



mccarthy
tétrault

En pleine cible:

Perspectives 2018

pour le capital d'investissement

mccarthy
tétrault

McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l.

mccarthy.ca

À la suite d'une année record pour la valeur des transactions, le capital d'investissement au Canada demeure en excellente position de croissance

Le marché du capital d'investissement au Canada a connu des niveaux élevés d'activité en 2017. La valeur totale des transactions a atteint un niveau historique, tandis que le nombre de transactions a baissé légèrement par rapport au sommet atteint en 2015.

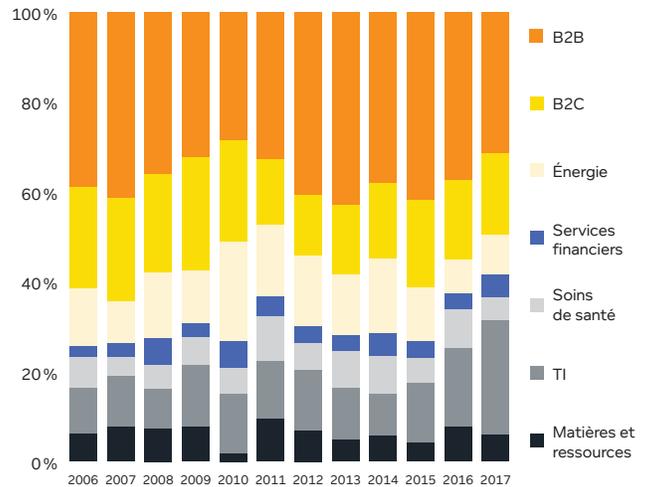
Les fonds continuent d'avoir un bassin de capitaux prêts à déployer, et l'environnement des opérations dans la plupart des régions du Canada demeure très concurrentiel, les enchères attirant toujours l'intérêt des fonds nationaux et internationaux, comme en témoigne la valeur totale record des transactions.

Marché canadien du capital d'investissement par année*



En 2017, il y a eu une relative augmentation d'activité dans les secteurs des TI et des services financiers et un resserrement de l'activité dans les secteurs des matières premières et ressources, des soins de santé et du B2B, tandis que les secteurs de l'énergie et du B2C sont demeurés stables. Dans l'ensemble, tous les secteurs ont continué de connaître une activité soutenue.

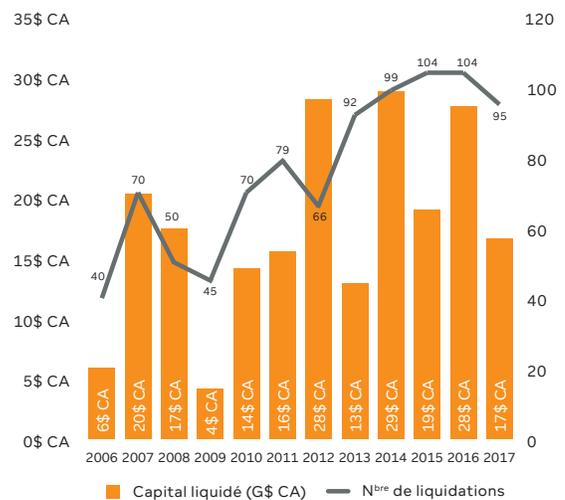
Marché canadien du capital d'investissement (nombre) par secteur*



Comme nous l'avions prédit dans nos *Perspectives 2017*, la tension concurrentielle sur le marché s'est poursuivie et a eu des répercussions sur les transactions de disposition et les transactions complémentaires.

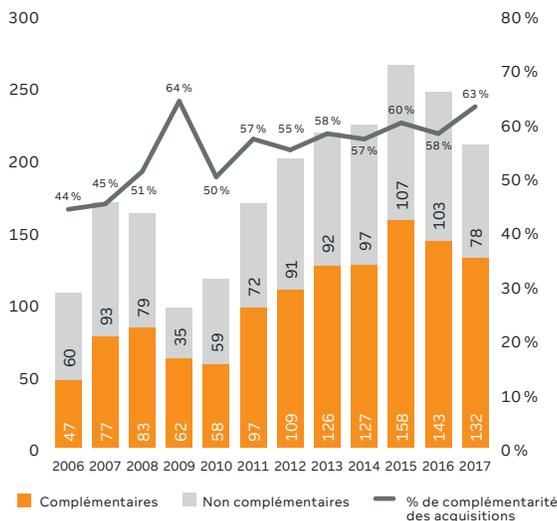
Nous continuons de constater un nombre solide de dispositions de capital d'investissement malgré une diminution par rapport à 2016. La valeur totale des dispositions en 2017 a chuté, passant de 27,58 milliards de dollars en 2016 à 16,62 milliards de dollars en 2017. L'augmentation du capital investi en 2017 et la valeur élevée des actifs conservés par les fonds illustrent la confiance continue qu'entretiennent les fonds de capital d'investissement quant à la capacité du marché de produire des rendements et d'offrir de possibles occasions de disposition à l'avenir. Davantage de transactions secondaires entre les fonds et un regain du marché des PAPE continueront de procurer aux fonds plusieurs options de disposition pour atteindre les rendements souhaités en 2018.

Dispositions soutenues par du capital d'investissement au Canada par année*



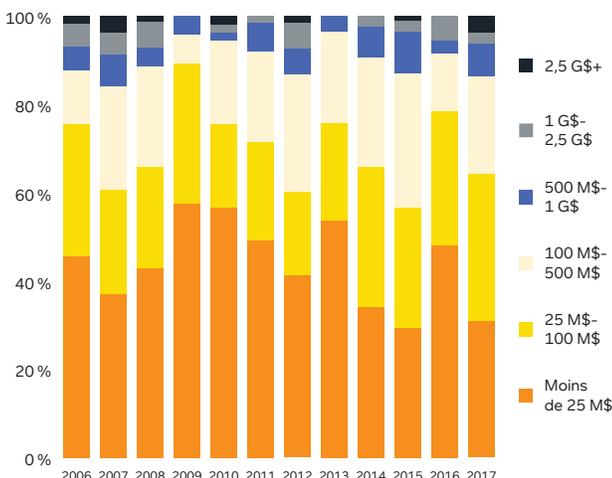
L'activité complémentaire des fonds de capital d'investissement a une fois de plus augmenté par rapport à l'activité transactionnelle globale, représentant 63 % de toutes les transactions de capital d'investissement au Canada. L'approche de plateforme de capital d'investissement continue de permettre aux acheteurs financiers d'être compétitifs, alors que les synergies contribuent à combler l'écart d'évaluation dans un marché concurrentiel.

Acquisitions complémentaires au Canada par année *



Les perspectives 2018 semblent indiquer que l'accent continuera d'être mis sur les transactions complémentaires du marché intermédiaire, alors que les fonds continuent d'édifier des plateformes dans ce segment du marché. Le nombre de transactions à l'extrémité supérieure du marché devrait aussi augmenter, les fonds disposant de liquidités considérables en quête d'investissement.

Transactions de capital d'investissement (nombre) au Canada par valeur (G\$ CA)*



Fonds à long terme

Les fonds à long terme se sont multipliés au cours des dernières années, et cette tendance se poursuit en 2018.

Les fonds à long terme écartent la durée de vie traditionnelle de 10 ans d'un fonds et la période de détention d'investissement de 3 à 5 ans qui constituent les caractéristiques dominantes de la majorité des fonds d'acquisition en immobilisant les investisseurs pendant 15 à 20 ans (ou davantage) et en détenant jusqu'à 10 ans chaque investissement.

Ces fonds, qui ont été lancés par des acteurs chevronnés du domaine du capital d'investissement et par quelques nouveaux entrants au Canada, aux États-Unis et à l'étranger, facturent généralement des frais de gestion plus faibles aux investisseurs (1 % au lieu de 2 %) et procurent à leurs dirigeants une période plus longue pendant laquelle ils peuvent amasser de la valeur pour les investisseurs en tirant parti du potentiel futur des sociétés, l'occasion d'offrir des partenariats à long terme aux porteurs d'actions qui réinvestissent ainsi qu'un échancier et une stratégie de disposition plus souples. Les rendements ciblés de plusieurs fonds à long terme ont cependant eu tendance à se situer autour ou à peine au-dessus de 10 % plutôt qu'aux rendements de 20 % ou plus que ciblent les fonds d'acquisition traditionnels, quoique certains promoteurs estiment qu'il n'est pas nécessaire de sacrifier le rendement. De plus, la durée de vie plus longue de ces fonds fait augmenter la période qui s'écoule entre les démarches d'obtention de capitaux, permettant aux dirigeants de passer plus de temps à rechercher de nouveaux investissements et à aider les sociétés du portefeuille à croître, ce qui constitue la véritable valeur qu'ils offrent aux investisseurs.

Les investisseurs qui recherchent une moins grande volatilité, quoiqu'avec des rendements acceptables, sont de plus en plus enclins à investir dans des fonds dont l'horizon de placement est plus long. Bon nombre de ces investisseurs sont des fonds souverains, des caisses de retraite publiques et privées, des sociétés d'assurance, des «family offices», des fondations universitaires et d'autres grands investisseurs institutionnels ayant eux-mêmes de longs horizons d'investissement. Ces investisseurs ne sont généralement pas intimidés par l'illiquidité inhérente à ces fonds et, d'ailleurs, bon nombre d'entre eux ont commencé il y a plusieurs années à faire leurs propres investissements directs de capital d'investissement avec des périodes de détention similaires. Par conséquent, ces fonds adoptent un modèle d'investissement à long terme avec lequel ces investisseurs institutionnels sont déjà très familiers. De plus, ils offrent à tous les investisseurs une solution de rechange, dans la vaste gamme de produits de capital d'investissement, se situant entre des fonds d'acquisition à court terme traditionnels et du capital permanent.

Même si les fonds à long terme demeurent, à tout le moins pour l'instant, un créneau dans l'ensemble des fonds d'acquisition, ils continueront probablement de saisir une part croissante de l'important bassin de capital qui continue d'être affecté au capital d'investissement.

Family Offices

Le goût croissant par les *family offices* d'effectuer des investissements directs plutôt que des investissements indirects par l'entremise de fonds intermédiaires constitue une autre tendance émergente dans l'industrie du capital d'investissement.

Les *family offices* sont de plus en plus considérés comme des concurrents des fonds de capital d'investissement traditionnels et des acquéreurs stratégiques, particulièrement dans les tranches inférieures et intermédiaires du marché. Un nombre important de *family offices* disposent maintenant à l'interne d'équipes ayant la capacité d'effectuer des investissements directs, qu'elles peuvent réaliser seules ou conjointement avec un ou plusieurs autres investisseurs.

Cela reflète une tendance plus générale de *family offices* qui cherchent à investir dans d'autres actifs produisant des taux de rendement plus élevés que les investissements publics traditionnels. Alors que les *family offices* continuent de rechercher ces investissements privés, ils veulent de plus en plus éviter les frais de gestion et l'intérêt passif (« *carried interest* ») qui seraient réclamés s'ils investissaient par l'entremise d'un fonds de capital d'investissement. De plus, ils sont souvent en mesure de détenir des investissements à long terme et préféreraient éviter les périodes de détention déterminées (voir plus haut) imposées par un fonds de capital d'investissement traditionnel. Cette capacité d'investir à long terme peut aussi rendre les *family offices* attrayants pour les vendeurs qui recherchent un investisseur comme partenaire de leur entreprise.

Pour de nombreux *family offices*, la prise d'un rôle direct dans les investissements est compatible à l'entrepreneuriat qui a généralement au départ produit les actifs d'une famille. Le défi le plus important pour bon nombre de ces cabinets consiste à générer un volume suffisant de transactions (dans un marché très peuplé et concurrentiel) pour justifier le coût de maintien d'une équipe qui peut réaliser des transactions directes de la même manière qu'un fonds de capital d'investissement. Toutefois, nous voyons de plus en plus de *family offices* qui sont en mesure d'utiliser leur profil et leurs perspectives distincts pour trouver des occasions d'investissement. Par conséquent, nous prévoyons que les *family offices* continueront de jouer un rôle important dans le marché des actifs privés pendant encore de nombreuses années.

La hausse des co-investissements

Le début de 2018 a montré que la mobilisation de capitaux d'investissement continue de gonfler. Par ailleurs, ceux qui investissent dans les fonds de capital d'investissement traditionnels continuent de rechercher des solutions de rechange pour rehausser les rendements – d'où le co-investissement.

Dans l'industrie, les médias font grand cas du fait que les commanditaires cherchent à réduire les frais de gestion à payer. Toutefois, peu d'investisseurs sont enclins à édifier l'infrastructure interne nécessaire pour effectuer seuls des investissements directs. La capacité de conclure des co-investissements offre un bon compromis aux investisseurs. Le sondage *Assante Survey* du quatrième trimestre de 2017 indique que plus de 80 % des investisseurs recherchent des occasions de co-investissement et que la moitié de ceux-ci co-investiraient avec des promoteurs de fonds dans lesquels ces investisseurs n'ont pas investi. En fait, *PitchBook* a indiqué que l'activité de capital d'investissement aux États-Unis avec la participation de commanditaires a continué d'augmenter au cours des 10 dernières années.

Activité du marché américain du capital d'investissement avec participation de commanditaires* (au 31 janvier 2018)



Les co-investissements comportent de nombreux avantages parce qu'ils :

- sont généralement effectués sans frais ni intérêt passif;
- permettent une solution de rechange au déploiement de vastes montants de capitaux des investisseurs affectés au capital d'investissement;
- permettent aux investisseurs qui désirent être davantage exposés aux marchés émergents ou

à des secteurs donnés de le faire aux côtés d'un commandité expérimenté;

- créent des occasions pour les investisseurs d'approfondir leur relation avec un commandité en travaillant à ses côtés;
- créent pour les investisseurs des occasions d'élargir leurs relations avec des commandités dans les fonds desquels ils n'ont pas d'investissements à l'heure actuelle.

Même si les investisseurs sont clairement davantage intéressés au coinvestissement, il est peu probable que le co-investissement remplace l'intérêt des investisseurs à l'égard des investissements dans des fonds. Le marché soutenu et fébrile de la levée de capitaux reflète l'appétit apparemment insatiable pour des investissements dans des fonds de capital d'investissement. Le groupe d'investisseurs pouvant constituer des co-investisseurs viables est restreint en raison de plusieurs facteurs. Premièrement, les commandités désirent des coinvestisseurs qui peuvent facilement conclure une transaction. Ainsi, un co-investisseur doit munir son équipe de suffisamment de membres pour découvrir des occasions de coinvestissement, en faire la vérification diligente et l'exécuter rapidement. Bien que cela ne soit pas aussi coûteux que de doter un bureau complet d'un commandité, les investisseurs n'ont pas tous la volonté ou la capacité de consacrer ce temps et ces dépenses considérables. Deuxièmement, les rendements sans frais attrayants peuvent être assortis d'un prix. Selon la taille du co-investissement, l'investissement direct dans une société du portefeuille peut constituer un risque plus concentré que celui qu'un investisseur souhaiterait normalement courir. Troisièmement, pour les investisseurs qui connaissent bien les investissements dans des fonds et qui sont outillés pour en faire, le marché offre d'autres solutions pour les aider à augmenter leurs rendements et à diversifier leurs risques, solutions qui ne comportent pas le coût et les risques inhérents au co-investissement. La récente levée de capitaux réussie de fonds de coinvestissement n'en constitue qu'un exemple

La réforme fiscale américaine: Incidences sur le capital d'investissement¹

Le président des États-Unis a sanctionné la *Tax Cuts and Jobs Act of 2017* (la « Loi ») le 22 décembre 2017. L'effet de la Loi sur les aspects économiques des transactions américaines et internationales sera vraisemblablement d'une grande ampleur, de nombreux aspects ne pouvant pas encore être quantifiés.

1 Les avocats de McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l. n'exercent pas en droit américain et les observations présentées aux présentes sont fondées sur leur expérience de la structuration d'opérations transfrontalières.

De façon générale, la Loi apporte les modifications suivantes, qui revêtent une pertinence particulière pour les investisseurs de capital d'investissement :

Réduction du taux d'imposition du revenu des sociétés

Le taux d'imposition fédéral américain du revenu des sociétés a été réduit considérablement, faisant passer le taux marginal le plus élevé de 35 % à 21 %. Cette réduction pourrait faire en sorte qu'il est préférable que certains investissements soient détenus dans une société imposable qui paie le taux inférieur sur son revenu, plutôt que dans une entité intermédiaire (comme une société de personnes ou une société à responsabilité limitée), où le revenu est transféré avant impôt aux investisseurs en amont. Divers facteurs détermineront la structure qui est la plus fiscalement efficace pour un investissement donné, y compris la possibilité de bénéficier de la nouvelle déduction de 20 % mentionnée ci-après. Lorsque l'on évalue des structures d'opérations transfrontalières et l'endettement transfrontalier, il faut tenir compte des taux d'imposition effectifs consolidés (des états et fédéraux).

Déduction de 20% sur le revenu de certaines entités intermédiaires

Les investisseurs qui sont propriétaires d'entreprises américaines dans des entités intermédiaires, à l'exception de certaines entreprises d'investissement, de gestion des placements et de services, pourraient être admissibles à une déduction correspondant à 20 % du « revenu d'entreprise admissible » (*qualified business income*) gagné aux États-Unis par l'entremise d'une entité intermédiaire. La possibilité de bénéficier de cette déduction sera pertinente pour déterminer si une structure intermédiaire est plus fiscalement efficace qu'une société qui détient l'entreprise et paye le taux réduit d'imposition des entreprises de 21 %. En vertu de la Loi, la déduction est offerte seulement jusqu'en 2025.

La participation passive demeure admissible au taux de 20 %

Malgré certaines prévisions selon lesquelles la Loi éliminerait le taux de 20 % sur les gains en capital à long terme dont bénéficient les fonds de capital d'investissement sur la participation passive, les nouvelles règles préservent essentiellement l'avantage. La Loi impose une nouvelle « période de détention » de trois ans pour les investissements détenus par un fonds recevant un intérêt passif pour être admissible au taux réduit. La vente d'un investissement qui n'est pas détenu depuis au moins trois ans est imposée au taux d'imposition sur le revenu ordinaire, soit une différence de 17 % (20 % par rapport à 37 %).

Limites à la déductibilité des intérêts

La Loi limite la déductibilité des intérêts par une entreprise à 30 % du bénéfice avant intérêts, impôts et amortissement (BAIIA) jusqu'à 2021, et par la suite à seulement 30 % du bénéfice avant intérêts et impôts (BAII). Cette limite s'applique aux investissements existants et aux nouveaux investissements, sans droits acquis ni période d'application graduelle, et s'applique tout autant aux dettes auprès de tiers qu'aux dettes auprès d'une partie liée. Certains investisseurs immobiliers peuvent choisir un régime différent. Le changement fera augmenter le coût global du capital pour les investisseurs, mais dans le cas de structures d'entreprises, il sera compensé en tout ou en partie par le taux d'imposition réduit de 21 %. Il peut valoir la peine d'envisager des alternatives au financement par emprunt (p. ex. des structures par actions privilégiées ou par billets convertibles).

Comptabilisation en charges immédiate à 100 % des biens admissibles

Les contribuables pourront déduire immédiatement 100 % du coût des actifs imposables amortissables, notamment ceux qui sont acquis auprès d'un tiers vendeur. La règle est facultative, ce qui permet d'éviter la création de pertes d'exploitation nettes excédentaires qui pourraient être enfermées dans les limites de refus de déduction de pertes. Cette déduction est possible pour les biens corporels nouveaux et usagers, ce qui signifie que lorsqu'un fonds acquiert une nouvelle entreprise au moyen d'une transaction d'actifs (y compris comme transaction d'actifs synthétiques pour l'application du Internal Revenue Code des États-Unis), une grande partie des actifs sera admissible à la comptabilisation en charges à 100 % au moment de l'achat. Cela pourrait rendre les transactions d'actifs plus attrayantes pour les acheteurs.

Il semble improbable que le Canada suive les États-Unis en effectuant sa propre réforme fiscale importante. Dans son allocution au Forum économique mondial à Davos le 23 janvier 2018, le premier ministre Justin Trudeau a indiqué clairement que le Canada ne suivrait pas l'exemple de la réforme fiscale américaine.

Les changements qui précèdent et les autres changements imposés par la Loi auront probablement un effet immédiat sur les investissements transfrontaliers. Les partisans de la Loi ont salué la réforme, considérant qu'il s'agit d'un moyen d'améliorer la compétitivité américaine et d'encourager l'investissement dans ce pays. Pour le Canada, qui a bénéficié de faibles taux d'imposition des entreprises par rapport aux États-Unis pendant de nombreuses années, la Loi est susceptible de transformer l'environnement à deux égards : a) en le rendant plus compétitif pour l'investissement canadien aux États-Unis et b) en faisant en sorte qu'il soit

plus important d'envisager un levier et d'autres stratégies pour minimiser le revenu imposable des sociétés de portefeuille de capital d'investissement canadiennes et des sociétés cibles canadiennes.

Ressources naturelles

Deux histoires différentes se sont déroulées pour le capital d'investissement dans le secteur des ressources naturelles au Canada en 2017. Tandis que l'intérêt provenant des fonds de capital d'investissement axés sur l'énergie a diminué, il y a eu davantage de concurrence pour les actifs de la part des fonds axés sur les mines. Nous estimons que cette tendance se poursuivra en 2018.

Les marchés des capitaux dans le secteur minier ont quelque peu ressuscité en 2017 grâce à plusieurs PAPE, dont celui de l'exploitant de mines de zinc Nexa Resources S.A. Même avec cette renaissance partielle, le capital d'investissement continue d'être une possibilité viable pour les sociétés minières qui recherchent des investissements et qui veulent monétiser des actifs. Sauf quelques exceptions, les investisseurs stratégiques ne se sont pas pleinement impliqués dans le secteur pour reconstituer leurs actifs de croissance et les fonds de capital d'investissement conservent toujours l'occasion d'offrir des liquidités et du financement pour les actifs de qualité. Alors que certains des plus importants fonds de capital d'investissement axés sur les mines ont cessé leurs activités en 2017, les fonds axés sur des transactions de plus petite taille et sur le financement alternatif, comme dans le domaine du [recyclage] du métal, continuent de trouver des occasions.

L'intérêt du capital d'investissement pour le secteur de l'énergie a quelque peu reculé en 2017, notamment de la part des fonds étrangers, dont certains ont fermé leurs bureaux canadiens. Dans le secteur canadien de l'énergie, la mode était généralement à la liquidation et à la restructuration. Toutefois, bien que les fonds étrangers aient fait preuve d'un intérêt atténué, les fonds canadiens de capital d'investissement continuent d'être une source de financement pour les sociétés du secteur de l'énergie avec des actifs performants. Cela s'explique particulièrement par le fait que les marchés des capitaux pour les sociétés de l'énergie continuent d'être difficiles.

** Sources pour tous les graphiques : Pitchbook Data, Inc. et analyse de McCarthy Tétrault*

À propos de McCarthy Tétrault

McCarthy Tétrault offre une vaste gamme de services juridiques et fournit des conseils dans le cadre de mandats complexes et d'envergure concernant des intérêts canadiens et internationaux. Le cabinet jouit d'une forte présence dans les principaux centres de commerce du Canada, de même qu'à New York et à Londres.

Fort d'une approche intégrant la pratique juridique et la prestation de services novateurs, le cabinet est en mesure de mobiliser ses compétences, ses connaissances sectorielles et sa vaste expérience du droit pour aider ses clients à atteindre les résultats qui leur importent.

**mccarthy
tétrault**

Pour toute demande de renseignements,
veuillez communiquer avec :



Mark Adkins

Associé directeur, bureau de New York
madkins@mccarthy.ca
646-940-8966



Matthew Cumming

Associé, coleader du groupe capital-investissement
mcumming@mccarthy.ca
416-601-7744



Shevaun McGrath

Associée, coleader du groupe capital-investissement
shmcgrath@mccarthy.ca
416-601-7970



Jonathan See

Associé, coleader du groupe capital-investissement
jsee@mccarthy.ca
416-601-7560



Patrick M. Shea

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



Shea Small

Associé, coleader du groupe industrie minière
ssmall@mccarthy.ca
416-601-8425