuation. Contrairement à ce qui s'applique dans un fonds principal, la participation des co-investisseurs prend souvent la forme de co-investissements sans frais et sans portage. S'ils ont la possibilité de transférer par roulement leur participation dans un fonds de continuation, les co-investisseurs préfèrent préserver ces avantages économiques et ainsi peuvent chercher à s'entendre à l'avance avec le promoteur pour un tel arrangement.

Bien que le marché n'ait pas encore complètement développé de norme concernant les clauses de fonds de continuation et les dispositions d'ententes accessoires, nous nous attendons à ce qu'une telle norme émerge en temps voulu, compte tenu de leur prévalence.

Prolongations de la période de levée de capitaux :

Bien que par le passé, la période de levée de capitaux la plus courante ait été de 12 mois, et que de nombreux fonds aient eu besoin de beaucoup moins de temps pour atteindre ou pour dépasser leur cible lors des marchés effervescents de 2019 et jusqu'au début de 2022, la documentation des fonds a plus récemment inclus des périodes de levée de capitaux plus longues et une plus grande souplesse permettant au promoteur de décider de prolongations unilatéralement. En raison du contexte actuel difficile pour les levées de capitaux, de nombreux fonds ont eu recours à des prolongations ponctuelles de leur période de levée de capitaux qui ont été approuvées par le comité consultatif des commanditaires ou par les commanditaires eux-mêmes, prolongeant la période de levée de capitaux jusqu'à 30 mois. Plutôt que de compter sur de telles approbations lors de futures levées de capitaux, les promoteurs ont commencé à inclure de plus longues périodes de levée de capitaux dès le début. Une conséquence de cette approche est que cela prolonge d'autres périodes dans la documentation du fonds dans la mesure où elles sont déclenchées à compter de la date de clôture finale, comme la période d'investissement et la durée du fonds.

Dispositions élargies relativement aux frais : En raison de l'appel des commanditaires à une plus grande visibilité dans les frais imputés au fonds ainsi qu'en réponse à une surveillance réglementaire accrue, les promoteurs continuent de préciser ce qui est admissible à titre de frais de constitution ou à titre de frais de la société pris en charge par le fonds. Il n'est pas rare de voir la définition des « frais de la société » s'étendre maintenant sur plusieurs pages, la définition s'allongeant à chaque nouvelle génération d'un fonds. Bien que cette transparence puisse être considérée comme étant favorable aux commanditaires, les investisseurs examinent les ajouts afin de s'assurer qu'aucun élément considéré comme des coûts généraux du promoteur ne soit ajouté à la liste des frais. L'un des éléments qui figure davantage sur les listes de frais de la société est les frais de préparation des rapports sur les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Bien que peu d'investisseurs s'opposent aux rapports ESG relativement au fonds lui-même, ils vont tenter d'exclure les rapports ESG liés au promoteur, en considérant cela comme des frais du promoteur.

Une tendance connexe est l'évolution des frais qui étaient auparavant classés dans la catégorie des frais de constitution (qui sont habituellement plafonnés) en frais classés dans la catégorie des frais de la société (qui sont habituellement non plafonnés). En particulier, les fonds classent de plus en plus les frais liés à l'administration du processus de la « nation la plus favorisée » dans la catégorie des frais de la société. Cette évolution s'accompagne d'une tendance continue à la hausse des plafonds des frais de constitution, où le plafond des frais de constitution augmente souvent d'une génération d'un fonds à une davantage que la taille du fonds, les promoteurs invoquant un fardeau réglementaire plus lourd et l'inflation générale comme principales raisons de la hausse.

Services non compensés fournis aux sociétés du portefeuille :

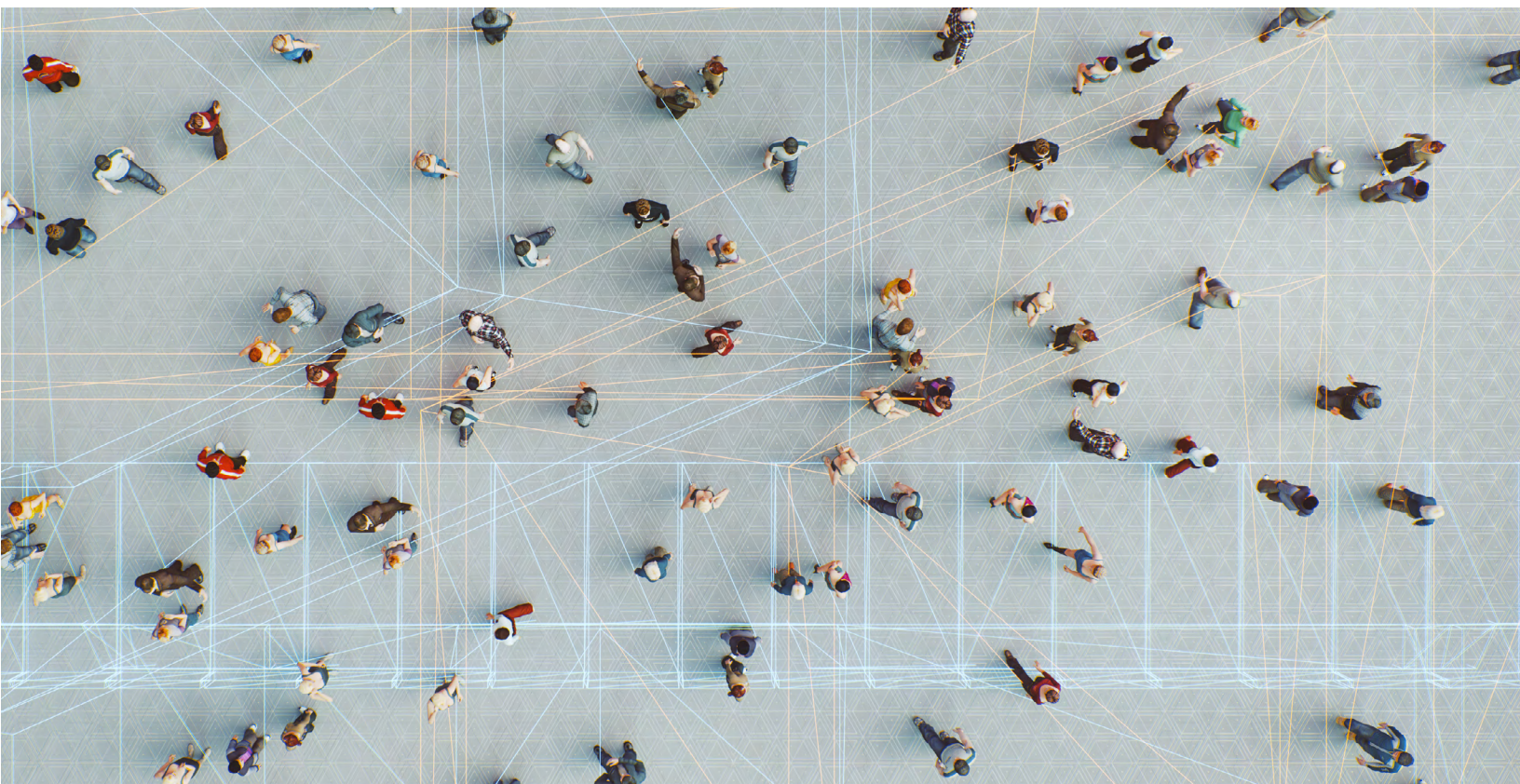
Les promoteurs, leurs mandants et leurs entités liées fournissent souvent des services aux sociétés du portefeuille du fonds. Les frais de transactions, les honoraires des administrateurs, les frais de surveillance et les autres frais semblables reçus dans le cadre de ces services continuent généralement de compenser les frais de gestion assumés par les investisseurs du fonds, dollar pour dollar. De nombreux promoteurs importants ont des unités de valeur ajoutée spécialisées au sein de leur organisation ou affiliées à celle-ci qui offrent des services de consultation ou de conseil aux sociétés du portefeuille. Ces promoteurs ont de plus en plus cherché à préciser que les frais reçus par ces unités ne compensent pas

les frais de gestion en raison du fait qu'il s'agit d'unités d'exploitation distinctes, non liées aux principales activités de conseil et de gestion du promoteur dans la plupart des cas, offrant des services sans lien de dépendance aux sociétés du portefeuille qui profitent ultimement aux commanditaires. De même, les promoteurs peuvent fournir des services administratifs (comme des services juridiques ou comptables internes) aux sociétés du portefeuille, pour lesquels ils reçoivent des paiements des sociétés du portefeuille qui ne compensent pas les frais de gestion.

Les commanditaires peuvent faire valoir qu'il s'agit là d'un type de services qui devrait être inclus dans les services de gestion pour lesquels le fonds paie les frais de gestion. Les promoteurs contesteront qu'ils ne sont pas tenus de fournir ces services, qui sont des services supplémentaires que les sociétés du portefeuille obtiendraient normalement de tiers plutôt que du promoteur, de sorte qu'il n'y a pas de frais supplémentaires pour le fonds tant que les services sont facturés au coût ou dans des conditions sans lien de dépendance et qu'un promoteur ne devrait pas se trouver dans une situation défavorable en fournissant ces services. Nous constatons que des dispositions relatives à ces types de frais sont en train d'être ajoutées même dans des fonds avec des promoteurs plus petits sans unités de création de valeur, et ce, en prévision de l'ajout de ces services dans le futur.

Élargissement des amendements unilatéraux :

Les clauses d'amendement figurant dans la documentation de fonds permettent habituellement aux promoteurs d'apporter des amendements unilatéraux à certaines sections sans obtenir l'approbation des commanditaires, tel que pour corriger des erreurs typographiques manifestes ou pour faire admettre d'autres commanditaires. Les promoteurs ont de plus en plus cherché à élargir cette liste d'amendements unilatéraux autorisés, pour inclure des amendements visant à tenir compte des amendements apportés à la législation ou aux politiques fiscales qui auraient une incidence sur le traitement fiscal de la participation du promoteur, et des amendements qui pourraient être nécessaires pour refléter les règles récemment adoptées par la Securities and Exchange Commission des États-Unis (SEC) relatives aux conseillers en fonds privés, une fois mises en œuvre. Bien que la justification des promoteurs pour ces ajouts soit une souplesse face à l'incertitude, les commanditaires essaient souvent de prévoir qu'aucune modification de ce type ne doit avoir d'effet défavorable, ou d'effet défavorable important, sur les commanditaires sans leur consentement. Les commanditaires cherchent aussi à faire supporter aux promoteurs 100 % du coût des modifications liées au traitement des participations, puisque ces modifications profitent exclusivement au promoteur et à ses mandants.





Gestion des conflits d'intérêts

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières et l'Organisme canadien de réglementation des investissements ont récemment apporté d'importantes modifications aux obligations de conduite des personnes inscrites relativement au repérage et au traitement appropriés des conflits d'intérêts importants. Ces réformes ont été mises en œuvre afin de mieux harmoniser les intérêts des personnes inscrites avec ceux de leurs clients, d'améliorer les résultats pour les clients et de clarifier pour les clients la nature et les modalités de leur relation avec les personnes inscrites et, ultimement, de résoudre ces conflits dans l'intérêt véritable des clients. Cette approche réglementaire est essentiellement similaire à la manière dont la common law attend des fiduciaires qu'ils règlent les conflits d'intérêts.

Bien que la plupart des sociétés de capital d'investissement privé ne soient pas inscrites en vertu de la législation canadienne en valeurs mobilières et ne soient donc pas assujetties aux obligations législatives imposées aux personnes inscrites, elles seront néanmoins souvent reconnues par la common law comme étant des fiduciaires. En conséquence, les sociétés de capital d'investissement privé devraient repérer et traiter les conflits d'intérêts dans le cadre de leurs activités et de leurs fonds, car l'obligation d'agir dans le meilleur intérêt du client en traitant les conflits d'intérêts découle également de l'obligation fiduciaire qui incombe fréquemment aux sociétés de capital d'investissement privé.

En outre, la SEC a également intensifié son examen des conflits d'intérêts dans les sociétés de capital d'investissement privé. Par exemple, en 2020, le Office of Compliance Inspections and Examinations de la SEC a effectué un examen des conseillers en placement

inscrits qui géraient des fonds de capital d'investissement privé ou des fonds spéculatifs et a constaté que l'un des principaux points problématiques était les conflits d'intérêts⁸. L'importance d'une divulgation complète et équitable des conflits d'intérêts a également été soulignée dans son rapport. Afin de repérer les conflits d'intérêts et de les traiter, la SEC a fortement suggéré aux sociétés de capital d'investissement privé de recourir à des comités consultatifs de commanditaires pour leurs fonds.

Voici des exemples de conflits d'intérêts auxquels les sociétés de capital d'investissement privé peuvent être exposées et qu'elles devraient envisager de traiter ou d'éviter :⁹

- la répartition des occasions de placement, ou des frais, entre les clients. Par exemple, dans son rapport de 2020, la SEC a constaté que certains conseillers de fonds privés attribuaient de préférence des occasions de placement limitées à des nouveaux clients ou à des clients qui paient des frais plus élevés, privant ainsi certains investisseurs de possibilités de placement limitées sans divulgation adéquate.¹⁰
- plusieurs clients ont investi dans différents niveaux d'un placement particulier. Par exemple, un client détient de la dette et un autre client détient des capitaux propres dans une seule société de portefeuille.¹¹
- la prestation de services de conseil ou de services affiliés par une société de capital d'investissement privé ou ses personnes affiliées au fonds ou à une société de portefeuille. Par exemple, la SEC a récemment annoncé un règlement de 1,6 million de dollars US avec un conseiller en placement inscrit de fonds privés établi en Californie, en raison de la violation par la société de son obligation fiduciaire

⁸ Voir <https://www.sec.gov/files/Private%20Fund%20Risk%20Alert.pdf> (Rapport de la SEC).

⁹ Voir la note 14 de bas de page de https://www.sec.gov/news/statement/crenshaw-statement-private-fund-advisers-082323#_ftn14.

¹⁰ Voir le rapport de la SEC, page 2.

¹¹ Voir le rapport de la SEC, page 2.

dans de nombreux domaines, notamment en ne divulguant pas adéquatement son conflit d'intérêts lorsqu'il prêtait de l'argent d'un fonds privé qu'il gérait à un nouveau fonds privé géré par un conseiller affilié, et en omettant de déterminer si le prêt était dans l'intérêt véritable de ses clients.¹²

- conclure des ententes avec certains investisseurs au moyen d'« ententes accessoires » qui établissent des modalités spéciales, y compris des modalités de liquidité préférentielles. Le fait de ne pas faire de divulgation adéquate à propos de ces ententes accessoires peut faire en sorte que certains investisseurs ne soient pas au courant du préjudice potentiel qui pourrait être causé si les investisseurs choisis ayant des ententes accessoires se prévalaient des modalités particulières attribuées par l'entente accessoire.¹³
- des conseillers dans des sociétés de capital d'investissement privé qui ont des participations dans des placements recommandés à des clients, comme des participations préexistantes non divulguées ou d'autres participations financières, comme des commissions pour recommandation ou des options d'achat d'actions dans les placements.¹⁴

La SEC a introduit très récemment de nouvelles règles¹⁵ applicables aux conseillers de fonds privés afin de les aider à répondre à certains des conflits d'intérêts potentiels mentionnés ci-dessus, notamment : une plus grande transparence pour les investisseurs quant aux frais et aux dépenses, ainsi qu'aux relations avec les conseillers des fonds privés. Les nouvelles règles interdisent également aux conseillers de fonds privés d'accorder un « traitement préférentiel » à certains investisseurs (une pratique courante par le biais de « contre-lettres » entre les conseillers de fonds privés et les investisseurs), à moins qu'il ne soit accordé à tous les investisseurs du fonds.

Dans l'ensemble, l'examen réglementaire plus poussé aux États-Unis et au Canada en ce qui a trait aux conflits d'intérêts est une question que les sociétés de capital d'investissement privé devraient fortement examiner lorsqu'elles améliorent leurs politiques et procédures internes et, à tout le moins, mettent en place un comité consultatif de commanditaires pour aider à repérer et à traiter les conflits d'intérêts.

Investissements directs étrangers : la menace imminente des examens relatifs à la sécurité nationale

L'examen des investissements étrangers est devenu un outil de plus en plus important pour le gouvernement du Canada afin d'évaluer les risques éventuels pour la sécurité nationale du Canada. La *Loi sur Investissement Canada* (LIC), la législation canadienne sur les investissements directs étrangers, autorise le gouvernement fédéral à examiner tout investissement étranger dans une entité exerçant ses activités au Canada afin de déterminer s'il pourrait porter atteinte à la sécurité nationale du Canada. Les examens relatifs à la sécurité nationale sont suspensifs, ce qui signifie que les parties ne peuvent procéder à la clôture de leur transaction tant que le ministre responsable n'a pas établi que la transaction ne porte pas atteinte à la sécurité nationale, ou que des mesures d'atténuation suffisantes sont mises en place pour atténuer les préoccupations du gouvernement en matière de sécurité nationale.

Au cours de l'exercice 2022-2023, des examens relatifs à la sécurité nationale ont été ordonnés pour 22 des quelques 1 000 investissements notifiés en vertu de la LIC, et parmi ces 22 investissements, 10 ont été autorisés à aller de l'avant (soit sans autre mesure, soit avec des mesures d'atténuation suffisantes pour atténuer les préoccupations en matière de sécurité nationale), huit ont été retirés par l'investisseur étranger et trois ont fait l'objet d'un décret de dessaisissement du Cabinet fédéral. Bien que cela semble négligeable, il s'agit presque du double du nombre d'examens relatifs à la sécurité nationale qui ont été ordonnés au cours de l'année précédente et survient dans une année où le nombre total d'investissements notifiés en vertu de la LIC a diminué d'environ 20 %. La surveillance accrue des investissements étrangers par le gouvernement fédéral porte à croire que le nombre d'examens relatifs à la sécurité nationale continuera d'augmenter en 2024 et au-delà. Bien que les investisseurs provenant de pays dont le gouvernement n'a pas une « vision similaire » à celle du Canada, comme la Chine, aient jusqu'à présent été la cible principale du régime de sécurité nationale, les investissements de toute entité étrangère, y compris les sociétés de capital d'investissement privé

12 Voir <https://www.sec.gov/news/press-release/2023-193>.

13 Voir le rapport de la SEC, page 3.

14 Voir le rapport de la SEC, page 3.

15 Voir <https://www.sec.gov/rules/2022/05/private-fund-advisers-documentation-registered-investment-adviser-compliance-reviews>.

américaines ou non canadiennes — dans des secteurs sensibles comme les technologies à double usage, la santé et la biotechnologie, l'armée et la défense, l'espace et les infrastructures critiques — devraient également être examinés attentivement dans le cadre du régime de sécurité nationale à l'avenir.

Le gouvernement fédéral a récemment pris un certain nombre de mesures en vue de restructurer le régime de sécurité nationale de la LIC dans le but de rendre obligatoire ou d'encourager la divulgation d'opérations susceptibles de porter atteinte à la sécurité nationale. Toutes les acquisitions de contrôle par un non-Canadien d'une entreprise canadienne sont assujetties à un examen ou à un avis d'investissement aux termes de la LIC. Les investissements qui n'excèdent pas certains seuils monétaires prescrits — et qui ne sont donc pas assujettis à un examen « de l'avantage net pour le Canada » — sont néanmoins assujettis à un avis obligatoire, qui doit être déposé avant la clôture ou dans les 30 jours suivant la clôture. D'autres opérations, comme les investissements minoritaires, n'ont pas à faire l'objet d'un avis, mais le gouvernement fédéral peut entreprendre un examen relatif à la sécurité nationale à l'égard d'un investissement qui n'a pas fait l'objet d'un avis à tout moment dans les cinq ans suivant la clôture. En déposant un avis volontaire, les investisseurs étrangers peuvent réduire, de cinq ans à 45 jours, le délai dans lequel le gouvernement peut entreprendre un examen relatif à la sécurité nationale, ce qui offre une certitude réglementaire une fois ce délai beaucoup plus court expiré. Compte tenu de l'évolution constante des préoccupations relatives à la sécurité nationale et des alliances géopolitiques, les sociétés de capital d'investissement privé qui font des investissements minoritaires dans des secteurs potentiellement sensibles devraient considérer les avantages liés au dépôt d'un avis volontaire pour éviter les problèmes réglementaires qui pourraient surgir quelques années plus tard.

De même, le projet de loi C-34, *Loi modifiant la Loi sur l'Investissement Canada*, propose de soumettre certains investissements étrangers — qu'ils soient minoritaires ou qu'ils soient des acquisitions de contrôle — à un avis préalable obligatoire pour permettre au gouvernement d'entreprendre un examen relatif à la sécurité nationale avant la clôture. Ce nouveau régime s'appliquerait aux investissements étrangers dans une entité exploitée au Canada par un investisseur non canadien (qu'il soit privé ou public) dans les cas suivants :

- l'entreprise canadienne exerce une « activité commerciale réglementaire ». Ces activités seront

définies dans les règlements futurs, mais devraient comprendre les industries à risque élevé indiquées dans les *Lignes directrices sur l'examen relatif à la sécurité nationale des investissements* du gouvernement fédéral, comme la technologie à double usage, les biens essentiels, les infrastructures critiques, les entreprises qui utilisent ou manipulent des données personnelles sensibles et tout produit soumis aux contrôles à l'exportation liés à la défense;

- l'investisseur étranger aurait accès à des « renseignements techniques importants qui ne sont pas accessibles au public » ou à des « actifs importants », ou pourrait en contrôler l'utilisation. Ces termes seront également définis dans les futurs règlements, mais ils couvriront probablement des éléments tels que la propriété intellectuelle, les renseignements personnels ou d'autres données ou savoir-faire sensibles; et
- l'investisseur étranger aurait le pouvoir de nommer ou de recommander la nomination de toute personne qui a la capacité de diriger tant l'activité commerciale que les affaires internes de l'entreprise canadienne (p. ex., des administrateurs, des membres de la haute direction, des fiduciaires ou un commandité) ou d'autres droits particuliers visés par règlement à l'égard de l'entreprise canadienne. Cette exigence vise à exclure les investissements minoritaires purement passifs de l'obligation de d'avis préalable obligatoire.

Le Comité permanent de l'industrie et de la technologie a publié son rapport sur le projet de loi C-34 en septembre 2023, permettant au projet de loi d'être étudié en dernière lecture à la Chambre des communes et ensuite au Sénat. Bien que la trajectoire actuelle laisse supposer que le projet de loi C-34 pourrait entrer en vigueur dès le premier semestre de 2024, il est peu probable que les règlements définissant les activités commerciales réglementaires assujetties à l'obligation d'un avis préalable et définissant d'autres termes clés soient élaborés avant ce moment, ce qui signifie que l'avis préalable obligatoire pourrait n'entrer en vigueur que plus tard en 2024 ou même en 2025. Néanmoins, les sociétés de capital d'investissement privé établies aux États-Unis ou autrement non canadiennes qui envisagent d'investir dans des secteurs potentiellement sensibles devraient garder à l'esprit le moment où ces modifications entreront en vigueur pour veiller à ce qu'elles n'empêchent pas la clôture des transactions devant avoir lieu à ce même moment.

Occasions de générer une valeur à long terme pour des actifs en difficulté

Au cours de la dernière année, le nombre de procédures de restructuration aux termes de la *Loi sur les arrangements avec les créanciers des compagnies* (Canada) (LACC) ou de la *Loi sur la faillite et l'insolvabilité* (Canada) (LFI) a sensiblement augmenté au Canada. Bon nombre de ces procédures comportent un processus ordonné par le tribunal et supervisé par le tribunal, mené par un syndic d'insolvabilité agréé ou un banquier d'investissement pour vendre les actifs des sociétés en difficulté à titre d'entreprise en exploitation, connu dans le secteur de l'insolvabilité sous le nom de processus de vente et de sollicitation d'investissements (PVSİ). Les ventes réalisées dans le cadre d'un PVSİ ont souvent été décevantes pour les créanciers détenant une sûreté sur les actifs commercialisés, de sorte que les créanciers garantis peuvent maintenant être réticents à engager des procédures officielles d'insolvabilité. La plupart du temps, les créanciers garantis anticipent une perte importante lorsque la procédure de restructuration exige l'exécution d'un PVSİ, ce qui, d'un autre côté, pourrait offrir aux entreprises de capital d'investissement privé des possibilités intéressantes de poursuivre leurs objectifs d'investissement moyennant un escompte.

AUGMENTATION MARQUÉE DES PROCÉDURES D'INSOLVABILITÉ AU CANADA

En 2020, le début de la pandémie de COVID-19 et la mise en œuvre de mesures de confinement ont entraîné une augmentation d'environ 58 % des procédures de restructuration d'entreprises en vertu de la LACC par rapport à 2019. Les secteurs ayant connu le plus grand nombre de restructurations d'insolvabilité au cours de cette période étaient le commerce de détail, la fabrication, l'exploitation minière et l'extraction pétrolière et gazière. Fort probablement en raison des mesures d'aide gouvernementale importantes, la hausse des procédures de restructuration s'est brutalement arrêtée en 2021 et en 2022, avant de s'accroître à nouveau en 2023. En 2023, le nombre de procédures de restructuration en vertu de la LACC était significativement supérieur au total pour chacune des années 2018, 2019, 2021 et 2022, et au 30 novembre 2023, on s'attend à ce que le total de 2023 dépasse le total de 2020. La réduction de l'aide gouvernementale et la hausse des taux d'intérêt, l'inflation et les conflits géopolitiques ont exercé de la pression sur de nombreuses entreprises. Bon nombre d'entre elles ont éprouvé des difficultés à refinancer leurs activités auprès de prêteurs traditionnels et n'ont eu d'autre choix que de se restructurer officiellement en vertu de la LFI ou de la LACC.

MÉFIANCE DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES À L'ÉGARD DU PVSİ OFFICIEL

Les processus de vente institués en vertu de la LFI ou de la LACC au cours de la dernière année ont donné des résultats mitigés. Une étude de cas est la restructuration, dans le cadre de la LACC, d'IMV¹⁶, une société biopharmaceutique au stade clinique qui exerce ses activités principalement

¹⁶ IMV Inc. (Re), Cour suprême de la Nouvelle-Écosse Dossier no 523334 (6 septembre 2023).



à Halifax et dont la capitalisation boursière s'élevait à plus de 300 millions de dollars CA en 2020. En 2023, le contrôleur d'IMV a initié un PVSI en communiquant avec 575 soumissionnaires potentiels, aucun d'entre eux n'ayant manifestant de l'intérêt pour la poursuite des activités d'IMV. Les soumissions reçues portaient uniquement sur la propriété intellectuelle d'IMV, y compris sa technologie brevetée d'administration de médicaments. Même combinées, les soumissions reçues n'étaient pas satisfaisantes pour le créancier garanti d'IMV, qui a déposé une soumission de crédit¹⁷ qui fut finalement acceptée. La soumission de crédit ne prévoyait pas le maintien de l'exploitation d'IMV, et ses activités ont finalement été arrêtées.

Dans un autre cas, PaySlate Inc.¹⁸, une société de technologie établie en Colombie-Britannique qui fournit des services de traitement des paiements, a effectué un PVSI dans le cadre du dépôt de son avis d'intention de déposer une proposition aux termes de la LFI afin d'identifier un acheteur ou un investisseur. La société, avec l'aide du syndic, a mené un PVSI aux termes duquel 88 soumissionnaires potentiels ont été contactés et 23 d'entre eux ont signé des ententes de confidentialité pour accéder à une salle de données virtuelle.

Malgré ces efforts de commercialisation, une seule soumission a été présentée sous la forme d'une soumission de crédit de la part des créanciers garantis.

De même, dans le cadre de la restructuration d'Endoceutics¹⁹, une société pharmaceutique privée du Québec exerçant ses activités dans le domaine de la santé des femmes et de la prévention et du traitement du cancer hormono-dépendant, des transactions de vente avaient été approuvées par la Cour à la suite de la conduite d'un PVSI, mais sans le consentement de son unique créancier

garanti, qui demandait de son côté l'approbation de sa soumission de crédit. Le produit tiré des transactions dans le cadre du PVSI était inférieur à 25 % du montant de la dette garantie.

Les résultats des processus de vente mentionnés dans les cas précités ne sont pas inhabituels et plusieurs autres cas de restructuration ont pris fin de façon similaire. Les créanciers garantis, conscients des coûts associés à la conduite d'un PVSI en bonne et due forme et de la probabilité de subir des pertes importantes, ont accepté des compromis importants dans des procédures de restructuration. Par exemple, dans l'affaire du Groupe Sélection²⁰, le PVSI approuvé par la Cour prévoyait que les partenaires commerciaux touchés par le PVSI auraient toujours un ultime droit de regard sur la disposition des actifs commercialisés au moyen, notamment, d'une procédure d'enchères obligatoire ou, si les partenaires ne participaient pas au PVSI, au moyen d'un droit de choisir la soumission retenue en consultation avec le contrôleur.

Le sauvetage d'entreprises représente une occasion intéressante pour les entreprises de capital d'investissement privé d'investir dans des entreprises qui, avec les bonnes ressources et le bon soutien, sont susceptibles d'être réhabilitées de manière rentable. En profitant des possibilités offertes actuellement dans le cadre de procédures de restructuration, les sociétés de capital d'investissement privé peuvent consolider leur position dans des secteurs où les barrières à l'entrée sont importantes. La capacité des sociétés de capital d'investissement privé à agir rapidement et de façon décisive leur donne la possibilité de se positionner de manière fructueuse dans le cadre de processus de vente d'actifs sous-évalués et de générer potentiellement une valeur à long terme importante.

17 Une soumission de crédit est une offre d'achat des actifs présentée par un créancier garanti en vertu de laquelle il offre en contrepartie sa créance garantie, offrant effectivement de saisir les actifs.

18 PaySlate Inc. (Re), 2023 BCSC 608.

19 Arrangement relatif à Endoceutics Inc., 2023 QCCS 1687.

20 Re Groupe Sélection Inc., Cour supérieure du Québec Chambre commerciale Dossier no 500-11-061657-223 (24 mars 2023).





Le capital d'investissement privé combat le changement climatique

Le monde fait face à un défi énorme en matière de lutte contre les changements climatiques et, en 2024 et par la suite, le capital d'investissement privé devrait continuer d'être un moteur qui alimente la transition vers des sources d'énergie plus propres au Canada et à l'étranger.

Selon l'International Renewable Energy Agency, les technologies de transition énergétique devront faire l'objet d'investissements d'environ 131 billions d'USD d'ici à 2050 pour atteindre les objectifs de réduction des émissions²¹. Compte tenu des nouvelles réglementations imposant des standards et pratiques ESG aux entreprises de tous types et du consensus croissant selon lequel des actions claires et rapides sont nécessaires pour réaliser la transition énergétique, les investisseurs souhaitent jouer un rôle dans ce domaine et exigent la même chose des fonds de capital d'investissement privé dans lesquels ils investissent. La transition énergétique devrait rester un sujet important pour les investisseurs qui souhaitent contribuer à la transition vers une économie à faible émission de carbone tout en réalisant des rendements intéressants.

Les sociétés de capital d'investissement privé, qui disposent de capitaux importants et d'une vaste expérience en matière de structuration d'opérations, de gestion des risques et d'efficacité opérationnelle, voient de nombreuses occasions d'investissement dans un large éventail de domaines qui contribuent à la transition énergétique. Il s'agit notamment de l'énergie renouvelable, de l'électrification des transports, de la flexibilité et de la résilience des réseaux, des combustibles de prochaine génération, de captage du carbone et d'autres technologies d'atténuation du carbone. Nous voyons également des occasions créées par des joueurs qui agissent en tant que catalyseurs et coordonnateurs de la transition énergétique, en regroupant les financements disponibles de toutes sortes, tant gouvernementaux que

privés, et en comblant les écarts de capitaux par une combinaison de dette et de capitaux propres.

Il n'y a pas si longtemps, certaines technologies émergentes qui n'avaient pas fait leurs preuves et qui ne disposaient pas d'un marché solide ne parvenaient pas à mobiliser les capitaux nécessaires pour atteindre le niveau supérieur. Mais l'urgence de la transition énergétique est en train de changer les comportements et les forces du marché et, dans certains cas, de rendre viables certains modèles d'affaires. De plus, les programmes de subventions — comme la loi intitulée *Inflation Reduction Act* aux États-Unis et les crédits d'impôt sur le revenu annoncés pour la première fois par le gouvernement fédéral canadien dans son Énoncé économique de l'automne 2022 — créent des incitatifs importants pour les développeurs de projets et de technologies d'énergie propre, ce qui a un impact considérable sur les analyses de rentabilité. Ces éléments contribuent à rendre économiquement viables des projets et des technologies qui n'ont pas encore atteint la phase de maturité et accroissent encore davantage l'attrait d'autres projets.

Le rôle du capital d'investissement privé dans la transition énergétique va au-delà de l'infusion de capitaux. Il favorise également l'innovation au sein du secteur. En fournissant du financement aux entreprises en démarrage et aux entreprises technologiques créatives, les sociétés de capital d'investissement privé jouent le rôle de catalyseurs pour des solutions encore plus innovatrices. Le capital permet à ces sociétés de se développer rapidement, amenant leurs technologies sur le marché plus vite.

À mesure que le Canada et le monde continuent de faire face aux changements climatiques et de faire progresser leur transition énergétique, l'influence du capital d'investissement privé est appelée à jouer un rôle encore plus important. Les efforts de collaboration entre le capital d'investissement privé, les initiatives gouvernementales et les intervenants sectoriels seront essentiels pour réaliser un avenir énergétique plus vert et plus résilient.

21 Perspectives pour les transitions énergétiques mondiales – Trajectoire vers l'objectif de 1,5° C, International Renewable Energy Agency, 2021, p. 18.

Amendements apportés aux règles relatives aux opérations à déclarer en vertu de la *Loi de l'impôt sur le revenu*

Le 22 juin 2023, de nouvelles règles de divulgation obligatoire dans la *Loi de l'impôt sur le revenu* (Canada) (LIR) sont entrées en vigueur. Ces règles élargissent la gamme des opérations que les contribuables, de même que les conseillers et les promoteurs, doivent déclarer à l'Agence du revenu du Canada (ARC)²². Le défaut de faire une déclaration peut entraîner des pénalités importantes et des périodes de nouvelle cotisation prolongées.

Les nouvelles règles de divulgation obligatoire sont pertinentes pour les fonds de capital d'investissement privé, y compris aux étapes de la rédaction de la convention de société en commandite (CSC) et de l'acquisition et du dessaisissement des portefeuilles d'investissement. La présente section traite des « règles relatives aux opérations à déclarer » qui font partie des nouvelles règles de divulgation obligatoire.

Les « opérations à déclarer » sont des opérations qui remplissent certaines conditions et qui doivent donc être déclarées à l'ARC. Une opération conclue à compter du 22 juin 2023 (y compris une opération faisant partie d'une série qui commence avant et se termine à compter du 22 juin 2023) constituera une « opération à déclarer » si deux conditions sont remplies²³ :

- l'opération (ou toute opération de la série d'opérations) est une « opération d'évitement »²⁴;
- l'opération (ou série d'opérations) d'évitement comporte au moins l'un des trois « marqueurs » suivants : honoraires conditionnels, droit à la confidentialité ou protection contractuelle²⁵.

22 Les nouvelles règles de divulgation obligatoire comprennent trois régimes généraux : les opérations à déclarer, les opérations à signaler et les traitements fiscaux incertains (TFI).

Le nouveau régime d'opérations à signaler, prévu à l'art. 237.4 de la LIR, exige généralement des contribuables (ainsi que des « conseillers » et des « promoteurs », au sens donné à ces expressions) qu'ils divulguent au ministre du Revenu national les « opérations à signaler ». Une « opération à signaler » est définie comme étant une opération (ou une opération dans une série) qui est identique ou sensiblement similaire à une opération (ou série) qui est désignée comme opération à signaler par le ministre des Finances. À ce jour, et avec prise d'effet le 1^{er} novembre 2023, le ministre des Finances a désigné cinq types d'opérations comme étant des opérations à signaler : <https://www.canada.ca/fr/agence-revenu/programmes/a-propos-agence-revenu-canada-arc/observation/reles-divulgation-obligatoire-apercu/operations-signaler-designees-par-ministre-revenu-national.html>.

Aux termes du nouveau régime de TFI, en vertu de l'art. 237.5 de la LIR, une « société déclarante » (au sens donné à ce terme) est tenue de déclarer un « TFI à déclarer ». Un « TFI à déclarer » est un traitement fiscal utilisé, ou dont l'utilisation est prévue, dans les déclarations de revenu de la société à l'égard duquel une incertitude est reflétée dans les états financiers audités de la société (ou d'un groupe dont elle est membre) pour l'année.

23 Au sens défini à l'art. 237.3(1). Sauf indication contraire, dans les présentes, tous les renvois à des articles sont des renvois à la LIR.

24 Au sens défini à l'art. 237.3(1).

25 Par le passé, une opération n'était une opération à déclarer que s'il s'agissait d'une « opération d'évitement » au sens de la règle générale anti-évitement et que deux des trois principaux marqueurs de la définition d'opération à déclarer étaient respectées.

Une opération est une opération d'évitement si l'on peut raisonnablement considérer que l'un des principaux objectifs de l'opération (ou d'une série d'opérations dont l'opération fait partie) est d'obtenir un « avantage fiscal »²⁶.

Le marqueur des honoraires conditionnels est généralement respecté lorsqu'un « conseiller »²⁷ ou un « promoteur »²⁸ (ou une personne ayant un lien de dépendance avec un conseiller ou un promoteur) a droit à des honoraires qui sont :

- basés sur le montant d'un avantage fiscal;
- conditionnels à l'obtention d'un avantage fiscal;
- rattachés au nombre de personnes qui participent à une même opération ou série ou à une opération ou série similaire ou qui ont eu accès à un avis ou à une opinion donnés par un conseiller ou un promoteur concernant les incidences fiscales de la même opération ou série ou d'une opération ou série similaire.

Le marqueur du droit à la confidentialité est généralement respecté lorsque : i) un conseiller ou un promoteur (ou une personne ayant un lien de dépendance avec un conseiller ou un promoteur) obtient un « droit à la confidentialité »²⁹ et ii) une interdiction de communiquer prévue aux termes du droit à la confidentialité assurant la confidentialité à l'égard d'un « traitement fiscal »³⁰ relativement à l'opération ou à la série d'opérations.

Le marqueur de la protection contractuelle est généralement respecté lorsque le contribuable (ou une personne qui a conclu l'opération d'évitement au profit du contribuable), un conseiller, un promoteur ou une personne ayant un lien de dépendance avec l'une des personnes précitées, reçoit une « protection contractuelle »³¹ à l'égard de l'opération ou de la série d'opérations d'évitement. La protection contractuelle peut comprendre une assurance, une indemnité, un dédommagement ou une garantie. Toutefois, pour être considérée comme une protection contractuelle, la protection doit généralement protéger une personne contre tout défaut de l'opération ou de la série d'opérations de produire un avantage fiscal ou être liée à un différend relatif à un avantage fiscal. En règle générale, la protection contractuelle ne comprend pas l'assurance responsabilité professionnelle type ou la

protection qui fait partie intégrante d'une convention de vente ou de transfert de la totalité ou d'une partie d'une entreprise (dans une opération portant sur des actifs ou des titres) conclue entre des personnes n'ayant aucun lien de dépendance lorsqu'il est raisonnable de considérer que l'assurance ou la protection est, selon le cas :

- destinée à faire en sorte que le prix d'achat payé en vertu de la convention tienne compte des passifs de l'entreprise immédiatement avant la vente ou le transfert; et
- obtenue principalement à des fins autres que la production d'un avantage fiscal pouvant découler de l'opération ou de la série.

Le 5 juillet 2023, l'ARC a publié **des lignes directrices** sur les règles de divulgation obligatoire (lignes directrices de l'ARC), qui apportent des précisions supplémentaires concernant la position administrative de l'ARC par rapport à l'application des règles et qui ont été mises à jour depuis leur publication. Nous nous attendons à ce que d'autres exemples soient ajoutés au fur et à mesure que la compréhension des règles par l'ARC continue d'évoluer. Les exemples suivants sont particulièrement importants dans le contexte des opérations de capital d'investissement privé et de fusions et acquisitions.

Les lignes directrices de l'ARC stipulent que le droit à la confidentialité ne comprend pas ce qui suit :

- Les ententes de confidentialité types, telles que les lettres d'intention qui comprennent une exigence en matière de confidentialité, dans la mesure où elles n'exigent pas que les conseils fiscaux soient confidentiels.
- Les clauses commerciales types de confidentialité dans les ententes types ou autres documents, qui ne prévoient pas d'avantage fiscal particulier ou de traitement fiscal.

Les lignes directrices de l'ARC stipulent que la protection contractuelle ne comprend généralement pas ce qui suit :

- Les déclarations et garanties standard entre un vendeur et l'acheteur, ainsi que les polices d'assurance

26 Au sens de l'art. 245(1). Cette définition se limite généralement aux avantages fiscaux prévus par la LIR. À noter qu'en décembre 2023, la définition a été élargie pour inclure les attributs fiscaux qui ne sont pas encore devenus pertinents pour le calcul de l'impôt.

27 Au sens de l'art. 237.3(1).

28 Au sens de l'art. 237.3(1).

29 Au sens de l'art. 237.3(1).

30 Au sens de l'art. 237.3(1). Cela comprend le traitement qu'une personne utilise ou prévoit utiliser dans une déclaration de revenus ou une déclaration de renseignements et comprend une décision de ne pas inclure un montant dans une telle déclaration.

31 Au sens de l'art. 237.3(1).

de déclarations et de garanties traditionnelles, généralement obtenues dans le contexte commercial ordinaire des opérations de fusion et d'acquisition pour protéger un acheteur des passifs avant la vente (y compris les passifs fiscaux).

- Les clauses commerciales types d'indemnités dans les ententes types ou autres documents, qui ne prévoient pas un avantage fiscal particulier ou un traitement fiscal.
- La protection contractuelle qui prend la forme d'une assurance faisant partie intégrante d'une entente conclue entre des personnes sans lien de dépendance pour la vente d'une entreprise lorsqu'il est raisonnable de conclure que la protection d'assurance vise à garantir que le prix d'achat payé en vertu de l'entente tient compte de tout passif de l'entreprise immédiatement avant la vente et que l'assurance est obtenue principalement à des fins autres que l'obtention d'un avantage fiscal découlant de l'opération ou de la série. Voici quelques exemples fournis par l'ARC :³²
 - a. des indemnités liées aux questions fiscales existantes avant la clôture ou au montant des attributs fiscaux existants (comptes fiscaux, déduction pour amortissement, etc.).
 - b. les engagements contractuels ou les indemnités que l'acquéreur, qui est une société publique, a obtenus de la société cible et des actionnaires importants de la société cible et dont le but est de garantir que la cible ou les actionnaires importants ne prennent pas certaines mesures pouvant entraîner le refus de cette majoration et de veiller à ce que l'acquéreur soit indemnisé pour les impôts

supplémentaires à payer en raison de la perte de la majoration prévue à l'alinéa 88(1)d) de la LIR. Cela pourrait également s'appliquer dans le contexte d'une société privée.

- c. l'assurance fiscale ou une autre protection contractuelle obtenue à l'égard de l'achat d'un bien canadien imposable auprès d'un non-résident du Canada de façon à ce que les parties puissent réaliser l'opération sans que l'acquéreur n'ait à se préoccuper de la retenue d'un montant à l'égard d'une obligation fiscale éventuelle du non-résident.
 - d. la protection contractuelle obtenue à l'égard du calcul du revenu protégé en main dans le cadre d'une opération préalable où des dividendes versés à des sociétés sont versés à une société de portefeuille afin d'extraire un revenu protégé de la société cible.
 - e. une indemnité ou un engagement envers un acquéreur et/ou une cible conformément aux obligations fiscales de la partie III et aux autres conséquences fiscales défavorables survenant en raison de dividendes payés dans le cadre d'une réorganisation préalable à la vente.
- Les clauses de rajustement de prix standards, étant entendu que les autres clauses de rajustement du prix qui ne sont pas axées sur l'impôt (comme les redressements du fonds de roulement).
 - Les clauses de représentations contractuelles et d'indemnités types relatives à l'omission de déduire ou de retenir un montant en vertu de l'art. 215, dans une situation entre personnes sans lien de dépendance.

32 Les lignes directrices de l'ARC préviennent que cette exclusion ne s'étend pas à d'autres assurances ou protections couvrant des risques fiscaux précis identifiés (c.-à-d., qui ne sont pas énumérés dans les lignes directrices de l'ARC). Dans ces circonstances, il faudra déterminer s'il y a eu opération d'évitement et si un marqueur est présent.





- Un contrat de société de personnes comprenant une clause type, qui indique qu’advenant un audit de l’un des associés, la société de personnes fournira l’aide raisonnable à cet associé afin de l’aider à résoudre un tel audit, tant que l’objet de la clause ne vise pas une opération d’évitement en particulier ou une série d’opérations.
- La protection contractuelle obtenue dans un contexte commercial ou financier normal où des parties sans lien de dépendance traitent librement, prudemment et en toute connaissance de cause, et n’étend pas la protection contractuelle pour un traitement fiscal relativement à une opération d’évitement. Il peut s’agir d’une indemnité fiscale dans des clauses de majoration de contrats de prêt ou les ententes de l’International Swaps and Derivatives Association, et d’une indemnité fiscale dans un contrat d’emploi et des ententes d’indemnisation de départ.

Plusieurs personnes peuvent avoir des obligations de déclaration; ce n’est pas seulement le contribuable qui obtient l’avantage fiscal qui est tenu de faire la déclaration. Les personnes suivantes doivent faire une déclaration :

- La personne spécifique qui obtient un avantage fiscal (ou qui devrait l’obtenir selon le traitement fiscal de l’opération à déclarer par la personne en question) d’une opération à déclarer ou d’une série d’opérations qui comprend l’opération à déclarer.
- Les personnes qui ont conclu une opération d’évitement qui est une opération à déclarer au profit d’une personne décrite au point ci-dessus.
- Les conseillers et les promoteurs dans certaines circonstances. En règle générale, seuls les conseillers ou les promoteurs qui reçoivent des honoraires conditionnels ou qui ont droit à des honoraires pour fournir une protection contractuelle doivent faire une déclaration. Les avocats qui reçoivent des honoraires standards en fonction des taux horaires ne devraient généralement pas avoir d’obligation de déclaration.

Compte tenu de la portée potentiellement large des nouvelles règles de divulgation obligatoire, les fonds de

capital d’investissement privé, les investisseurs et leurs conseillers devraient continuer de surveiller les lignes directrices de l’ARC au fur et à mesure de leur évolution. Par exemple, à l’étape de la constitution du fonds, il faudrait se demander si l’une des dispositions de la CSC pourrait donner lieu à une obligation de déclaration. Dans certaines circonstances, les dispositions en matière de confidentialité d’une CSC pourraient être un marqueur et entraîner une obligation de déclaration (s’il y a une opération d’évitement) – même si le droit à la confidentialité doit être obtenu par un conseiller ou un promoteur (ou une personne qui a un lien de dépendance avec un conseiller ou un promoteur), les définitions de « conseiller » et de « promoteur » sont suffisamment larges pour inclure éventuellement un promoteur de fonds ou un promoteur, en fonction des faits. Il peut être prudent de veiller à ce que les dispositions en matière de confidentialité de la CSC n’interdisent pas la divulgation d’obligations de déclaration législatives ou administratives (p. ex., qu’il y ait une exclusion minimale pour les déclarations fiscales ou les dépôts exigés par la loi). À l’étape de l’acquisition du portefeuille de placement, le fonds devrait déterminer le contrôle préalable ainsi que les déclarations et les garanties qui sont appropriées pour ce qui est de déterminer si la cible a participé à une opération à déclarer; le fonds devrait aussi déterminer si les déclarations, garanties, engagements et indemnités de la convention d’achat relèvent des exceptions prévues par la loi au marqueur de la protection contractuelle, et tenir compte également des exemples fournis dans les lignes directrices de l’ARC des arrangements que l’ARC ne considère pas comme étant un marqueur de protection contractuelle. Dans un scénario de sortie, si le fonds exige de l’acquéreur qu’il obtienne une assurance fiscale dans le cadre de l’opération, il conviendrait également de tenir compte du marqueur de la protection contractuelle.

Pour de plus amples renseignements, il y a lieu de se reporter au **Guide pratique des nouvelles règles d’information obligatoire de la Loi de l’impôt sur le revenu**, publié par le groupe fiscal national de McCarthy Tétrault et à jour au 12 septembre 2023.

Règles affectant les sociétés en commandite de placement : quatre ans plus tard

Le 13 décembre 2018, le projet de loi C-86, *Loi n° 2 portant exécution de certaines dispositions du budget déposé au Parlement le 27 février 2018 et mettant en œuvre d'autres mesures*, a reçu la sanction royale et les modifications à la *Loi sur la taxe d'accise (Canada) (LTA)* touchant les sociétés en commandite de placement (SCP) sont entrées en vigueur. En guise de rappel, ces modifications prévoyaient ce qui suit :

- Les fonctions de gestion ou d'administration exercées par le commandité d'une SCP sont devenues assujetties à la taxe sur les produits et services/taxe de vente harmonisée (TPS/TVH) à compter du 8 septembre 2017;
- Les SCP sont devenues des « régimes de placement », des « institutions financières désignées » (IFD) ou potentiellement des « institutions financières désignées particulières » (IFDP) aux fins de la TPS/TVH à compter du 1^{er} janvier 2019; et
- Les SCP peuvent, sous réserve de certaines exceptions, être réputées être des non-résidents du Canada aux fins de la TPS/TVH si 95 % ou plus de la valeur totale des participations dans la SCP sont détenues par des membres non-résidents de la SCP.

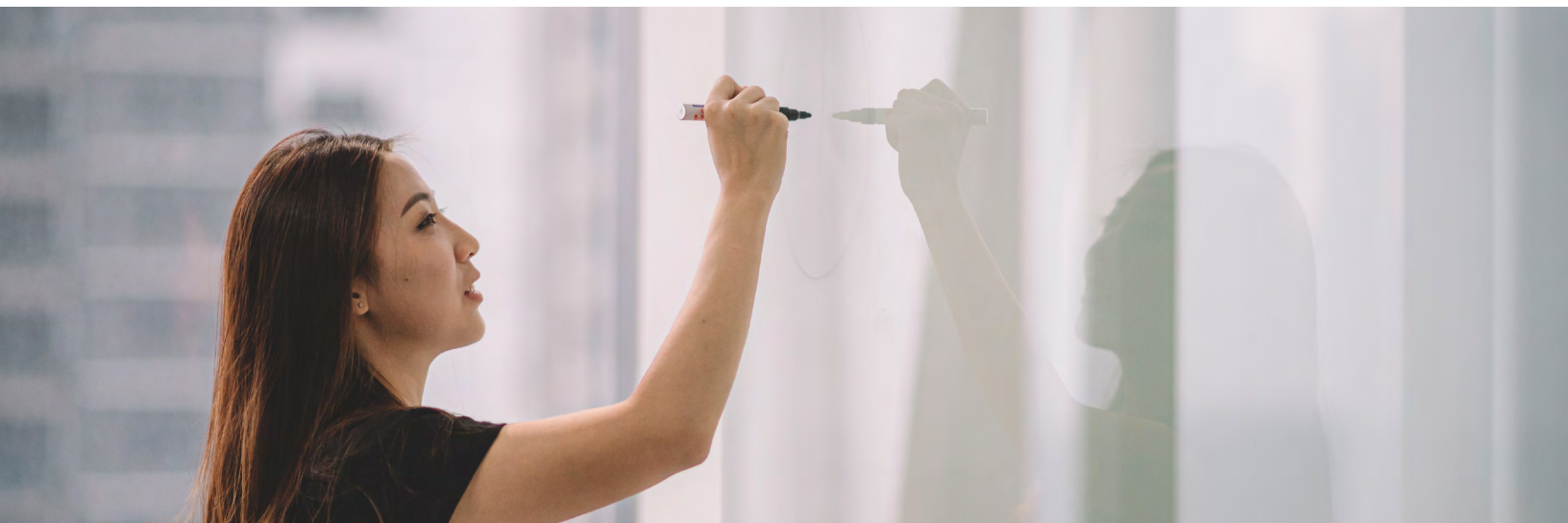
Bien que ces règles existent depuis quatre ans et soient maintenant bien connues du secteur, elles continuent de soulever des problèmes techniques qui doivent être examinés tant au moment de la structuration d'un fonds

qu'au cours de la durée de vie du fonds. Certaines des questions qui se posent habituellement au moment de la structuration sont notamment celles de savoir si le fonds/la société en commandite est résident au Canada et si le fonds/la société en commandite est une IFDP.

LIEU DE RÉSIDENCE

Déterminer si une SCP réside au Canada aura des répercussions sur la question de savoir si les fournitures de biens et de services effectuées au Canada à la SCP (p. ex., les services de gestion) peuvent être détaxées aux fins de la TPS/TVH et si la SCP est tenue d'établir elle-même sa cotisation de TPS/TVH sur les fournitures de biens et de services qu'elle acquiert à l'extérieur du Canada.

En vertu de la LTA, une société de personnes est réputée résider au Canada à tout moment si le membre ou la majorité des membres contrôlant ou gérant le fonds/la société en commandite réside au Canada à ce moment. Toutefois, dans les cas où la présomption ne s'applique pas (par exemple, le membre contrôlant ou gérant la société de personnes ne réside pas au Canada), la LTA est muette. Dans de tels cas, le critère de la common law applicable aux sociétés devrait vraisemblablement s'appliquer pour déterminer le lieu de résidence de la société de personnes. Une attention particulière devrait être accordée aux situations où le commandité d'une SCP délègue ou cède autrement la totalité (ou une partie) de ses fonctions aux termes de la convention de société en commandite ou de la convention de gestion à un promoteur d'actifs tiers. Dans ces circonstances, il faut se demander si le commandité conserve le contrôle et la gestion de la société de personnes ou si le contrôle et la gestion sont maintenant détenus par le promoteur. Diverses itérations de cette délégation, y compris la délégation



d'un commandité non-résident à un promoteur résident, et vice versa, peuvent se produire et devraient être examinées attentivement. Bien que le critère de la common law pour déterminer le lieu de résidence d'une personne se concentre généralement sur l'endroit où la gestion et le contrôle centraux sont exercés plutôt que sur le lieu de résidence de la personne qui l'exerce, les commandités ainsi que les promoteurs d'actifs devraient veiller à ce que le lieu de résidence de la SCP ait été soigneusement pris en compte, puisque le fait de déterminer incorrectement le lieu de résidence d'une SCP peut avoir une incidence importante sur les obligations et les passifs au titre de la TPS/TVH d'une SCP et de ses investisseurs.

Alors qu'une SCP qui réside au Canada devrait examiner si elle peut réorganiser ses affaires pour tirer parti de la règle qui fait en sorte qu'une SCP résidente est réputée être une SCP non-résident du Canada à un moment donné si 95 % ou plus de la valeur totale de toutes les participations dans la SCP sont détenues par des membres non-résidents (sous réserve de certaines exceptions) de la SCP, une SCP qui ne réside pas au Canada doit examiner attentivement si elle a une présence au Canada qui peut faire en sorte que la SCP non-résidente soit assujettie aux règles d'autocotisation.

IFDP

En tant que régime de placement, une SCP est une IFD et potentiellement une IFDP. Une IFDP est une IFD qui a, à tout moment au cours d'une année d'imposition, un établissement stable (ES) dans une province harmonisée (y compris le Québec) et, un ES dans toute autre province. Aux fins de déterminer si une SCP est une IFDP, le terme ES s'entend de tout ES que la SCP est réputée avoir. La présomption prévoit qu'une SCP a un ES dans une province si :

- elle est habilitée, en vertu des lois du Canada ou d'une province, à vendre ou à distribuer ses parts dans la province en question;
- une personne résidant dans cette province particulière détient une ou plusieurs parts de la SCP.

Bien qu'un grand nombre de SCP soient des IFDP parce qu'elles ont des investisseurs résidant dans plusieurs provinces détenant des parts de la SCP, les SCP n'ayant des investisseurs que dans une seule province devraient porter une attention particulière à la question de savoir si elles sont habilitées, en vertu des lois du Canada ou d'une province, à vendre ou à distribuer leurs parts dans la province en question. Les conséquences pour une SCP d'être ou non une IFDP peuvent toucher de manière importante, entre autres, la façon dont la SCP est tenue de déterminer sa taxe nette et ses obligations de conformité aux termes de la LTA.

Une SCP qui est une IFD est généralement, entre autres :

- tenue de déterminer son obligation au titre de la composante provinciale de la TVH aux termes de la Méthode d'Attribution Spéciale (MAS);
- tenue de produire une déclaration de TPS/TVH mensuellement, à moins qu'elle ne s'inscrive;
- limitée quant au montant de TPS/TVH qu'elle peut recouvrer au moyen du crédit de taxe sur les intrants (CTI); et





- n'est pas tenue de produire une déclaration de renseignements annuelle à l'intention des institutions financières (c.-à-d., un formulaire GST111 ou RC7291).

D'autre part, lorsqu'une SCP n'est pas une IFDP, elle a généralement peu de raisons (s'il y en a) de s'inscrire aux fins de la TPS/TVH. Toutefois, lorsqu'une SCP qui n'est pas une IFDP s'inscrit aux fins de la TPS/TVH, elle n'est généralement pas :

- limitée quant au montant de TPS/TVH qu'elle peut recouvrer au moyen du CTI; et
- tenue de déterminer son obligation au titre de la composante provinciale de la TVH aux termes de la MAS.

Enfin, elle peut être tenue de produire une déclaration de renseignements annuelle à l'intention des institutions financières si certaines conditions sont remplies. Le défaut de produire une déclaration de renseignements peut entraîner l'imposition de pénalités sévères par l'ARC.

L'ARC a indiqué que la phrase « habilitée, en vertu des lois du Canada ou d'une province, à vendre ou à distribuer ses parts » devrait être interprétée de façon large. Par conséquent, comme mentionné ci-dessus, les SCP avec des investisseurs qui résident dans une seule province devraient accorder une attention particulière à la question de savoir si elles sont habilitées, en vertu des lois du Canada ou d'une province, à vendre ou à distribuer leurs parts dans une province particulière afin de confirmer leurs obligations de conformité au titre de la TPS/TVH.

Comme il s'agit du quatrième anniversaire des règles relatives à la TPS/TVH qui touchent les SCP, et que l'on peut s'attendre à ce que les vérifications de l'ARC commencent dans un avenir proche, les fonds de capital d'investissement privé et les autres structures de placement qui utilisent des sociétés en commandite comme véhicules de placement devraient envisager de revoir leur structure pour se préparer à une éventuelle vérification de l'ARC et s'assurer qu'ils respectent les règles relatives à la TPS/TVH.

POUR TOUTE DEMANDE DE RENSEIGNEMENTS,
VEUILLEZ COMMUNIQUER AVEC :



Shevaun McGrath

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



Patrick M. Shea

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



Mathieu Laflamme

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



Matthew Cumming

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

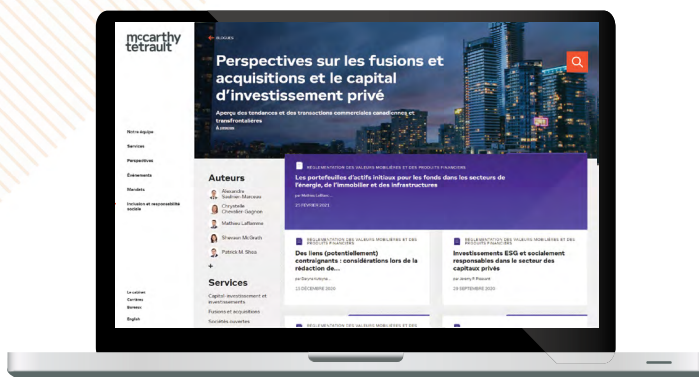


Jonathan See

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



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



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

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

— Chambers Global Client

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

MONTREAL

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

QUÉBEC

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

NEW YORK

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

LONDRES

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