2022

Rapport sur les éléments clés d'une opération : financements par capital de risque

Auteurs : Michael Grantmyre et Ryan Unruch

OSLER

Table des matières

Introduction	3
Aperçu général	14
Renseignements sur les évaluations et les investissements	24
Renseignements sur la structure des financements	31
Renseignements sur les modalités de financement	45

Le *Rapport sur les éléments clés d'une opération : financements par capital de risque* présente uniquement des renseignements de nature générale et n'a aucunement valeur de conseils juridiques ou d'autres conseils professionnels. Nous vous recommandons de demander des conseils adaptés à votre situation particulière. Pour en savoir plus, veuillez vous adresser au groupe des sociétés émergentes et à forte croissance d'Osler à emergingcompanies@osler.com.

Introduction

Voici le deuxième rapport annuel exhaustif d'Osler, Hoskin & Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l. traitant des opérations de financement par capital de risque et par capital de croissance dans l'écosystème des sociétés émergentes et à forte croissance.

En 2022, les gros titres et le sentiment du marché ont brossé un tableau tumultueux des marchés de la technologie et du capital de risque sur fond de hausse des taux d'intérêt, ce qui a entraîné une augmentation du coût du capital, une diminution des dépenses de consommation et une réduction de la croissance des investissements des entreprises. Malgré cela, en 2022, Osler a représenté des clients du secteur des sociétés émergentes et à forte croissance dans le cadre de 301 opérations de financement par actions privilégiées d'une valeur globale d'environ 4,01 milliards de dollars américains, ce qui reflète des signes impressionnants de croissance, de renouvellement et de résilience dans l'écosystème. Dans le même temps, Osler a continué d'étendre l'empreinte nationale de son groupe Sociétés émergentes et à forte croissance, y compris dans la province de Québec et les provinces des Prairies au Canada. De nombreuses autres personnes ont partagé notre optimisme quant à la performance et au potentiel de l'écosystème en 2022, y compris l'Association canadienne du capital de risque et d'investissement (CVCA), qui a noté que « [Traduction libre] en 2022, le marché canadien du capital de risque a enregistré, en termes de nombre et de valeur des transactions, des résultats qui se situent au deuxième rang des résultats les plus élevés jamais enregistrés, malgré les incertitudes du marché » et a souligné le renouvellement de l'écosystème, mis en évidence par l'activité soutenue des investisseurs en capital de risque et le nombre de financements de début de croissance qui ont été réalisés au cours de 2022.

Compte tenu de la toile de fond et du contexte susmentionnés, le *Rapport sur les éléments clés d'une opération : financements par capital de risque* présente la synthèse des données de 353 opérations de financement par capital de risque et par capital de croissance sous forme d'actions privilégiées réalisées par Osler de 2020 à 2022, totalisant plus de 6,13 milliards de dollars américains. Il importe de signaler que ces 353 financements constituent un échantillon aléatoire représentant une fraction de l'important volume global d'opérations de financement réalisées par Osler. Au cours de 2020 à 2022, Osler a représenté des clients du secteur des sociétés émergentes et à forte croissance dans le cadre de 837 opérations de financement par actions privilégiées d'une valeur globale d'environ 11,98 milliards de dollars américains. Au cours de la même période, Osler a également participé à des centaines d'opérations de financement comportant l'émission de titres convertibles (comme les accords d'investissement rapide visant des titres de capitaux propres futurs — dits SAFE pour *Simple Agreements for Future Equity* — ou les billets à ordre convertibles), opérations qui n'ont pas été incluses dans notre *Rapport sur les éléments clés d'une opération*. Cet important volume d'opérations, combiné à la position d'Osler en tant que conseiller juridique canadien de premier ordre pour les clients du secteur des sociétés émergentes et à forte croissance, sont des facteurs clés de notre capacité exceptionnelle à produire un rapport tel que le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*. Dans le *Global Private Equity Legal Review ; Full Year 2022* de Refinitiv, par exemple, Osler s'est classé au septième rang mondial parmi les conseillers juridiques de sociétés financées par capital de risque en fonction du nombre de tours et au dixième rang mondial parmi les conseillers juridiques de sociétés financées par capital de risque en fonction de la valeur des tours, et a été le conseiller juridique canadien le mieux classé parmi les dix premiers au monde pour ces classements.

Le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* est unique en son genre au Canada en ce qu'il s'appuie non seulement sur des données du domaine public ou des données provenant de tiers, mais aussi sur les données confidentielles anonymisées dont Osler dispose. Il offre ainsi au lecteur un accès privilégié à des données détaillées sur les opérations de financement qui vont au-delà de celles qui peuvent être compilées à partir de sources accessibles au public. Chez Osler, nous avons entrepris de publier le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, car nous sommes d'avis que tous les intervenants de l'écosystème des sociétés émergentes et à forte croissance devraient avoir accès à ces données. Pour ce faire, le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* contient des données sur les opérations de financement extraites de sources qui n'ont pas été publiées, telles que les sommaires des modalités, les conventions de souscription, les conventions entre actionnaires et les documents relatifs aux opérations de placement secondaire. S'agissant de données brutes tirées d'opérations de financement réalisées par Osler à l'échelle du pays, les auteurs du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* sont en mesure d'interpréter et de contextualiser les renseignements qui s'en dégagent, ayant eux-mêmes assisté directement aux opérations de financement en question. Il en résulte une compréhension approfondie et une fiabilité accrue des conclusions.

Le Rapport sur les éléments clés d'une opération offre également l'occasion de présenter certains clients d'Osler en retraçant le parcours inspirant de chacun, y compris la façon dont ces clients, malgré des conditions difficiles sur le marché, ont été en mesure de réunir des capitaux et de continuer à prospérer. Nous sommes sincèrement reconnaissants du soutien et de la confiance que nous témoignent ces clients et l'ensemble de la clientèle d'Osler. Chez Osler, nous avons la chance de représenter des entrepreneurs et des sociétés émergentes et en croissance qui couvrent un large éventail de secteurs fondés sur le savoir, en leur offrant un soutien à chacune des étapes de leur vie et en leur fournissant des conseils juridiques sur un large éventail de questions et d'exigences en cours de route (découvrez des exemples de réussite chez les sociétés émergentes et à forte croissance clientes d'Osler). Nous sommes fiers de faire partie de leur parcours, qui, à son tour, s'inscrit dans le cadre plus large de l'écosystème canadien résilient des sociétés émergentes et à forte croissance ; ce secteur connaît une croissance fulgurante et un succès retentissant et continue de créer des emplois et d'être source d'innovation et de croissance économique partout au pays, en plus d'attirer d'importants investissements nationaux et étrangers. Il est important de noter que l'un des objectifs de la présente édition du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* est de comprendre les conséquences de l'ensemble des changements sur les marchés financiers pour l'écosystème des sociétés émergentes et à forte croissance lui-même. Nous sommes ravis d'explorer les données relatives à cette situation avec les lecteurs de la présente édition du *Rapport sur les éléments clés d'une opération*.

Enfin, mentionnons qu'il existe plusieurs autres points de données qui, à nos yeux, méritent d'être suivis et ont leur pertinence pour le marché, mais qui n'ont pas été inclus dans l'édition de cette année. Nous entendons mettre à jour le contenu et inclure les points de données dont nous assurons le suivi dans les prochaines éditions du *Rapport sur les éléments clés d'une opération*. Dans l'intervalle, n'hésitez pas à communiquer avec les avocats de notre groupe Sociétés émergentes et à forte croissance, présents dans nos bureaux à travers le pays, afin de discuter des conclusions de la présente édition du rapport. Nous sommes également ouverts aux demandes d'ajout de nouveaux points de données, qu'il serait intéressant d'inclure dans les prochaines éditions. Pour soumettre une telle demande, veuillez écrire à emergingcompanies@osler.com.

Faits saillants du *Rapport sur les éléments clés d'une opération*

- Malgré les incertitudes sur le marché en 2022, le nombre de tours baissiers a été inférieur à la moyenne des trois années (2020-2022) couvertes par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*. En 2022, 7 % de tous les tours de financement constituaient des tours baissiers, tandis que moins de 2 % de tous les tours constituaient des tours stables. Bien que ce résultat soit surprenant à la lumière des pressions macroéconomiques sur les marchés de la technologie et du capital de risque, nous pensons que le recours à des stratégies de financement relais par les entreprises en 2022 (point discuté plus loin) est directement corrélé à la rareté de tours de financement baissiers que nous avons observée en 2022.
- L'utilisation d'instruments financiers convertibles dans le cadre des financements a fortement augmenté en 2022, en particulier au sein des entreprises qui cherchaient à prolonger leur espérance de trésorerie afin de continuer à croître et, ainsi, d'obtenir une meilleure évaluation lors d'un éventuel financement par titres de capitaux propres. En fait, nos données montrent qu'il y a eu 30 % de tours de financement relais de plus en 2022 qu'en 2021.
- Parmi les entreprises qui ont réalisé un tour baissier au cours de la période de trois ans couverte par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération,* la plupart l'ont réalisé dans le cadre d'un financement à des étapes ultérieures (c.-à-d. série C, série D et suivantes). Ce constat est conforme à nos attentes en la matière, les financements à des étapes ultérieures étant réalisés par des entreprises dont les paramètres financiers et relatifs à la clientèle sont plus sensibles aux pressions du marché, ce qui, en retour, influe sur l'évaluation de l'entreprise et la demande des investisseurs. Ces données reflètent également les résultats des études sur les transactions réalisées aux États-Unis en 2022, comme en font foi le *Silicon Valley Venture Capital Survey – Fourth Quarter 2022* (en anglais seulement) publié par le cabinet Fenwick et *The Entrepreneurs Report Private Company Financing Trends* (en anglais seulement) publié par le cabinet Wilson Sonsini, qui ont montré que les entreprises émergentes américaines ont connu une forte augmentation du nombre de tours baissiers dans le cadre d'opérations de financement à des étapes ultérieures (série D et suivantes).

Les clients du groupe des sociétés émergentes et à forte croissance d'Osler font part de leur réussite

Depuis plus de dix ans, Osler est le conseiller de certains des fondateurs de sociétés émergentes et des investisseurs en phase de croissance les plus innovants et les plus importants du Canada, comme Waabi, Fable, Mercator AI et Qui Identity.

Lisez ces exemples de réussite

- Les données de 2020 à 2022 reflètent la normalisation continue des principales modalités de financement, à savoir un multiple de 1x sur les priorités en cas de liquidation de rang égal, aucun droit de participation, des clauses antidilution fondées sur la moyenne pondérée à base large, aucun droit de rachat et des dividendes non cumulatifs. On observe que les modalités de financement qui prévalent au Canada continuent de se modeler de plus en plus sur celles qui prévalent aux États-Unis, ce qui peut être attribuable à la participation massive d'investisseurs américains dans les opérations de financement canadiennes et à l'adoption de ces modalités, tant par les entreprises que par les investisseurs, à titre de pratiques exemplaires en matière de financement. En 2022, malgré l'évolution des conditions du marché, les modalités de financement susmentionnées ont continué à refléter les pratiques habituelles du marché, sans qu'il n'y ait de changement important ou de tendance vers des modalités qui seraient plus favorables aux investisseurs.
- La plus grande part des opérations de financement réalisées au Canada était des financements de début de croissance (c'est-à-dire des financements d'amorçage et de série A), comme l'ont noté dans leurs rapports certains autres observateurs canadiens, comme la CVCA dans son *Canadian Venture Capital Market Overview – 2022 Year in Review* (en anglais seulement).
- Les entreprises du secteur des technologies de l'information (y compris l'intelligence artificielle, les chaînes de blocs, les technologies de publicité, les technologies de l'éducation et la cybersécurité) comptent pour plus de 40 % des entreprises ayant réuni des capitaux au terme d'un tour de financement répertorié dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, tandis que les entreprises du secteur de la consommation et du commerce de détail occupent le deuxième rang en la matière, représentant 19 % des financements répertoriés.
- Au cours de la période de trois ans couverte par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, la plus forte augmentation du nombre d'opérations de financement par secteur a été enregistrée dans le secteur des technologies financières (augmentation de 5,89 %) et celui des technologies de l'information (augmentation de 4,65 %).
- Les entreprises ayant réuni des capitaux au terme d'un tour de financement répertorié dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* sont surtout concentrées en Ontario et en Colombie-Britannique, ces deux provinces comptant respectivement 56 % et 19 % de toutes les entreprises canadiennes nommées dans le rapport. Les niveaux élevés d'activité de capital de risque en Ontario et en Colombie-Britannique au cours de 2022 en particulier sont également reflétés dans le *Canadian Venture Capital Market Overview – 2022 Year in Review* (en anglais seulement) publié récemment par la CVCA. En outre, la CVCA a indiqué que les entreprises québécoises avaient reçu 25 % de tous les fonds de capital de risque investis au Canada en 2022. Compte tenu de cette croissance stimulante et de l'annonce très médiatisée des associés qui se sont récemment joints au groupe Sociétés émergentes et à forte croissance du bureau d'Osler à Montréal, nous nous attendons à ce que, dans la prochaine

édition du *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, les données de 2023 relatives aux opérations de financement réalisées au Québec fassent état d'augmentations substantielles.

- La proportion d'entreprises fondées par des femmes est en hausse constante, étant passée de 13,3 % en 2020 à 16,4 % en 2022. Dans l'ensemble, environ 15 % des opérations de financement répertoriées dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* ont été réalisées par des entreprises fondées par des femmes. En outre, en 2022, les entreprises fondées par des femmes ont été les plus nombreuses parmi les entreprises qui ont réuni des capitaux au terme d'un tour de financement de série A (19 %) et de série B (21 %), en nette hausse par rapport à 2021, où seulement 10 % des entreprises fondées par des femmes avaient réuni des capitaux au terme d'un tour de série A et 11 %, au terme d'un tour de série B.
- Le montant total des investissements (incluant les fonds remis à la clôture initiale et les investissements subséquents d'une même opération, le cas échéant), exprimé en dollars américains, selon le tour de financement, dans le cadre des opérations de financement réalisées en 2021 et en 2022 a fortement diminué pour toutes les entreprises à toutes les étapes de financement, mais en particulier pour les entreprises ayant réalisé des opérations de financement à des étapes ultérieures. De manière générale, ces résultats sont conformes à ceux qui ont été publiés dans le *Canadian Venture Capital Market Overview – 2022 Year in Review* (en anglais seulement) par la CVCA.
- Le délai nécessaire à la réalisation d'un financement, de la signature du sommaire des modalités à la date de clôture initiale, a augmenté en 2022 pour toutes les opérations de financement, toutes étapes confondues, dans un contexte d'incertitude accrue sur le marché.
- Là où les financements comportaient plusieurs clôtures en 2022, 31,1 % des fonds investis lors du tour étaient versés après la clôture initiale, en hausse par rapport à 25,5 % en 2021, ce qui est attribuable au fait que les entreprises ont souvent pris plus de temps pour établir leurs syndicats d'investisseurs, et les investisseurs ont eu besoin de plus de temps pour obtenir des approbations internes afin de réaliser des investissements dans un contexte de conditions de marché changeantes.
- Pour plus de 95 % des financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, la documentation contractuelle a été généralement préparée à l'aide des conventions types de la CVCA.
- Les données relatives à la proportion d'administrateurs désignés par les actionnaires privilégiés, d'administrateurs désignés par les actionnaires ordinaires et d'administrateurs indépendants au sein des conseils d'administration indiquent que la proportion d'administrateurs désignés par les actionnaires privilégiés a tendance à être de plus en plus grande lors des étapes de financement ultérieures. Les données révèlent une proportion moins grande d'administrateurs désignés par les actionnaires privilégiés lors des étapes de financement d'amorçage et de série A, reflétant souvent une consolidation accrue du contrôle des entreprises en question entre les mains du fondateur et des actionnaires ordinaires.

La proportion d'entreprises fondées par des femmes est en hausse constante, étant passée de 13,3 % en 2020 à 16,4 % en 2022. Dans l'ensemble, environ 15 % des opérations de financement répertoriées dans le Rapport sur les éléments clés d'une opération ont été réalisées par des entreprises fondées par des femmes.

Méthodologie et contexte

- Le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* repose sur l'examen de 353 opérations de financement par actions privilégiées, des financements d'amorçage jusqu'aux financements de série D et suivantes, réalisées par Osler entre 2020 et 2022. Ces financements par actions privilégiées incluent une petite part (environ 8 %) d'opérations concernant une entreprise américaine, lorsque les services d'un des bureaux canadiens d'Osler ont été retenus pour l'opération. Les opérations de financement par actions ordinaires ou prévoyant l'émission de titres convertibles (comme les accords d'investissement rapide visant des titres de capitaux propres futurs — dits SAFE pour *Simple Agreements for Future Equity* — et les billets à ordre convertibles) ont été exclues.
- La valeur totale de tous les investissements initiaux de tous les financements répertoriés s'élève à 5,7 milliards de dollars américains. La valeur totale des investissements aux termes des opérations de financement répertoriées, combinant les investissements initiaux et subséquents, s'élève à 6,13 milliards de dollars américains.
- Osler a agi à titre de conseiller juridique de l'entreprise dans environ les deux tiers des opérations de financement répertoriées dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, et de conseiller juridique de l'investisseur dans environ le tiers des opérations.
- Osler a recueilli et anonymisé les données tirées de documents de financement publics (lorsque des documents tels que les statuts de l'entreprise sont déposés publiquement) et non publics se rapportant à ces opérations, y compris des sommaires des modalités, des statuts, des conventions de souscription, des conventions entre actionnaires et des documents relatifs à des opérations de placement secondaire de titres.
- Comme il est indiqué ci-dessus, le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* répertorie des opérations de financement réalisées sur une période de trois ans. Nous pensons qu'en disposant de données historiques, au lieu de données portant sur une seule année (2022), le lecteur peut avoir un aperçu à long terme de l'évolution des tendances en matière de financement par capital de risque. En outre, nous pensons qu'en disposant de données couvrant une période de trois ans, le lecteur a accès à un plus vaste ensemble de données qui, à son tour, lui fournit des indications plus précises et plus instructives.

La valeur totale des investissements aux termes des opérations de financement répertoriées, combinant les investissements initiaux et subséquents, s'élève à 6,13 milliards de dollars américains.

Un solide écosystème stimule les entreprises canadiennes en phase de démarrage

Chad Bayne, fondateur et cochef du service Sociétés émergentes et à forte croissance d'Osler, présente les principales conclusions et tendances du *Rapport sur les éléments clés d'une opération*.

Regardez la vidéo

Ainsi, même si les données portant sur 2021 et 2020 dans la présente édition du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* se retrouvent dans l'édition précédente, nous estimons qu'il est essentiel de les présenter ici.

- Le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* est divisé en quatre sections, suivant l'ordre logique des conclusions : Aperçu général, Renseignements sur les évaluations et les investissements, Renseignements sur la structure des financements et Renseignements sur les modalités de financement.
- Le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* n'essaie pas de filtrer les données qui ne correspondent pas directement au concept d'« opération de financement par actions privilégiées typique ». Nous croyons qu'une perspective non filtrée et impartiale des modalités des opérations et des tendances doit être présentée au lecteur. Dans les cas où une ou plusieurs opérations ont faussé de façon importante les données dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, nous l'avons indiqué dans l'intérêt du lecteur.
- Il est largement reconnu que les marchés financiers et de nombreux secteurs, y compris le secteur des sociétés émergentes et à forte croissance, ont connu une période de changement en 2022, surtout par rapport aux résultats obtenus en 2021. Malgré cela, nous avons observé que de nombreuses modalités de financement, qui étaient considérées comme typiques en 2020 et en 2021, le sont restées en 2022. Nous pensons que cette situation découle de deux facteurs. D'abord, de nombreuses entreprises qui auraient pu être confrontées à la perspective de réaliser un tour baissier assorti de modalités moins favorables ont peut-être totalement reporté la réalisation d'un financement par titres de capitaux propres, ou ont décidé de réaliser un tour de financement relais (ou une extension de tour de financement) selon les mêmes modalités et la même évaluation que le tour précédent, ou d'émettre des instruments financiers convertibles (comme des SAFE ou des billets à ordre convertibles) pour éviter des évaluations ou des modalités de financement potentiellement pénalisantes. Ensuite, les entreprises qui ont pu obtenir de solides évaluations par rapport à leur évaluation antérieure et des modalités de financement avantageuses dans le contexte de financements par titres de capitaux propres sont allées de l'avant avec ces opérations, malgré les changements survenant à l'échelle du marché en 2022. Nous pensons qu'il est important d'attirer l'attention du lecteur sur ce qui précède afin de mettre en contexte bon nombre des graphiques présentés plus loin. Nous serons intéressés de voir si les données de 2023 qui seront présentées dans la prochaine édition du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* indiqueront des changements dans l'utilisation des modalités de financement typiques, car certaines entreprises pourraient être forcées de réaliser des tours de financement par titres de capitaux propres, quelles que soient les modalités proposées par les investisseurs.

- Compte tenu des changements macroéconomiques survenus sur le marché entre 2021 et 2022, nous pensons qu'il est essentiel, dans certains cas, de ventiler davantage les données pour le lecteur entre 2021 et 2022. Par conséquent, certaines données fournies dans la présente édition du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* font l'objet de graphiques supplémentaires comparant nos données de 2021 à celles de 2022.
- Dans un souci constant de faire du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* un outil pertinent et utile pour le lecteur, nous avons ajouté dans la présente édition de nouveaux graphiques illustrant des points de données sur des modalités et des tendances qui n'étaient pas couverts dans l'édition précédente.
- Tous les montants en dollars inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* concernant les opérations de financement qui n'étaient pas effectivement libellées en dollars américains ont été convertis en dollars américains selon le taux de change applicable publié par la Banque du Canada à la date de clôture du financement applicable. Dans la mesure où la date de clôture d'une opération de financement tombe un jour férié, le montant en dollars applicable a été converti en dollars américains selon le taux de change applicable publié par la Banque du Canada le prochain jour ouvrable.

À propos du groupe Sociétés émergentes et à forte croissance d'Osler

Le groupe Sociétés émergentes et à forte croissance d'Osler est formé d'individus passionnés par l'entrepreneuriat et l'art de favoriser le développement des sociétés en démarrage et en croissance. Osler est le seul cabinet d'avocats canadien à figurer dans la première tranche du classement Chambers Canada, et les membres de notre équipe, répartis dans des bureaux situés partout au pays, notamment à Toronto, Montréal, Vancouver, Ottawa et Calgary, sont impatients de partager leur expérience et leurs connaissances avec les entreprises émergentes afin de les aider à optimiser leur développement et d'assurer leur réussite à long terme.

Nous représentons des entrepreneurs et des sociétés émergentes et en croissance de nombreuses industries du savoir à l'échelle du pays, en les soutenant dès l'étape d'incubation et tout au long de leur croissance, et en soutenant les fonds de capital de risque, les fonds de capital de croissance et les fonds de capital-investissement qui les financent. Nous leur donnons des conseils juridiques sur un large éventail de sujets, y compris les obligations légales, qui s'appliquent aux entreprises en démarrage et à forte croissance – de la structuration d'entreprise ou fiscale aux questions touchant l'emploi et la rémunération, en passant par les ententes de financement, les conventions entre actionnaires et les stratégies relatives à la propriété intellectuelle – sujets qui nécessitent tous une compréhension approfondie du marché ainsi que des conseils d'expert.

Le cabinet représente plus de 1 500 investisseurs de capital de risque et sociétés en démarrage, en croissance ou à un stade avancé partout au Canada, aux États-Unis et ailleurs dans le monde. Au cours des quatre dernières années, nous avons agi dans plus de 1 000 financements providentiels, en capital de risque et en capital-investissement. En 2022, malgré les contrecoups des changements et des pressions sur le marché, Osler a fourni des conseils dans le cadre de 301 opérations de financement par actions privilégiées qui ont permis à des sociétés émergentes et à forte croissance de réunir plus de 4,01 G$ US. Bon nombre d'entre elles sont présentées dans les données formant la base de ce rapport. Au cours de la même période, Osler a également participé à des centaines d'opérations de financement comportant l'émission de titres convertibles (comme les accords d'investissement rapide visant des titres de capitaux propres futurs — dits SAFE pour *Simple Agreements for Future Equity* — ou les billets à ordre convertibles), opérations qui n'ont pas été répertoriées dans notre *Rapport sur les éléments clés d'une opération*.

Les contributeurs

Chad Bayne
Cochef et associé,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

cbayne@osler.com
416.862.4708

Mark Longo
Cochef et associé,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

mlongo@osler.com
778.785.2746

Nathalie Beauregard
Associée,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

nbeauregard@osler.com
514.904.8121

Manveer S. Bisla
Avocat-conseil,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

mbisla@osler.com
604.692.2708

Jean-Nicolas Delage
Associé,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

jndelage@osler.com
514.904.5644

Justin Dharamdial
Associé,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

jdharamdial@osler.com
416.862.4210

Jacques Du Plessis
Associé,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

jduplessis@osler.com
778.785.2743

Shahir Guindi, Ad. E.
Coprésident national

sguindi@osler.com
Mtl: 514.904.8126
To: 416.862.6650

Christian Jacques
Associé,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

cjacques@osler.com
514.904.5377

David Jamieson
Associé,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

djamieson@osler.com
416.862.4853

Gary Marshall
Associé,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

gmarshall@osler.com
416.862.6471

Natalie Munroe
Chef d'Osler à
l'œuvre – Services
transactionnels et
opérations juridiques

nmunroe@osler.com
613.787.1104

André Perey
Associé,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

aperey@osler.com
416.862.6775

Chima Ubani
Associé,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

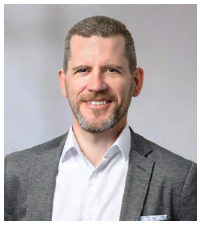
cubani@osler.com
514.904.5803

Ed Vandenberg
Associé,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

evandenberg@osler.com
613.787.1110

Laura Webb
Associé,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

lwebb@osler.com
778.785.2747



Justin D. Young
Associé,
Sociétés émergentes
et à forte croissance

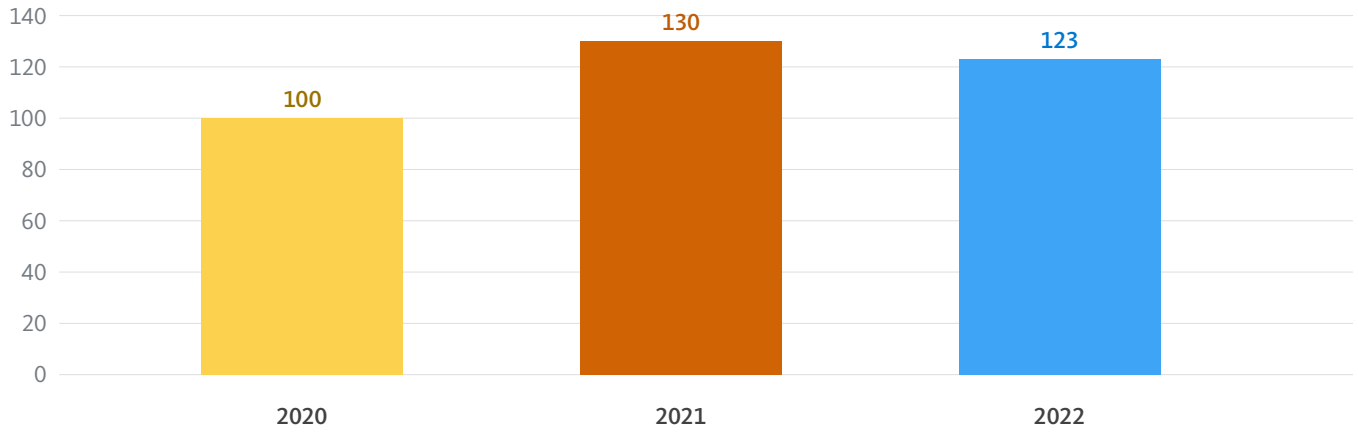
jyoung@osler.com
778.785.2748

1

Aperçu général

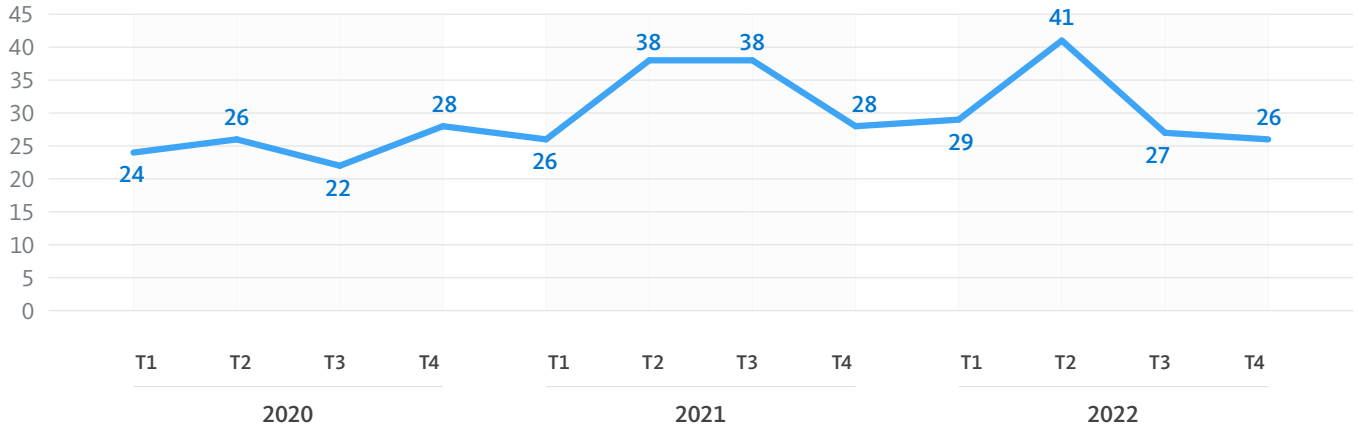
Opérations de financement totales

Le graphique qui suit indique le nombre de financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération.*



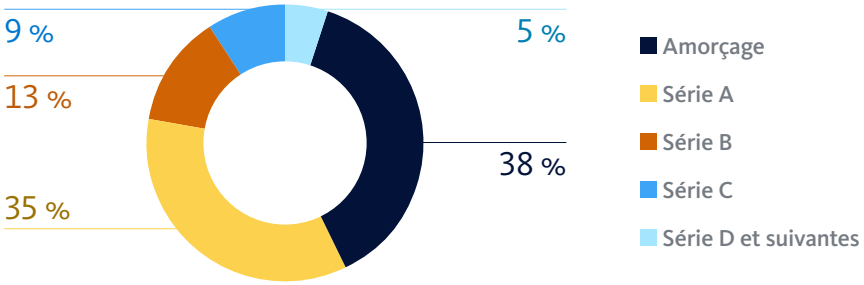
Opérations de financement totales, par trimestre

Le graphique qui suit présente le nombre de financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération,* par trimestre.



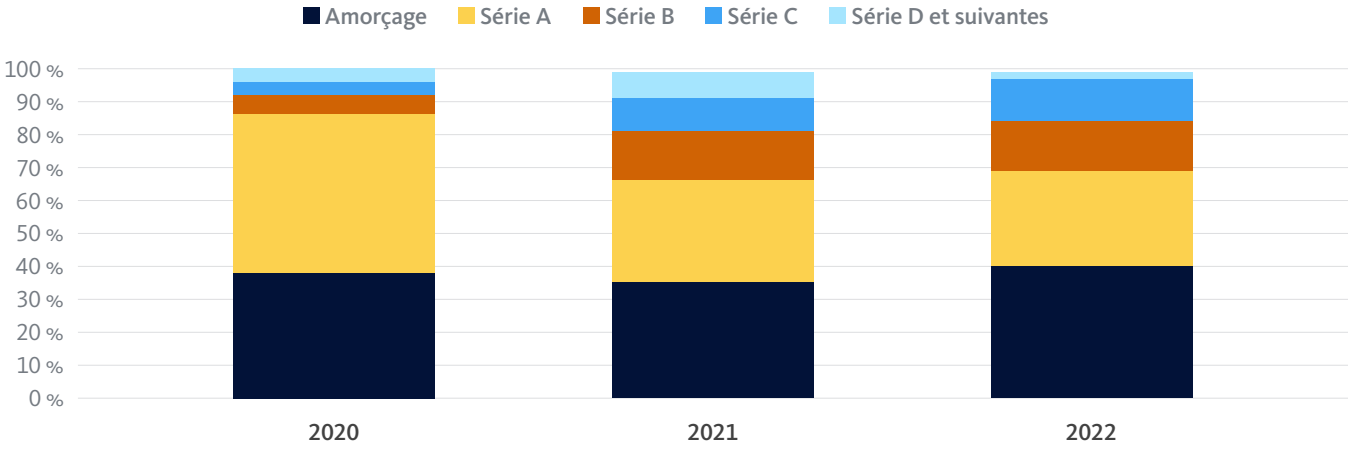
Répartition des opérations de financement, selon le tour de financement

Le graphique qui suit présente la répartition globale des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, selon le tour de financement (c.-à-d., amorçage, série A, série B, série C, série D et suivantes).



Nombres d'opérations de financement, par année et selon le tour de financement

Le graphique qui suit présente la répartition globale des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, par année et selon le tour de financement (c.-à-d., amorçage, série A, série B, série C, série D et suivantes). Nous constatons que l'année 2022 a suivi une tendance similaire à celle des trois années couvertes par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, les opérations de financement d'amorçage et de série A ayant été les plus nombreuses parmi toutes les opérations de financement au Canada.



Emplacement des émetteurs

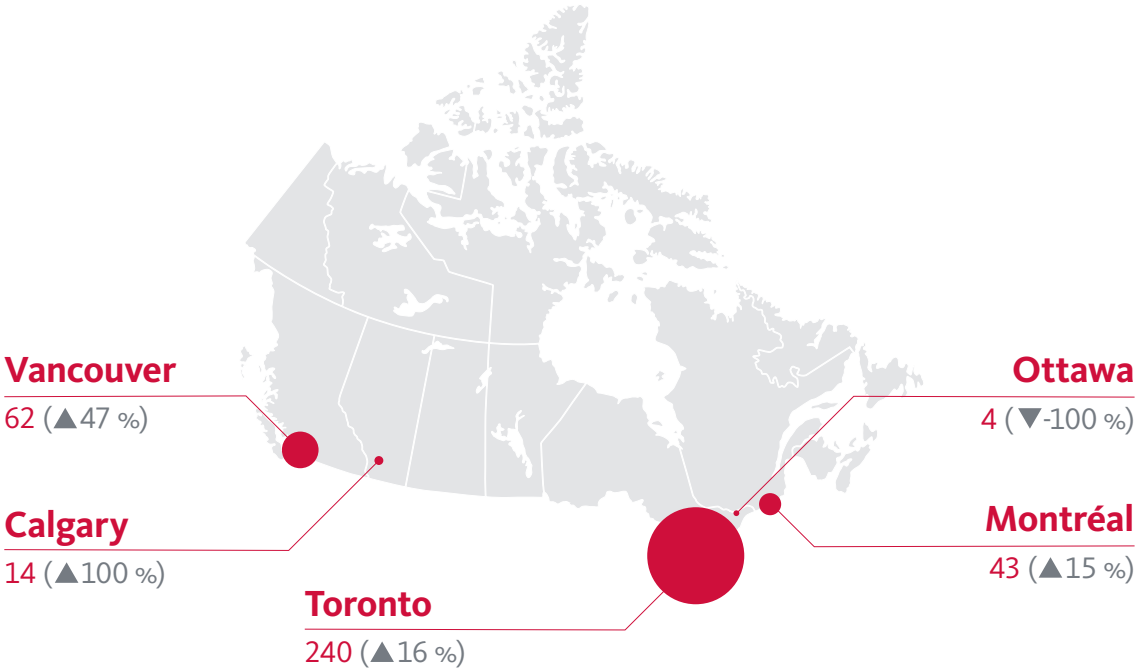
Le tableau qui suit indique l'emplacement des émetteurs ayant réalisé les financements canadiens inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, exprimé en pourcentage de l'ensemble des émetteurs canadiens inclus.

La tendance en 2022 était similaire à la moyenne des trois années couvertes par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, avec les plus fortes concentrations en Ontario et en Colombie-Britannique. Les données présentées dans le tableau ci-dessous montrent également une augmentation du nombre de financements réalisés en Alberta, ce qui reflète l'expansion du groupe Sociétés émergentes et à forte croissance du bureau d'Osler à Calgary, qui représente de plus en plus de clients en Alberta et, conjointement avec nos groupes de Vancouver et de Toronto, dans les autres provinces des Prairies. En outre, la CVCA a indiqué que les entreprises québécoises avaient reçu 25 % de tous les fonds de capital de risque investis au Canada en 2022. Compte tenu de cette croissance stimulante et de l'annonce très médiatisée des associés qui se sont récemment joints au groupe Sociétés émergentes et à forte croissance du bureau d'Osler à Montréal, nous nous attendons à ce que, dans la prochaine édition du *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, les données de 2023 relatives aux opérations de financement réalisées au Québec fassent état d'augmentations substantielles.

Province	Ontario	Québec	Colombie-Britannique	Provinces de l'Atlantique	Manitoba	Saskatchewan	Alberta
Pourcentage d'émetteurs (2022 seulement)	53 %	10 %	21 %	3 %	1 %	2 %	11 %
Pourcentage d'émetteurs (total pour 2020 à 2022)	56 %	12 %	19 %	2 %	1 %	2 %	9 %

Opérations de financement, par bureau d'Osler

Cabinet d'envergure résolument nationale, Osler joue constamment le rôle de conseiller digne de confiance, apte à soutenir les opérations de financement partout au Canada. La carte ci-dessous indique que, de 2020 à 2022, Osler a fourni des conseils dans le cadre de 353 opérations de financement dans tous ses bureaux ; elle indique également le nombre d'opérations et le pourcentage de croissance de 2020 à 2022 par bureau. Aux fins de l'infographie ci-dessous, chaque bureau ayant participé à une opération de financement est comptabilisé, parfois deux fois plutôt qu'une, puisque plusieurs bureaux d'Osler ont pu participer au même financement inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*.



Une société de biotechnologie montréalaise cherche à améliorer les traitements pour les personnes atteintes de troubles métaboliques

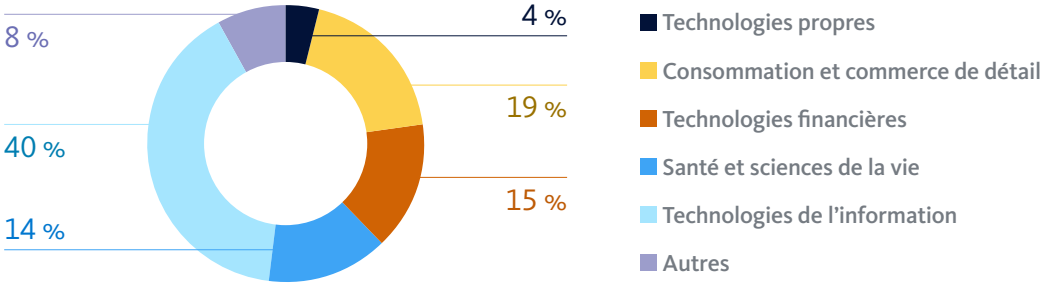
inversago PHARMA

En savoir plus

Répartition des entreprises, par secteur

Les financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* ont été réalisés par des entreprises faisant partie des secteurs suivants :

- Technologies propres
- Consommation et commerce de détail (y compris la robotique, les chaînes d'approvisionnement, la logistique et le commerce de détail)
- Technologies financières
- Santé et sciences de la vie
- Technologies de l'information (y compris l'intelligence artificielle, les chaînes de blocs, les technologies de publicité, les technologies de l'éducation et la cybersécurité)
- Autres (secteurs qui ne correspondent pas raisonnablement aux catégories de secteurs précédentes)



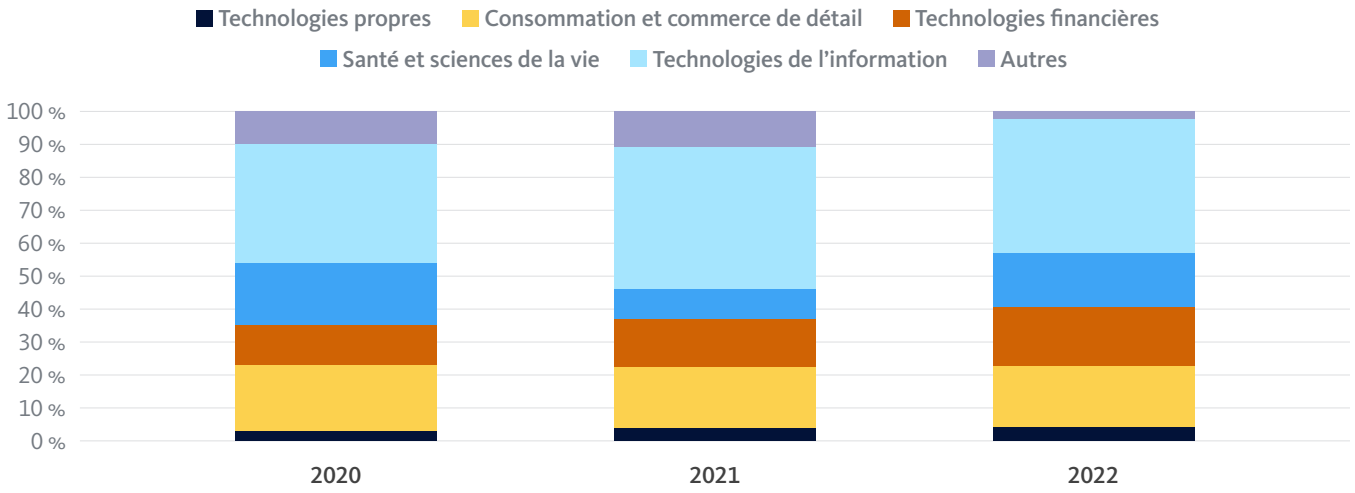
Emplacement des émetteurs, selon le secteur

Le tableau qui suit indique l'emplacement des entreprises canadiennes, par secteur, ayant réalisé les financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, exprimé en pourcentage de toutes les entreprises canadiennes incluses.

	Technologies propres	Consommation et commerce de détail	Technologies financières	Santé et sciences de la vie	Technologies de l'information	Autres
Alberta	0,3 %	0,6 %	1,9 %	0,3 %	4,1 %	0,6 %
Colombie-Britannique	0,9 %	2,5 %	2,5 %	2,8 %	9,1 %	0,3 %
Manitoba	0 %	0,6 %	0 %	0 %	0,3 %	0 %
Nouveau-Brunswick	0 %	0 %	0 %	0 %	0,6 %	0,3 %
Nouvelle-Écosse	0 %	0 %	0 %	0 %	0,6 %	0 %
Ontario	2,2 %	11,0 %	9,1 %	9,4 %	23,6 %	2,5 %
Québec	0,6 %	2,5 %	1,3 %	2,8 %	2,8 %	0,9 %
Saskatchewan	0 %	1,3 %	0,3 %	0 %	0,3 %	0,3 %
Terre-Neuve-et-Labrador	0 %	0 %	0 %	0 %	0,3 %	0 %

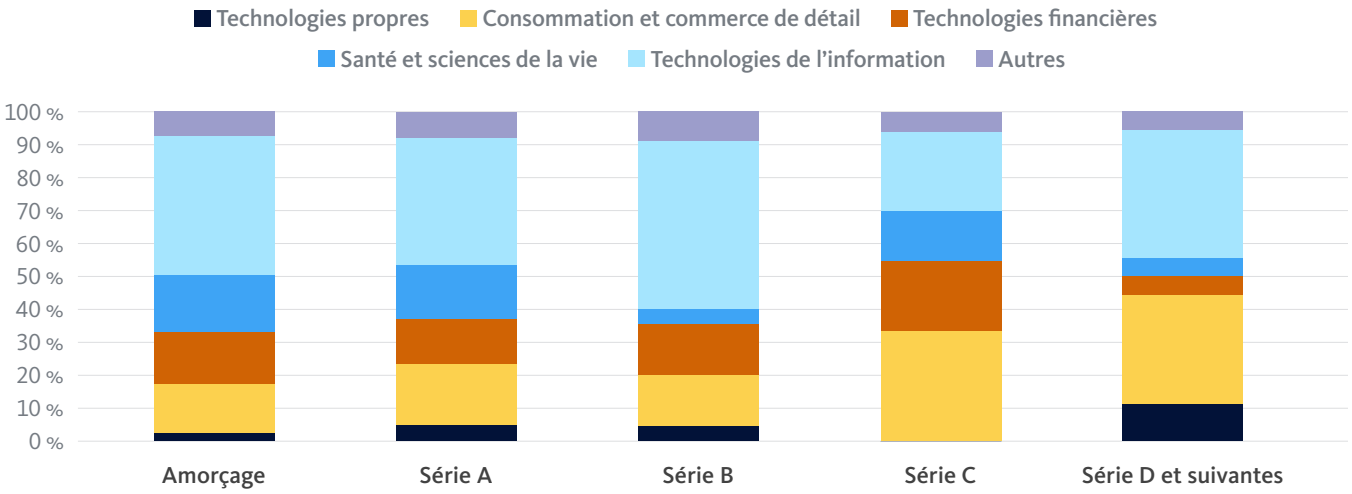
Émetteurs par secteur et par année

Le graphique ci-dessous illustre la répartition globale des différents secteurs visés par les financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*. Au cours de la période de trois ans couverte par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, la plus forte augmentation du nombre d'opérations de financement par secteur a été enregistrée dans le secteur des technologies financières (augmentation de 5,89 %) et celui des technologies de l'information (augmentation de 4,65 %).



Émetteurs par secteur et selon le tour de financement

Le graphique qui suit illustre la répartition globale des divers secteurs visés par les financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, selon le tour de financement. Le secteur des technologies de l'information compte le plus grand nombre d'entreprises (42 %) à avoir réalisé un tour de financement, tous tours de financement confondus, à l'exception des tours de série C, où les entreprises du secteur de la consommation et du commerce de détail ont réalisé le plus grand nombre (33 %) de tours de financement.



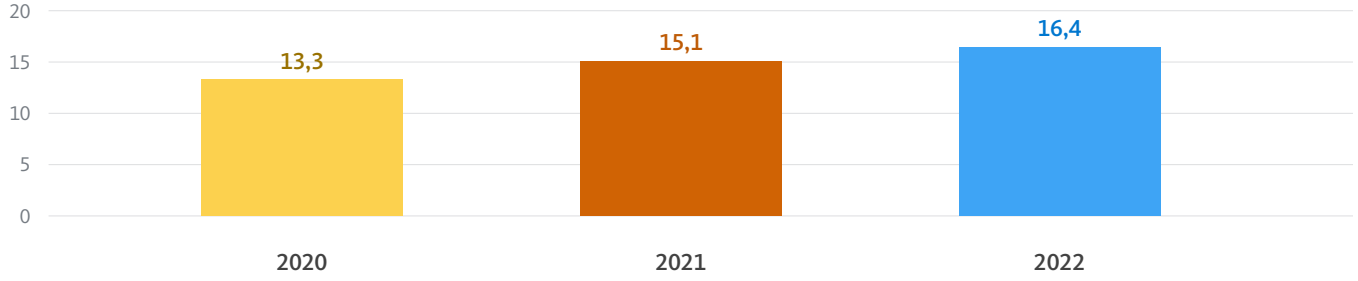
Proportion d'entreprises comptant une ou plusieurs fondatrices

La proportion d'entreprises figurant dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* comptant une ou plusieurs fondatrices est affichée ci-dessous. Parmi toutes les entreprises figurant dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, 15 % ont été fondées par des femmes et l'on peut observer une augmentation en 2022 où les entreprises fondées par des femmes ont représenté 16,4 % de celles ayant réalisé des tours de financement.

15 %
Oui

85 %
Non

Proportion d'entreprises fondées par des femmes



Par rapport à l'édition précédente du *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, nous constatons une plus forte proportion d'entreprises fondées par des femmes à avoir réalisé un tour de financement de série A (19 %) ou de série B (21 %), ce qui représente une hausse significative par rapport aux données rapportées en 2021 (où seulement 10 % des entreprises fondées par des femmes avaient réalisé un tour de financement de série A et 11 %, de série B). Les données démontrent que, même dans un environnement financier difficile, les entreprises fondées par des femmes ont continué à croître et à obtenir de nouveaux tours de financement.

Afin de mettre en lumière le parcours et la réussite des fondatrices d'entreprises, Osler a tenu avec succès cinq séances dans le cadre de sa Série sur le leadership des femmes dans les entreprises émergentes et à forte croissance. En outre, en 2022, Osler a lancé son programme « *Attablez-vous : Les femmes innovent pour l'économie de demain* ». Pour en savoir plus sur les programmes d'Osler à l'intention des fondatrices d'entreprises, y compris les liens vers les séries de webinaires précédentes, cliquez ici.

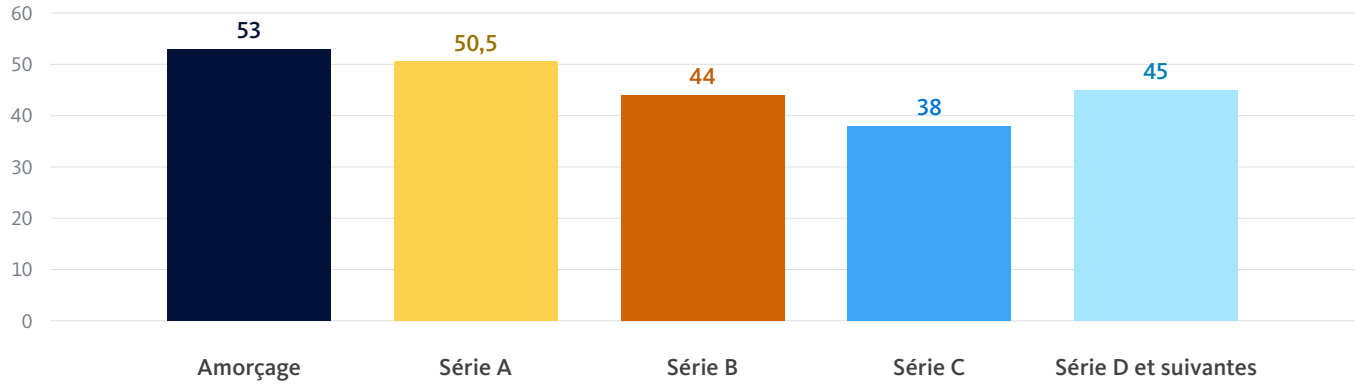
Mercator AI : l'intelligence concurrentielle au service de la construction

Mercator.ai

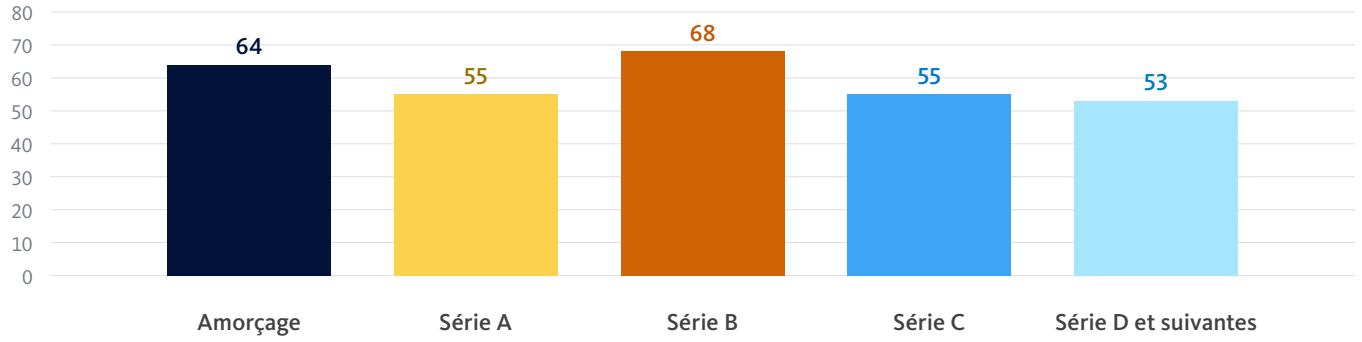
En savoir plus

Durée médiane entre la signature du sommaire des modalités et la date de clôture du financement (selon le tour de financement)

Le graphique qui suit présente la durée médiane, exprimée en jours, entre la signature du sommaire des modalités et la clôture initiale du financement afférent. Comme on pouvait s'y attendre, les financements de début de croissance tendent à exiger plus de temps que ceux à des étapes ultérieures. C'est dans une large mesure attribuable à la pratique répandue selon laquelle les modalités et la structure de la documentation sont presque intégralement réutilisées d'un tour de financement à l'autre, avec seulement les ajustements requis par les nouveaux investisseurs principaux.



Comme l'indique le graphique ci-dessous, en 2022, les opérations, quel que soit le tour de financement, ont été plus longues à conclure. L'incertitude accrue sur le marché, associée à des délais accrus de vérification diligente, a entraîné une augmentation de la durée moyenne de clôture des financements, quel que soit le tour de financement. En 2022, les financements d'amorçage ont connu une augmentation de 20 % du nombre de jours nécessaires à la clôture, les financements de série B ayant connu la plus forte augmentation, soit 68 jours entre la date de signature du sommaire des modalités et la clôture du financement (soit une augmentation de 54 % par rapport à la moyenne sur trois ans).

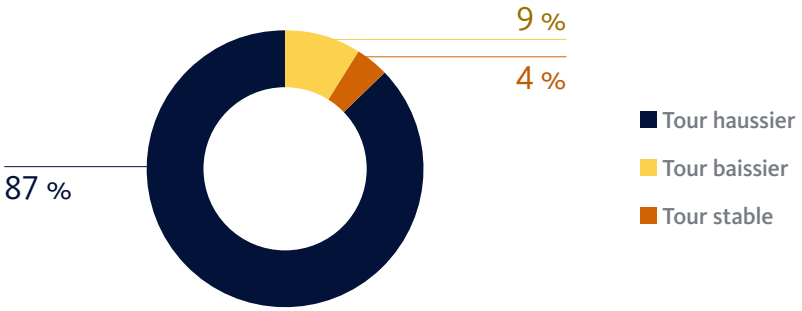


2

Renseignements sur les évaluations et les investissements

Évaluations aux fins de financement

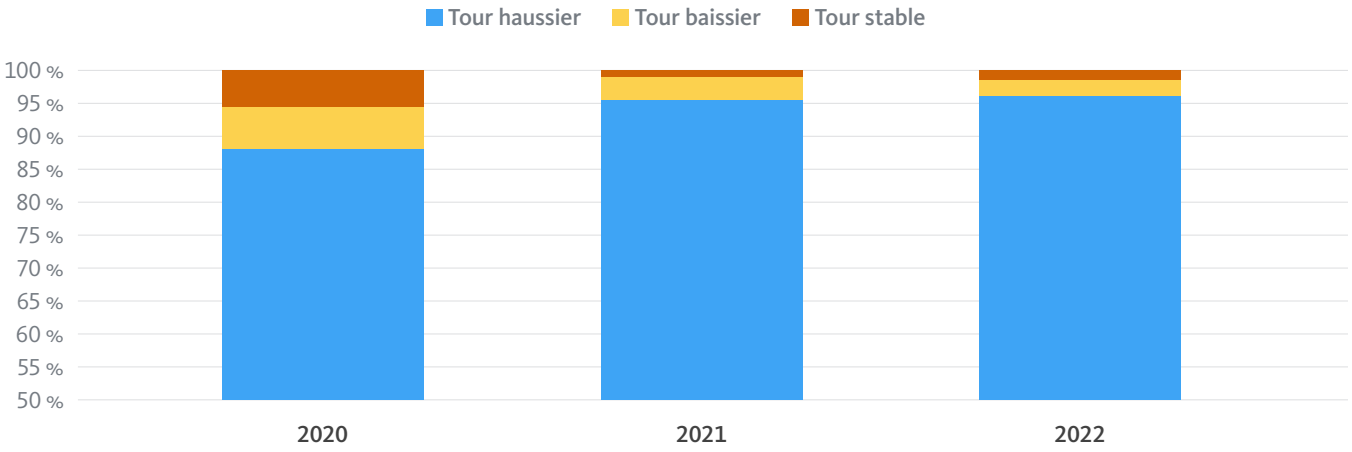
Le graphique qui suit indique l'orientation des évaluations par la présentation de la proportion de tours haussiers, de tours baissiers et de tours stables pour les financements inclus dans le rapport. Malgré les conditions économiques difficiles en 2022, il n'y a pas eu de changement significatif dans le nombre de tours baissiers, où 7 % de tous les financements constituaient des tours baissiers, et moins de 2 %, des tours stables. Ces résultats concordent avec ceux de rapports comparables publiés par les cabinets d'avocats américains, selon lesquels 5 à 10 % de toutes les opérations répertoriées constituaient des tours baissiers.



Évaluations aux fins de financement, par année

Le graphique qui suit indique, par année, l'orientation des évaluations au cours de la période de trois ans couverte par le rapport pour les financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* pour lesquels des données étaient disponibles.

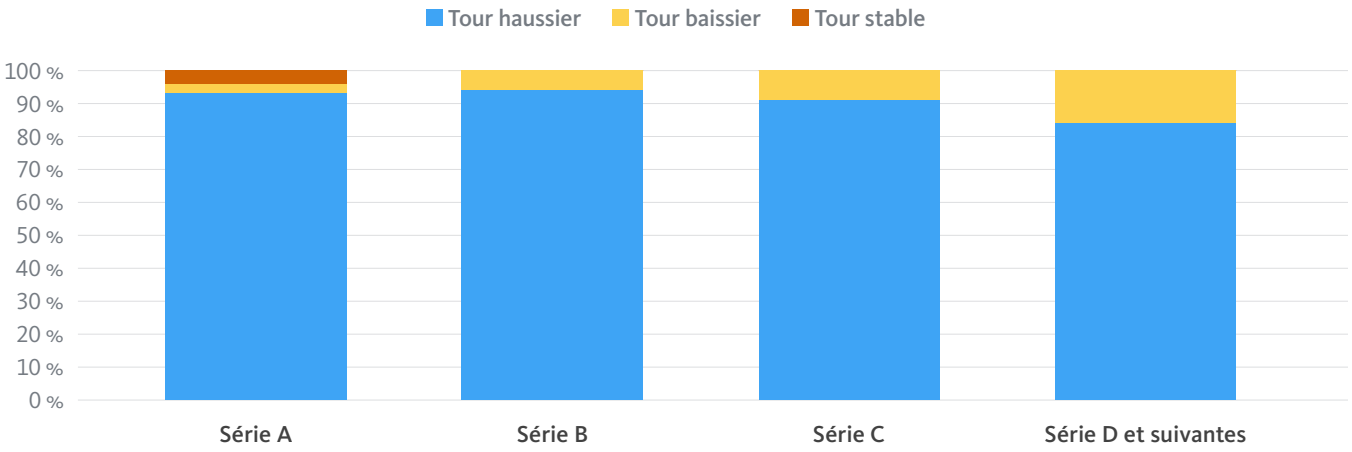
La proportion supérieure de tours baissiers en 2020 s'explique par la taille réduite de l'échantillon d'opérations étudiées cette année-là ; en effet, le nombre total de tours baissiers réalisés en 2020 correspond au nombre total de tours baissiers réalisés à la fois en 2021 et en 2022. Malgré les incertitudes sur le marché en 2022, le nombre de tours baissiers a été inférieur à la moyenne des trois années couvertes par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*. Cela s'explique notamment par le fait qu'en 2022, de nombreuses entreprises qui auraient pu être confrontées à la perspective de réaliser un tour baissier assorti de modalités moins favorables ont peut-être totalement reporté la réalisation d'un financement par titres de capitaux propres, ou ont décidé de réaliser un tour de financement relais (ou une extension de tour de financement) selon les mêmes modalités et la même évaluation que le tour précédent, ou d'émettre des instruments financiers convertibles (comme des SAFE ou des billets à ordre convertibles) pour éviter des évaluations ou des modalités de financement potentiellement pénalisantes. Ce dernier point, en particulier, est étayé par les données d'Osler sur les financements relais, qui montrent que nous avons réalisé 30 % de tours de financement relais de plus en 2022 qu'en 2021. Nous serons intéressés de voir si les données de 2023 qui seront présentées dans la prochaine édition du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* indiqueront une augmentation du nombre de tours baissiers, car certaines entreprises pourraient être forcées de réaliser des tours de financement par titres de capitaux propres, quelles que soient les modalités proposées par les investisseurs.



Évaluations aux fins de financement, selon le tour de financement

Le graphique qui suit indique l'orientation des évaluations par la présentation, selon le tour de financement, de la proportion de tours haussiers, de tours baissiers et de tours stables pour les financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* pour lesquels des données étaient disponibles.

Parmi les entreprises qui ont réalisé un tour baissier au cours de la période de trois ans couverte par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, la plupart l'ont réalisé dans le cadre d'un financement à des étapes ultérieures (c.-à-d. série C, série D et suivantes). Ce constat est conforme à nos attentes en la matière, les financements à des étapes ultérieures étant réalisés par des entreprises dont les paramètres financiers et relatifs à la clientèle sont plus sensibles aux pressions du marché, ce qui, en retour, influe sur l'évaluation de l'entreprise et la demande des investisseurs. Ces données reflètent également les résultats des études sur les transactions réalisées aux États-Unis en 2022, comme en font foi le *Silicon Valley Venture Capital Survey – Fourth Quarter 2022* (en anglais seulement) publié par le cabinet Fenwick et *The Entrepreneurs Report Private Company Financing Trends* (en anglais seulement) publié par le cabinet Wilson Sonsini, qui ont montré que les entreprises émergentes américaines ont connu une forte augmentation du nombre de tours baissiers dans le cadre d'opérations de financement à des étapes ultérieures.



Augmentation des évaluations par secteur

Le tableau qui suit présente les augmentations moyennes, en pourcentage, des évaluations entre les tours de financement, sur la période de trois ans couverte par les *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, ventilées par secteur. Par rapport à l'édition précédente du *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, les deux secteurs ayant connu les plus importantes augmentations sont le secteur de la consommation et du commerce de détail (345 %, contre 165 % l'année dernière) et celui des technologies financières (500 %, contre 228 %), ce qui s'explique par le petit nombre d'entreprises dans chaque catégorie qui ont connu des augmentations significatives de leurs évaluations entre les tours.

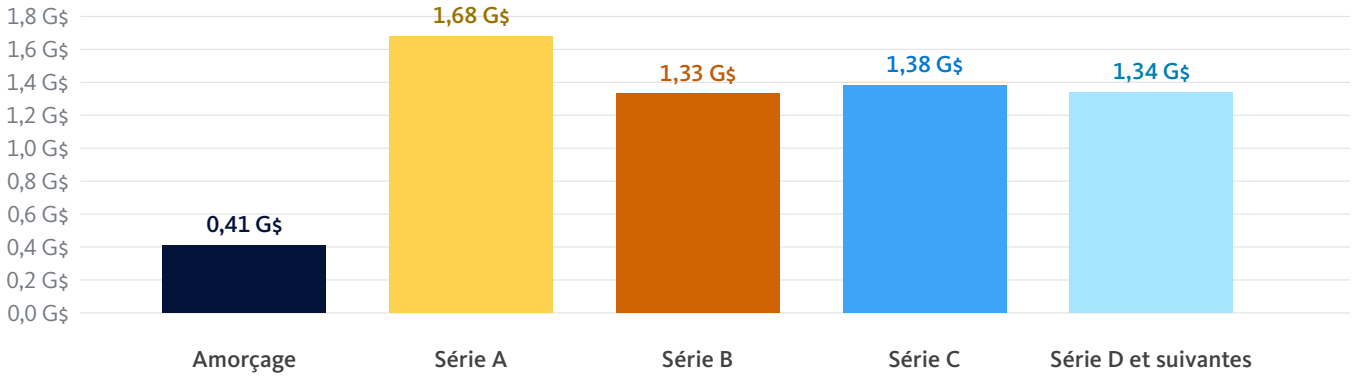
Secteur	Technologies propres	Consommation et commerce de détail	Technologies financières	Santé et sciences de la vie	Technologies de l'information	Autres
Pourcentage moyen d'augmentation des évaluations	194 %	345 %	500 %	141 %	267 %	105 %

Si l'on examine l'augmentation relative des évaluations entre les tours de financement en 2021 et en 2022, à l'exception du secteur de la consommation et du commerce de détail et du secteur Autres, tous les secteurs ont vu leur évaluation augmenter de façon plus importante entre les tours de financement en 2021. Cette progression s'explique par le fait que l'investissement en capital de risque au Canada a atteint des sommets en 2021.

	Technologies propres	Consommation et commerce de détail	Technologies financières	Santé et sciences de la vie	Technologies de l'information	Autres
2021	367 %	231 %	824 %	354 %	411 %	83 %
2022	108 %	502 %	287 %	64 %	166 %	214 %

Montant total des investissements, selon le tour de financement (en G$ US)

Le graphique qui suit indique le montant total des investissements (incluant les fonds remis à la clôture initiale et les investissements subséquents d'une même opération, le cas échéant), exprimé en dollars américains, pour les financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, selon le tour de financement. La valeur totale des investissements de toutes les opérations couvertes par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* s'élève à 6,13 milliards de dollars américains.



Montant total des investissements, selon le tour de financement (en G$ US), par année

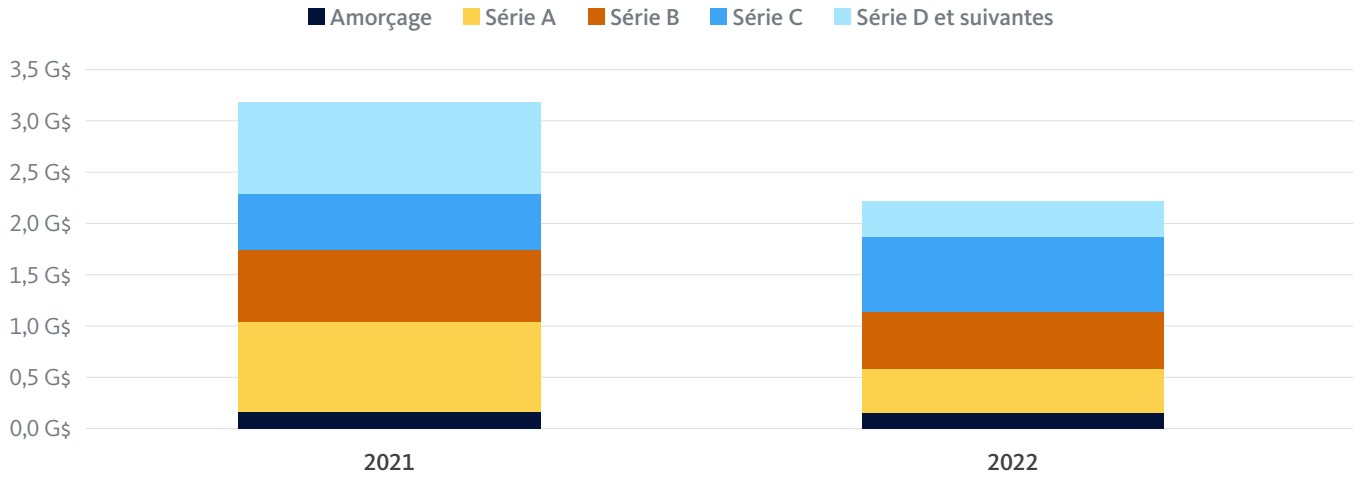
Le graphique qui suit indique le montant total des investissements (incluant les fonds remis à la clôture initiale et les investissements subséquents d'une même opération, le cas échéant), exprimé en dollars américains, selon le tour de financement, pour les financements réalisés en 2021 et en 2022. Les données montrent clairement que 2021 a été une année record et que les investissements dans les entreprises réalisant des financements à des étapes ultérieures ont nettement diminué entre 2021 et 2022. Comme il est indiqué plus haut, l'une des explications de la diminution des financements à des étapes ultérieures est que,

Prioriser les innovateurs de l'intelligence artificielle (IA), du Web3 et des technologies des semi-conducteurs

two small fish ventures

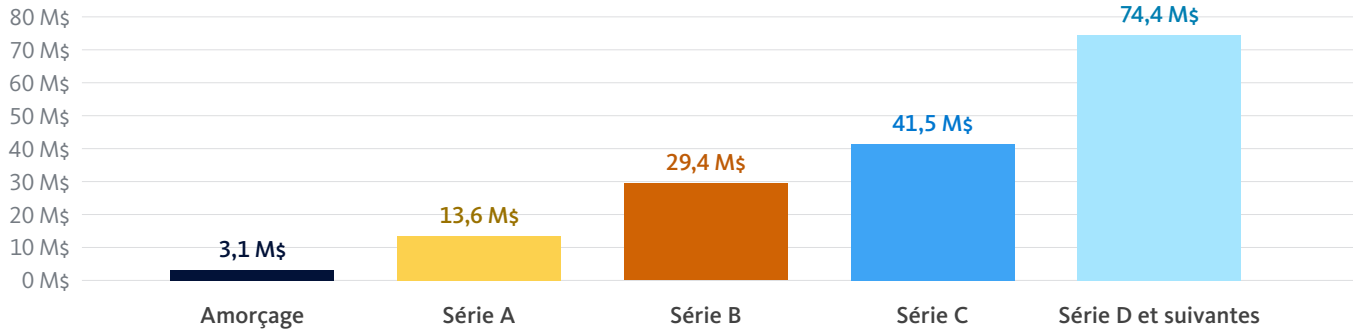
En savoir plus

en 2022, de nombreuses entreprises établies ont réalisé un tour de financement relais (par voie de billets à ordre convertibles ou de SAFE) ou une extension de tour dans le but de prolonger leur espérance de trésorerie avant de réaliser leur prochain tour de financement. Osler a constaté que ces financements relais avaient augmenté de 30 % d'une année sur l'autre.



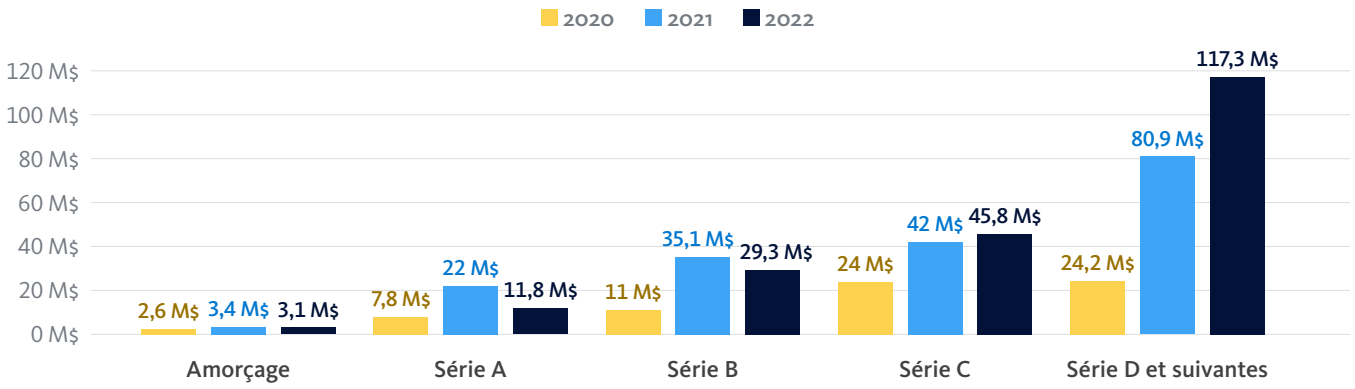
Montant moyen des investissements, selon le tour de financement (en M$ US)

Le graphique qui suit indique le montant moyen des investissements (incluant les fonds remis à la clôture initiale et les investissements subséquents d'une même opération, le cas échéant), pour les financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, selon le tour de financement.



Montant moyen des investissements, selon le tour de financement (en M$ US), par année

Pour toutes les années couvertes par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, le montant moyen des investissements dans le cadre des tours de financement d'amorçage est resté constant à 3,1 millions de dollars. En 2022, la taille moyenne des tours de financement de série A et de série B a diminué. La forte augmentation de la taille moyenne des financements de série D et suivantes, que l'on peut voir dans le graphique ci-dessous, peut être attribuée à deux facteurs : i) la forte baisse du nombre de financements à des étapes ultérieures en 2022, et ii) la valeur considérable de ces tours de financement et leur petit nombre faisant augmenter la moyenne.

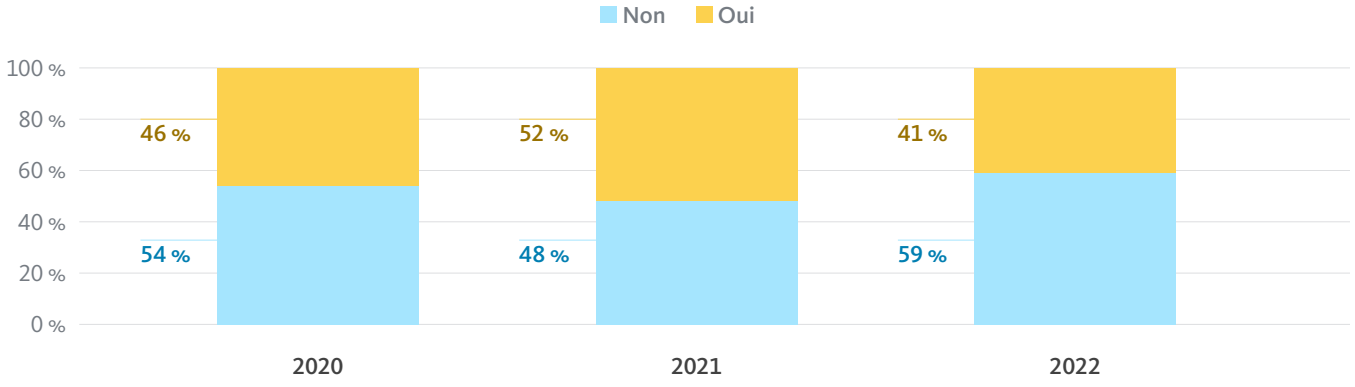


3

Renseignements sur la structure des financements

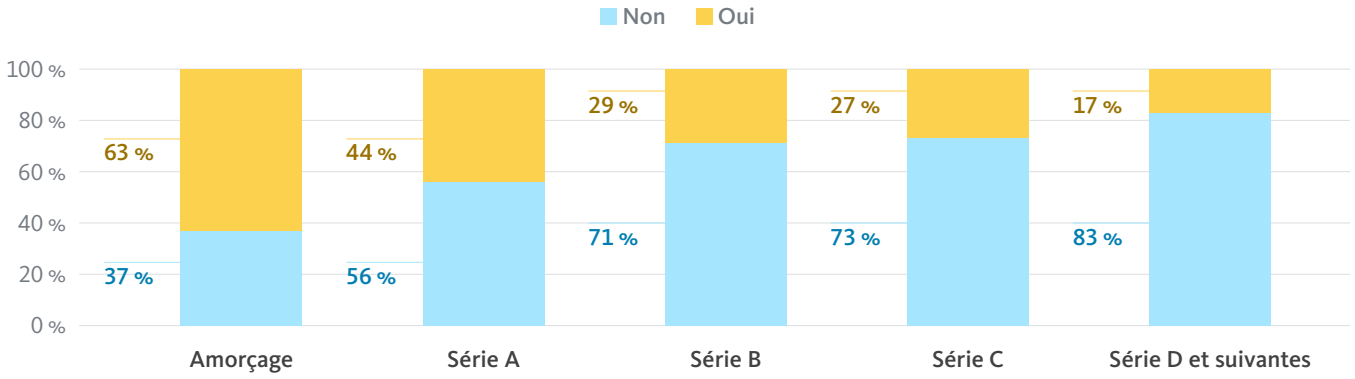
Conversion de titres convertibles (comme les accords d'investissement rapide visant des titres de capitaux propres futurs — dits SAFE pour *Simple Agreements for Future Equity* — et les billets à ordre convertibles) dans le cadre des financements, par année

Le graphique ci-dessous montre la proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* dans le cadre desquels un instrument financier convertible (comme un SAFE ou un billet à ordre convertible) a été converti, par année. Comme le suggèrent les données, la conversion d'instruments financiers convertibles, comme des SAFE, a été et continue d'être une caractéristique courante des financements par capital de risque. Les données présentées dans le graphique qui suit celui qui est présenté ci-dessous apportent également des précisions sur certaines nuances liées aux tours de financement, notamment en ce qui concerne les variations entre 2021 et 2022. En raison de l'augmentation du nombre de tours de financement relais (par le biais de SAFE et de billets à ordre convertibles) qui ont été clôturés en 2022, nous nous attendons à ce que ce nombre augmente en 2023.

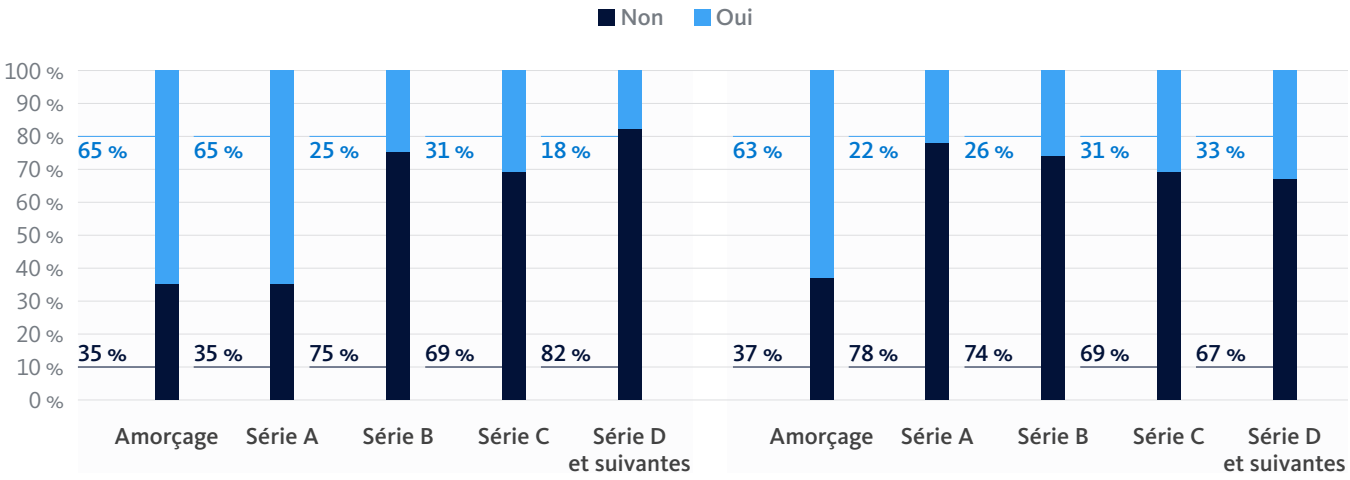


Conversion de titres convertibles (comme des SAFE ou des billets à ordre convertibles) dans le cadre des financements, selon le tour de financement

Le graphique ci-dessous montre la proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* dans le cadre desquels un instrument financier convertible (comme un SAFE ou un billet à ordre convertible) a été converti, selon le tour de financement. Dans l'ensemble, les données présentées sont conformes aux attentes, les instruments financiers convertibles étant surtout émis en amont des premières étapes du cycle de financement de l'entreprise, puis convertis à ce stade.



Malgré les données fournies ci-dessus, il convient de noter que les graphiques qui suivent — qui comparent ces mêmes données entre 2022 et 2021 — montrent une augmentation prononcée de l'utilisation d'instruments financiers convertibles dans le cadre des financements de série D et suivantes. Ce changement est cohérent avec nos observations portant sur 2022, en particulier en ce qui concerne certaines entreprises ayant réalisé des financements d'étapes ultérieures. En ce qui concerne les entreprises qui ont reçu (ou s'attendaient à recevoir), pour de nouveaux tours de financement en 2022, des évaluations égales ou inférieures à celles qu'elles avaient reçues lors de leur dernier tour de financement en 2020 ou en 2021, ces entreprises ont souvent opté pour des instruments financiers convertibles en vue de prolonger leur espérance de trésorerie dans l'espoir de continuer à croître et, idéalement, d'obtenir une évaluation supérieure à celle qu'elles avaient reçue lors de leur dernier tour de financement au moment où elles sont prêtes à réaliser leur prochain tour de financement par titres de capitaux propres.



Investissement minimal requis à la clôture initiale du financement

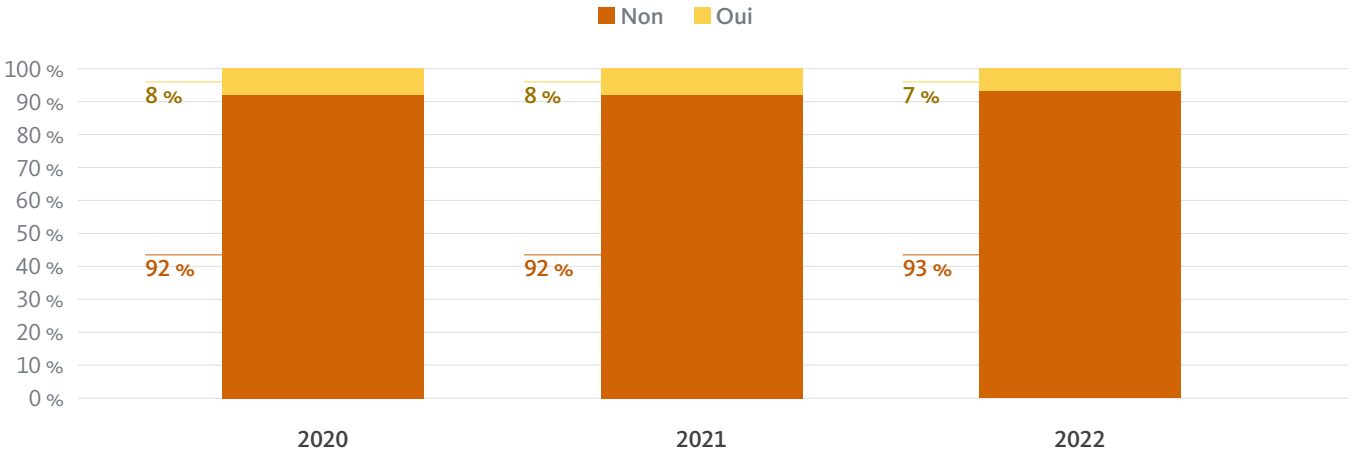
La proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* dont le sommaire des modalités ou la documentation relative à l'opération comporte une clause prévoyant expressément le montant minimal de l'investissement que doit réunir l'entreprise avant la clôture initiale du financement est affichée ci-dessous.

7,6 %
Oui

92,4 %
Non

Investissement minimal requis à la clôture initiale du financement, par année

Le graphique qui suit présente la proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* dont le sommaire des modalités ou la documentation relative à l'opération comporte une clause prévoyant expressément le montant minimal de l'investissement que doit réunir l'entreprise avant la clôture initiale du financement, par année. Les données indiquent que, dans l'ensemble, de telles clauses sont rares, même dans le contexte des changements survenus sur le marché en 2022, dont on aurait pu s'attendre à ce qu'ils se traduisent par un recours plus fréquent à de telles clauses.



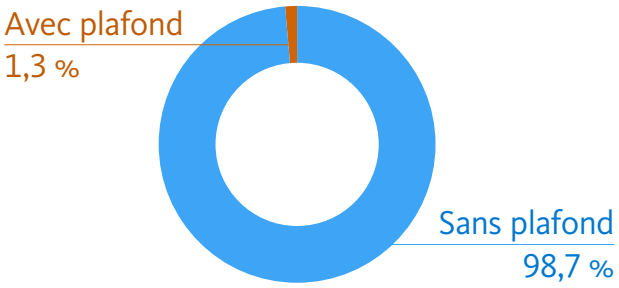
Entreprises couvrant les frais encourus par les investisseurs dans le cadre du financement (avec ou sans plafond)

Une écrasante majorité des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, soit 88,9 %, prévoyaient que l'entreprise couvre les frais encourus par les investisseurs, en tout ou en partie. Parmi ceux-ci, la plupart plafonnaient le montant des frais ainsi recouvrables, comme l'indique le graphique circulaire qui suit.

89,5 %
Oui

10,5 %
Non

Les frais sont-ils plafonnés?



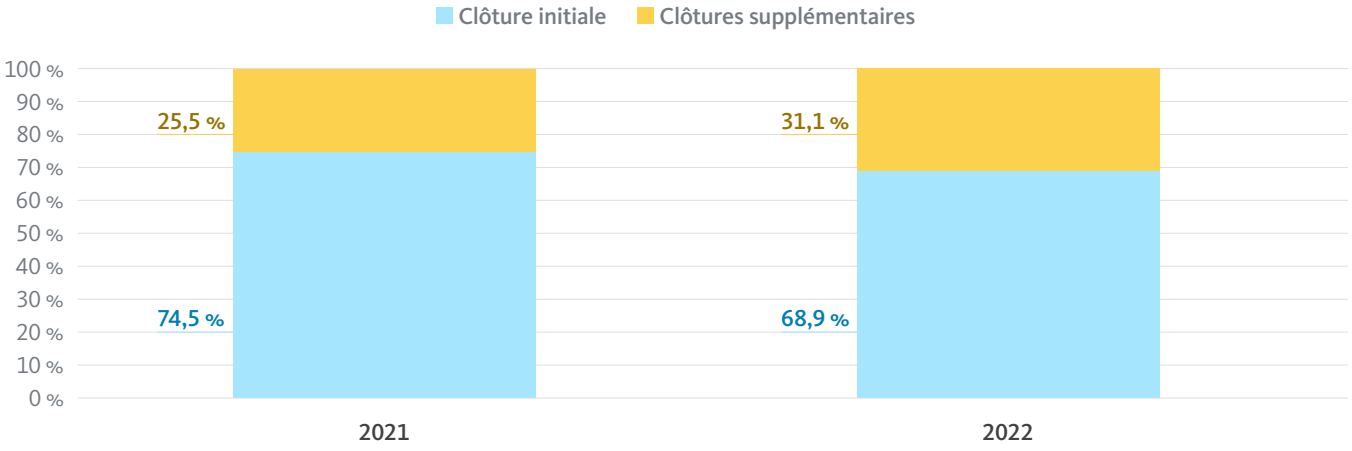
Allocation du produit des financements comportant plus d'une clôture

L'allocation du produit entre la clôture initiale et la clôture subséquente lors des tours de financement comportant plus d'une clôture inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* est affichée ci-dessous. Conformément aux attentes du marché, la plus grande part du produit de l'investissement est financée lors de la clôture initiale.

73,7 %
Clôture initiale

26,3 %
Clôture subséquente

Malgré les données présentées ci-dessus, il convient de noter que le graphique ci-dessous — qui compare les mêmes données pour 2022 et 2021 — indique une augmentation modeste du pourcentage de fonds réunis lors de clôtures supplémentaires en 2022 par rapport à 2021. Nous pensons que cette augmentation est le résultat de l'évolution des conditions du marché, où les entreprises ont pris plus de temps pour former leur syndicat d'investisseurs et où les investisseurs ont eu besoin de plus de temps pour obtenir à l'interne les approbations requises pour faire des investissements.



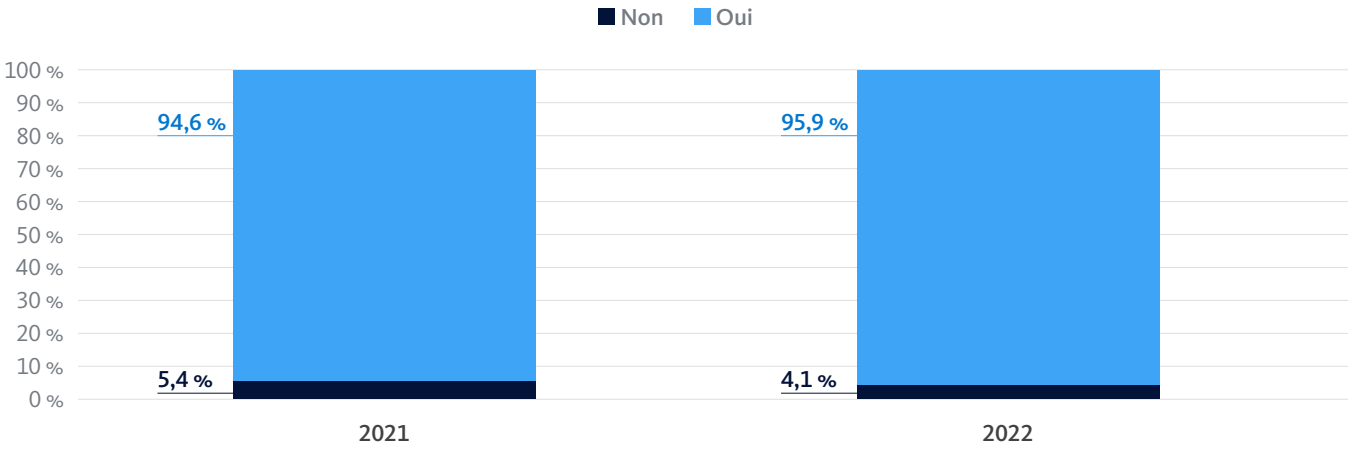
Utilisation des conventions types de la CVCA et de la NVCA pour les contrats principaux des financements

La proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* dont la documentation relative à l'opération repose sur les conventions types de la CVCA ou de la *National Venture Capital Association* (NVCA) est affichée ci-dessous. Les données sont conformes à nos attentes en la matière, l'utilisation des conventions types de la CVCA et de la NVCA en matière de financement étant largement répandue, seule une petite minorité d'entreprises optant toujours pour un autre type de documentation (par exemple, une seule convention unanime des actionnaires au lieu d'une convention de vote, d'une convention de droits des investisseurs et d'une convention de droit de premier refus et de vente conjointe distinctes).

95,7 %
Oui

4,3 %
Non

Si l'on compare ces mêmes données, mais entre 2022 et 2021, l'utilisation des conventions types de la CVCA et de la NVCA est restée l'approche privilégiée par les entreprises qui ont conclu des financements en 2022, malgré l'évolution des conditions du marché cette année-là.



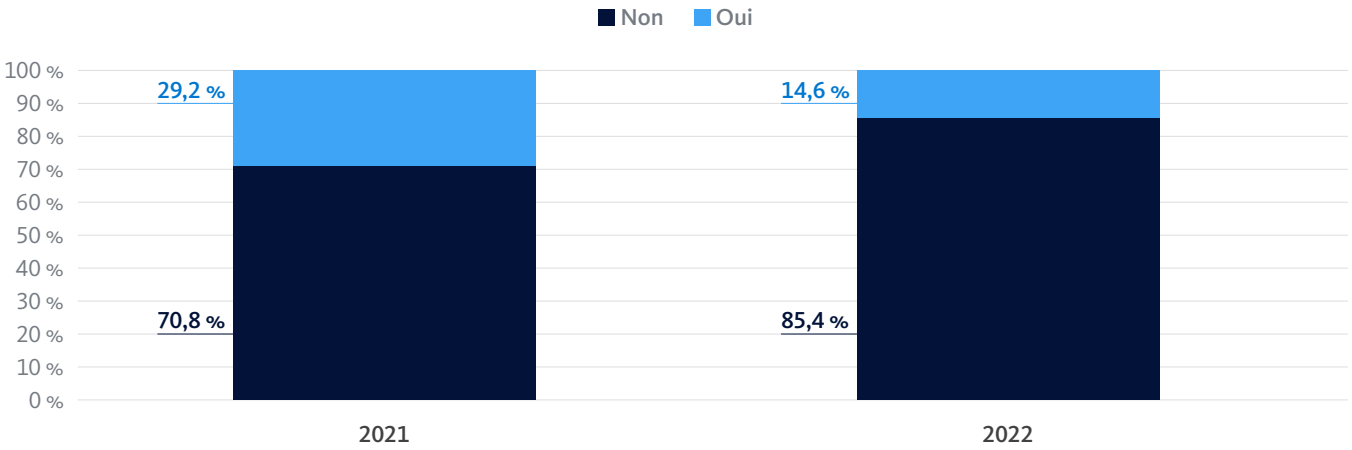
Opérations de placement secondaire dans le cadre des financements

La proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* comportant une opération de placement secondaire est affichée ci-dessous. Les opérations de placement secondaire coïncident généralement avec les tours de financement des entreprises et permettent aux actionnaires existants, dont les fondateurs, de vendre une portion de leur participation à d'autres investisseurs, nouveaux ou existants, afin d'obtenir des liquidités.

19,6 % Oui

80,4 % Non

Si l'on ventile ces données entre 2022 et 2021, les opérations de placement secondaire ont été nettement moins fréquentes en 2022 qu'en 2021, ce qui est conforme à nos attentes en raison des changements survenus sur le marché en 2022, où les entreprises cherchaient généralement à s'assurer que chaque dollar levé était affecté à la prolongation de leur espérance de trésorerie, plutôt qu'à l'apport de liquidités à leurs actionnaires.



Qui Identity se concentre sur la technologie pour accélérer l'adoption de données authentiques

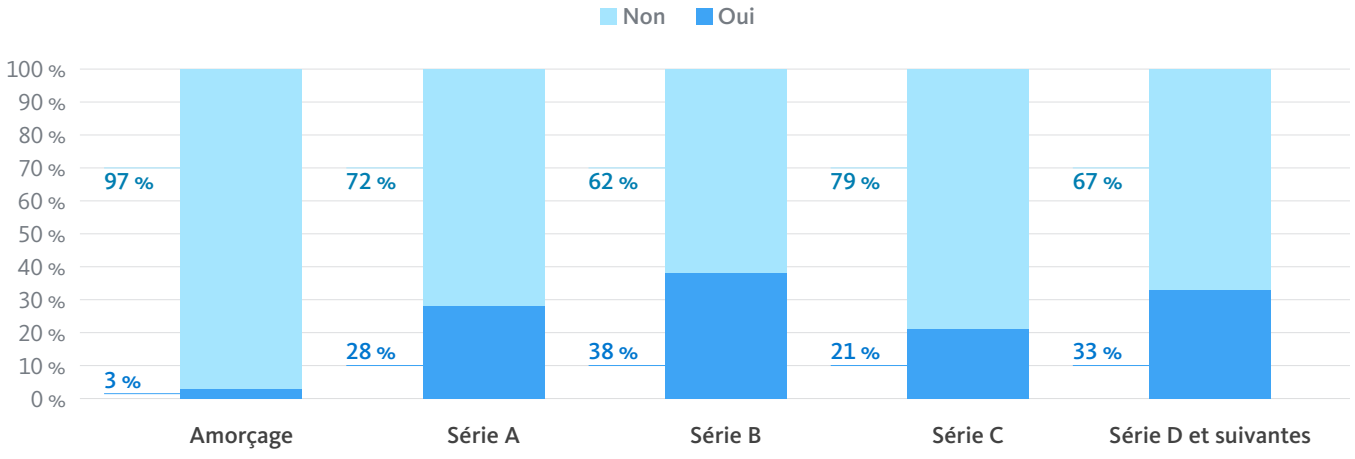
Qui

En savoir plus

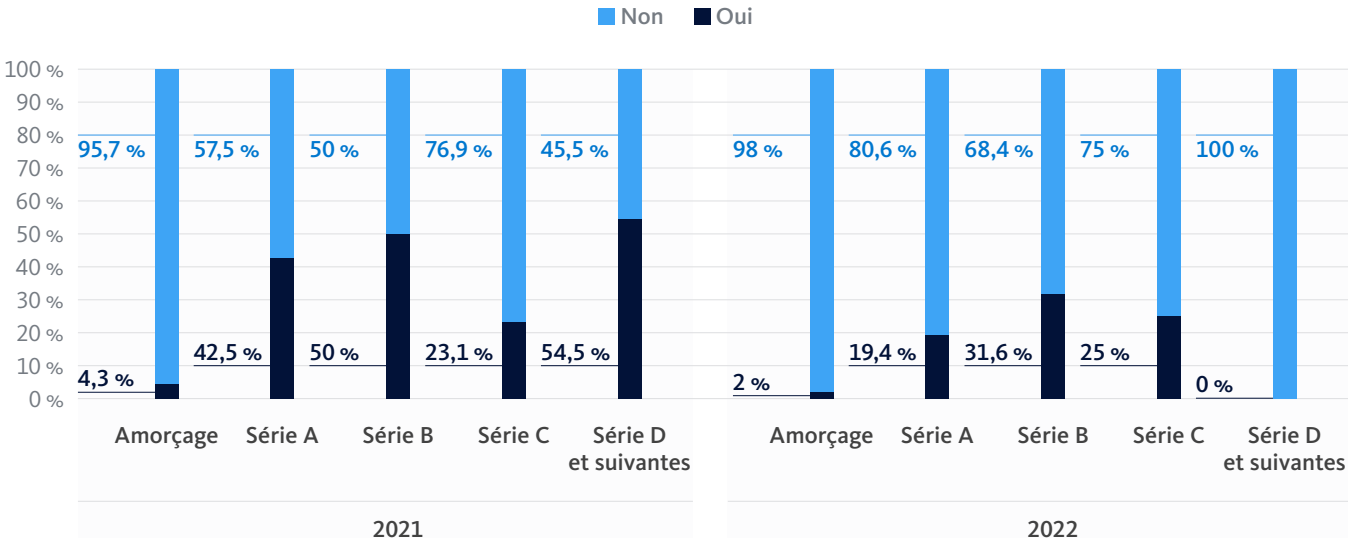
Opérations de placement secondaire dans le cadre des financements, selon le tour de financement

Le graphique qui suit indique la proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* comportant une opération de placement secondaire, selon le tour de financement. Les résultats ci-dessous sont conformes aux attentes, les opérations de placement secondaire survenant généralement lors des financements de série A et des tours subséquents, alors que :

- les entreprises gagnent du terrain au sein du marché qu'elles occupent ;
- le fondateur et l'équipe de la direction ont créé de la valeur de manière appréciable, ce qui permet aux investisseurs de l'entreprise d'avoir confiance en la valeur de réalisation (présente et future) des titres de capitaux propres en circulation ; et
- les employés actionnaires, surtout ceux des équipes entourant le fondateur, ont accepté une rémunération inférieure à celle du marché afin que les revenus soient réinjectés dans l'entreprise aux fins de croissance, et les investisseurs cherchent à dédommager ces employés actionnaires en leur offrant l'occasion de toucher des liquidités.



Bien que le graphique ci-dessus indique que les opérations de placement secondaire sont plus fréquentes lors des financements de série A et des tours subséquents, les graphiques ci-dessous — qui comparent les mêmes données entre 2021 et 2022 — indiquent une baisse globale significative de la proportion des financements comportant une opération de placement secondaire. Souvent, les opérations de placement secondaire interviennent du fait de l'existence d'engagements de capitaux excédentaires à l'égard d'une entreprise donnée parmi les investisseurs actuels et nouveaux, capitaux qui, s'ils étaient investis dans l'entreprise alors que son évaluation a atteint un certain seuil, entraîneraient une dilution excessive et non désirée de la participation des actionnaires existants. Les données ci-dessous sont conformes à nos attentes, en particulier en ce qui concerne la proportion des financements comportant une opération de placement secondaire lors des tours de financement de série D et suivantes en 2022, où les évaluations et la demande des investisseurs ont connu une compression et où la demande globale pour des positions dans des entreprises à ces stades a diminué. Par ailleurs, il n'est pas surprenant de voir que quelques opérations de placement secondaire ont été conclues en 2022. En effet, certaines entreprises très recherchées par des investisseurs disposant de capitaux suffisants ont pu réaliser des tours de financement des séries A à C.

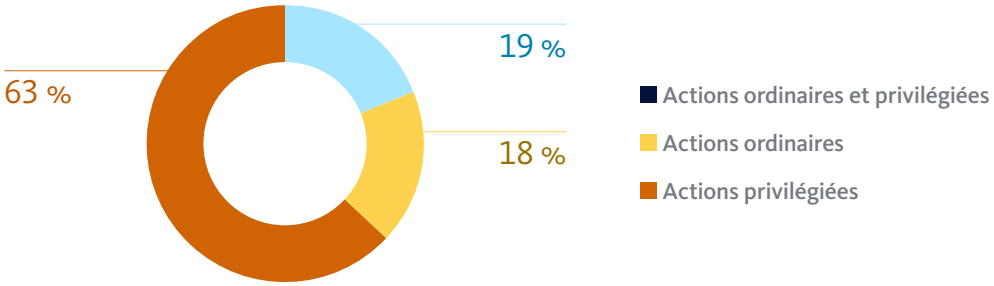


Nature des titres de capitaux propres vendus à l'occasion des opérations de placement secondaire réalisées dans le cadre des financements

La répartition (exprimée en pourcentages) des opérations de placement secondaire réalisées dans le cadre des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* selon la nature des titres de capitaux propres vendus à cette occasion est affichée ci-dessous. Les données indiquent que les actions privilégiées comptent pour 63 % des titres de capitaux propres vendus à l'occasion des opérations de placement secondaire répertoriées dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*. Les actions privilégiées auxquelles fait référence le graphique incluent :

- les actions privilégiées initialement détenues par un actionnaire qui en dispose ; et
- les actions ordinaires (et autres valeurs mobilières) qui ont été échangées contre des actions privilégiées avant la clôture de l'opération de placement secondaire.

Le procédé par lequel les actions ordinaires sont échangées contre des actions privilégiées est souvent appelé « up-vert ». Bien que la vente d'actions ordinaires seulement par un actionnaire à d'autres investisseurs, nouveaux ou existants, constitue le scénario le moins fréquent, à 18 %, il n'en demeure pas moins répandu.



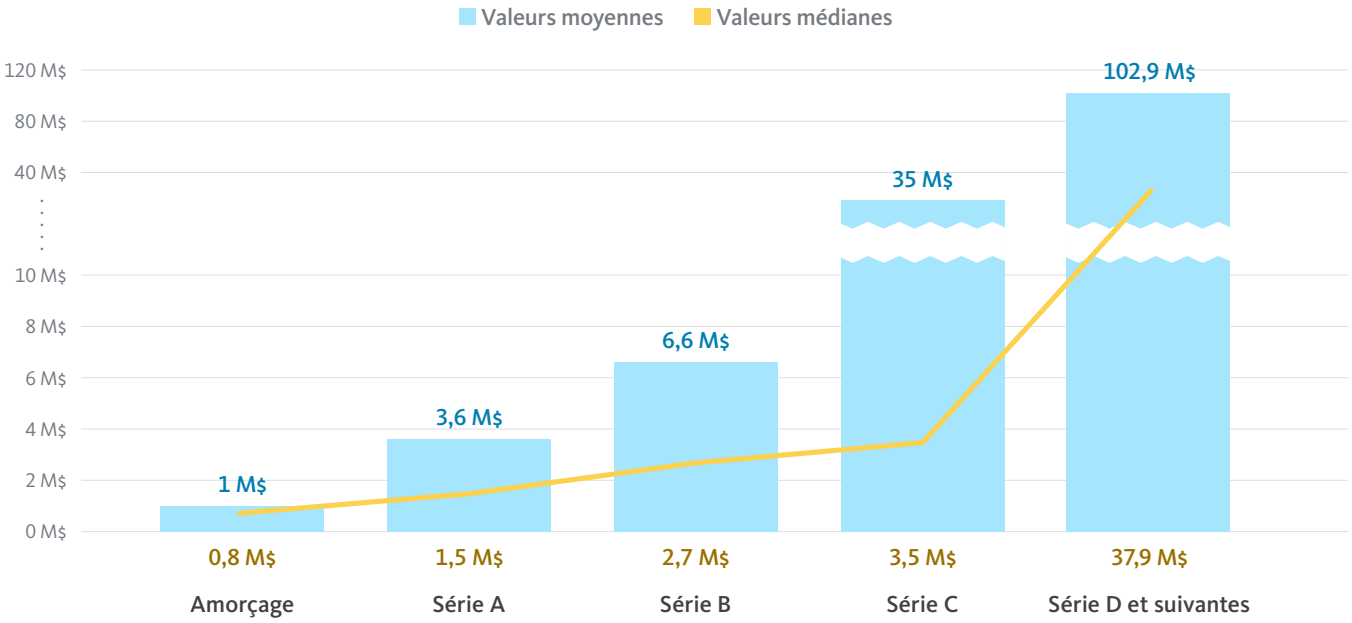
Waabi fait passer à la vitesse supérieure la commercialisation des camions sans conducteur

waabi

En savoir plus

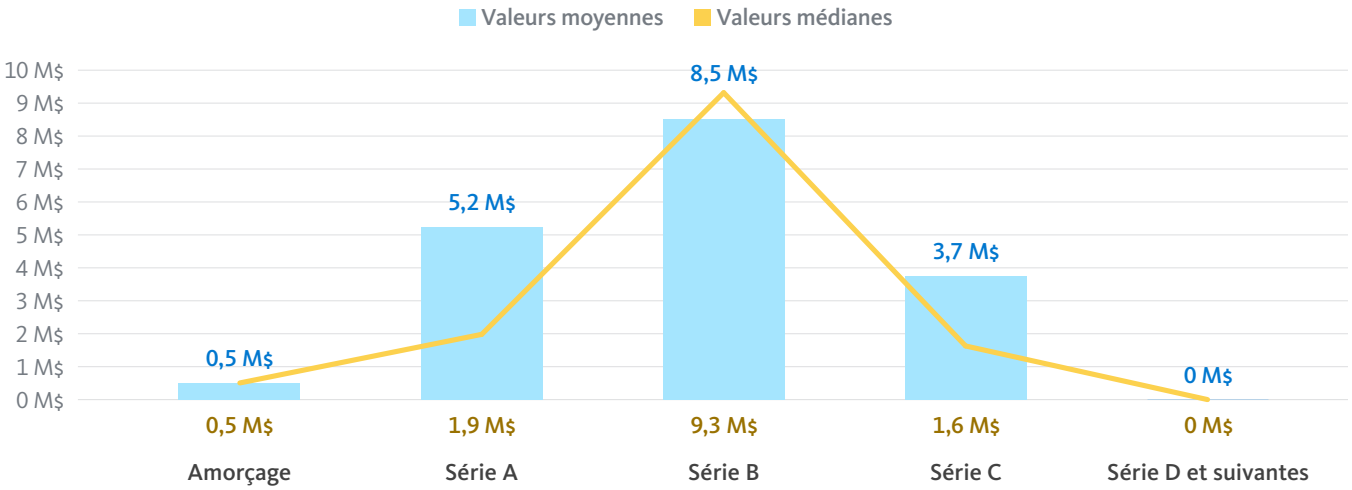
Montant moyen et médian des opérations de placement secondaire réalisées dans le cadre des financements, selon le tour de financement

Le graphique ci-dessous indique les valeurs moyennes et médianes, exprimées en dollars, des opérations de placement secondaire réalisées dans le cadre des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, selon le tour de financement. Les données reflètent une augmentation des prix d'achat disproportionnés sur le marché secondaire en 2020 et en 2021. Par exemple, et comme il est indiqué ci-dessus dans le graphique « Opérations de placement secondaire dans le cadre des financements, selon le tour de financement » pour 2022, il n'y a pas eu d'opération de placement secondaire lors des tours de financement de série D et suivantes en 2022. Par conséquent, les données présentées ci-dessous pour ces tours de financement ne couvrent que les chiffres de 2021 et de 2020. Pour comprendre l'incidence d'une opération de placement secondaire sur l'évaluation d'une entreprise, veuillez consulter ce lien.



Même si, selon le graphique présenté ci-dessus, les valeurs (en dollars) des opérations de placement secondaire réalisées dans le cadre des financements à des étapes ultérieures au cours des trois années couvertes par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* ont été significatives, les valeurs (en dollars) moyennes et médianes des opérations de placement secondaire réalisées en

2022, présentées dans le graphique ci-dessous, sont conformes à nos attentes, car les sommes affectées aux opérations de placement secondaire dans le cadre des financements ont chuté significativement cette année-là, mais surtout dans le cadre des financements à des étapes ultérieures.



Recours aux structures de fusion dans les opérations de placement secondaire

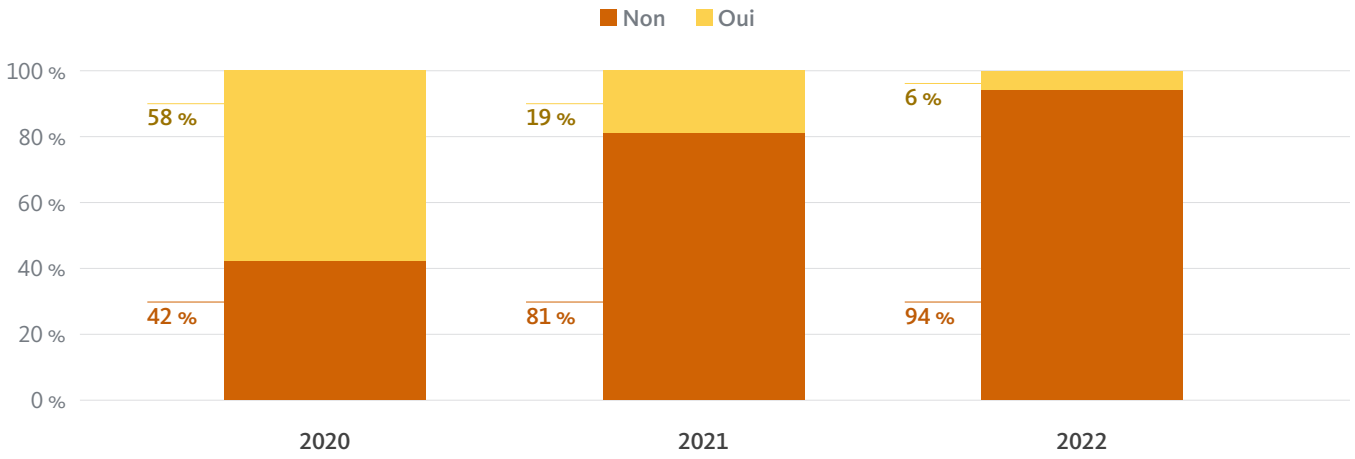
La proportion des opérations de placement secondaire réalisées dans le cadre des financements inclus dans le Rapport sur les éléments clés d'une opération qui reposent sur une structure de fusion est affichée ci-dessous. Dans le cadre des opérations de placement secondaire, les actions de l'entreprise que l'actionnaire vend à d'autres investisseurs, nouveaux ou existants, comportent généralement un prix de base initial et un capital versé par action plus bas que le montant payé par le nouvel acquéreur sur le marché secondaire. Cette disparité peut avoir des incidences fiscales défavorables à l'investisseur dans le cadre de certains types d'opérations de sortie. C'est pourquoi certains investisseurs souhaitent que l'opération de placement secondaire prenne la forme d'une fusion, qui assure que les actions qu'ils détiennent ultimement affichent un prix de base initial et un capital versé par action équivalents au montant qu'ils ont payé pour leur acquisition sur le marché secondaire. Pour ce faire, l'investisseur du marché secondaire doit d'abord acquérir les actions d'une entité dite « InvestCo », laquelle, en retour, utilise le produit de cette souscription pour acheter les actions qui font l'objet de l'acquisition sur le marché secondaire. Une fois ces actions détenues par « InvestCo », celle-ci fusionne avec la société. Le recours à cette structure de fusion vise à atténuer la disparité décrite ci-dessus et les difficultés fiscales qui en découlent.

24,6 %
Oui

75,4 %
Non

Recours aux structures de fusion dans les opérations de placement secondaire, par année

La proportion, par année, des opérations de placement secondaire réalisées dans le cadre des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui reposent sur une structure de fusion est affichée ci-dessous. Les résultats ci-dessous révèlent une baisse marquée du recours aux structures de fusion en 2022. Selon nous, cela pourrait suggérer que les préoccupations des investisseurs quant aux incidences fiscales décrites au graphique précédent se font moins pressantes et que les investisseurs ont peut-être été moins préoccupés par la disparité décrite ci-dessus, ce qui peut être le cas lorsque le montant de l'opération de placement secondaire n'est pas élevé (ce qui, comme l'indiquent les graphiques précédents, était une caractéristique courante des opérations de placement secondaire en 2022, par rapport aux années antérieures). En outre, nous pensons également que le temps, la complexité et le coût supplémentaires associés à l'intégration de structures de fusion dans des opérations de placement secondaire (ensemble des aspects d'une opération de financement que les entreprises et les investisseurs étaient particulièrement désireux d'éviter en 2022) ont contribué à la diminution des cas dans lesquels ces structures ont été utilisées.



4

Renseignements sur les modalités de financement

Financements conférant une priorité en cas de liquidation de rang supérieur

La proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* conférant aux détenteurs d'actions privilégiées une priorité en cas de liquidation de rang supérieur est affichée ci-dessous. Une priorité en cas de liquidation de rang supérieur confère au détenteur d'actions privilégiées le droit de recevoir un montant au moins égal au prix initial payé par l'investisseur pour les acquérir (ou un multiple de celui-ci, selon les droits rattachés aux actions privilégiées) avant les détenteurs d'actions de catégories subordonnées, et par priorité sur ceux-ci, advenant la vente de l'entreprise et la distribution du produit aux actionnaires. Les catégories d'actions subordonnées incluent les actions ordinaires, mais aussi, dans certains cas (comme il est décrit ci-dessous), certaines autres catégories d'actions privilégiées de rang inférieur. Les résultats ci-dessous sont conformes aux attentes, les priorités en cas de liquidation de rang supérieur étant une caractéristique commune à tous les financements.

100 %

des opérations prévoyaient une priorité en cas de liquidation (rang égal ou rang supérieur)

Financements conférant une priorité en cas de liquidation de rang égal ou supérieur

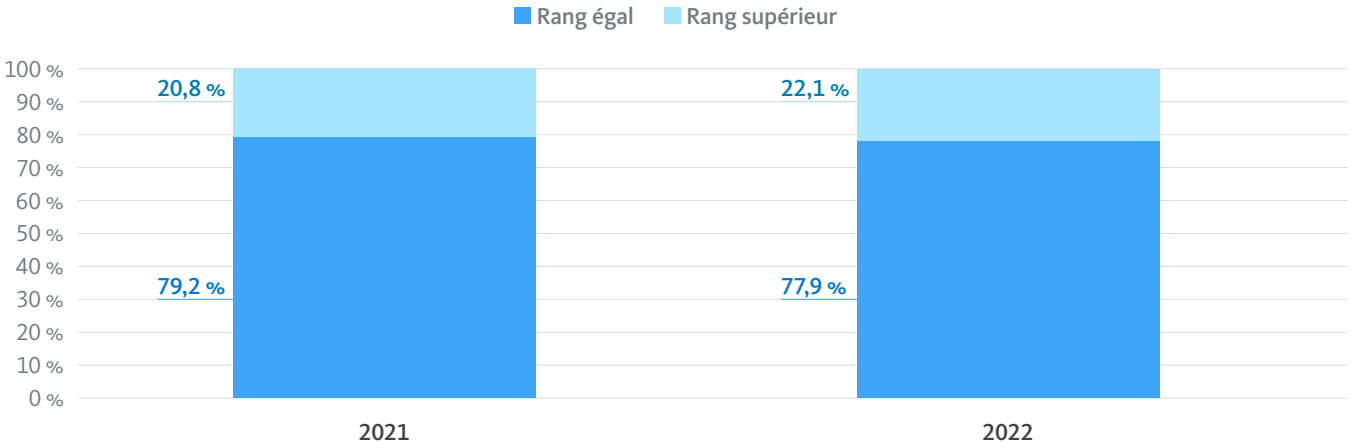
La proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* conférant aux détenteurs d'actions privilégiées une priorité en cas de liquidation de rang égal ou supérieur est affichée ci-dessous. Comme il est indiqué ci-dessus, il arrive parfois que certaines catégories d'actions privilégiées confèrent une priorité en cas de liquidation de rang supérieur qui donne priorité à l'égard d'autres catégories d'actions privilégiées. Par exemple, une catégorie d'actions privilégiées de série B nouvellement émises peut avoir priorité sur les actions privilégiées de série A existantes en cas de liquidation. Dans un scénario où les priorités en cas de liquidation de rang supérieur sont appliquées, l'exemple précédent implique, lors de la vente de l'entreprise (lorsqu'il n'est pas avantageux pour les détenteurs d'actions privilégiées de les convertir en actions ordinaires), que les détenteurs d'actions privilégiées de série B verraient leur priorité en cas de liquidation avoir préséance ; les détenteurs d'actions privilégiées de série A suivraient et toute valeur résiduelle serait ensuite répartie entre les détenteurs d'actions ordinaires. Ou bien, dans ce même contexte, mais lorsque les actions privilégiées de série A et les actions privilégiées de série B mentionnées ci-dessus sont de rang égal, les détenteurs de toutes ces actions privilégiées auraient la même priorité en cas de liquidation et toucheraient le produit de la liquidation en même temps et au prorata, toute valeur résiduelle étant alors répartie entre les détenteurs d'actions ordinaires. Les résultats ci-dessous sont conformes aux attentes dans la mesure où la majorité des financements confèrent généralement une priorité en cas de liquidation de rang égal aux détenteurs de toutes les catégories ou séries d'actions privilégiées de même rang, au lieu d'une priorité en cas de liquidation de rang supérieur.

77,2 %
Rang égal

22,8 %
Rang supérieur

Si l'on compare la proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* conférant aux détenteurs d'actions privilégiées des priorités en cas de liquidation de rang égal ou de rang supérieur en 2022 et en 2021, malgré l'incertitude du marché, il n'y a pas eu d'augmentation significative de l'utilisation des priorités en cas de liquidation de rang supérieur (souvent considérées comme une modalité favorable aux investisseurs), la proportion se situant en 2022 légèrement en dessous de la moyenne des trois dernières années pour tous les financements inclus. Ce résultat reflète les résultats des études sur les transactions réalisées aux États-Unis en 2022, comme en font foi le *Silicon Valley Venture Capital Survey – Fourth Quarter 2022* (en anglais seulement) publié par le cabinet Fenwick et *The Entrepreneurs Report Private Company Financing Trends* (en anglais seulement) publié par le cabinet Wilson Sonsini, qui ont montré qu'entre 17 % et 30 % des financements américains

conféraient une priorité en cas de liquidation de rang supérieur (la proportion étant plus élevée pour les tours de financement baissiers, soit 64 %, et pour les financements des étapes ultérieures (soit près de 50 % pour les financements de série D et suivantes)).

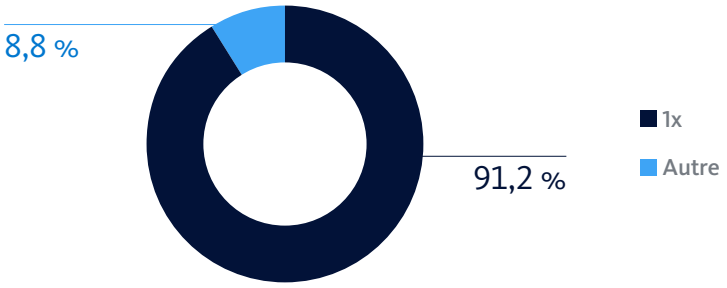


Financements prévoyant un multiple sur les priorités en cas de liquidation

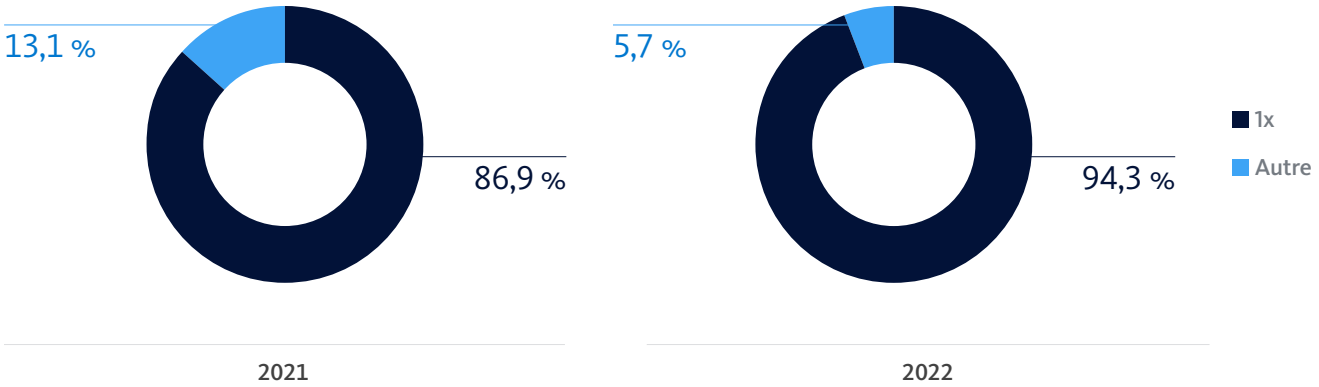
La distribution des multiples sur les priorités en cas de liquidation associées aux actions privilégiées émises dans le cadre des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* est affichée ci-dessous. Une priorité en cas de liquidation de rang supérieur confère au détenteur d'actions privilégiées le droit de recevoir un montant au moins égal au prix initial payé par l'investisseur pour les acquérir (ou un multiple de celui-ci, selon les droits rattachés aux actions privilégiées) avant les détenteurs d'actions de catégories subordonnées, et par priorité sur ceux-ci, advenant la vente de l'entreprise et la distribution du produit aux actionnaires.

Le droit de recevoir un multiple du prix initial par action privilégiée payé par le détenteur pour ses actions privilégiées est appelé multiple sur la priorité en cas de liquidation du détenteur. Par exemple, un détenteur peut avoir acheté une action privilégiée au prix de 1,00 $, mais il peut avoir le droit de recevoir pour cette action privilégiée un produit de liquidation égal à 1,50 $ (soit 1,5 fois le prix initial qu'il a payé pour cette action privilégiée) en priorité aux détenteurs d'actions des catégories subordonnées. Les résultats ci-dessous sont conformes à nos attentes, en ce sens qu'un multiple de 1x sur les priorités en cas de liquidation est la norme dans le cadre d'opérations de financement. Ces données reflètent les résultats des études sur les transactions réalisées aux États-Unis

en 2022, comme en fait foi le *Silicon Valley Venture Capital Survey – Fourth Quarter 2022* (en anglais seulement) publié par le cabinet Fenwick, selon lequel 5 % à 11 % des financements réalisés aux États-Unis incluaient des titres assortis d'un multiple sur la priorité en cas de liquidation supérieur à 1x (étant entendu que tous les multiples étaient inférieurs à 2x).



Comme l'indiquent les graphiques ci-dessous concernant la distribution des multiples sur les priorités en cas de liquidation associées aux actions privilégiées émises, il est clair qu'un multiple de 1x sur les priorités en cas de liquidation a continué d'être la norme dans le cadre des opérations de financement en 2022, malgré l'évolution des conditions sur le marché cette année-là. De manière surprenante, les graphiques indiquent également que l'on a eu recourt à un multiple de 1x sur la priorité en cas de liquidation plus fréquemment en 2022 qu'en 2021.



Financements avec actions privilégiées participantes

La proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient des actions privilégiées participantes est affichée ci-dessous. Les actions privilégiées participantes sont un type d'actions privilégiées qui, dans le cadre de la vente ou de la liquidation d'une entreprise, confèrent des droits aux investisseurs à l'égard de leur priorité en cas de liquidation (qui est généralement le prix d'émission original de l'action privilégiée concernée, ou un multiple de ce montant), ainsi que le droit de recevoir, avec les détenteurs d'actions ordinaires de l'entreprise, la part proportionnelle de l'investisseur de la valeur restante de l'entreprise (en fonction de la conversion) après le paiement de la priorité mentionnée ci-dessus. Les résultats ci-dessous sont conformes aux attentes, dans la mesure où les actions privilégiées participantes sont généralement atypiques. Les résultats concernant l'inclusion d'actions privilégiées participantes dans les financements couverts par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* reflètent ceux des études sur les transactions réalisées aux États-Unis en 2022, comme en font foi le *Silicon Valley Venture Capital Survey – Fourth Quarter 2022* (en anglais seulement) publié par le cabinet Fenwick et *The Entrepreneurs Report Private Company Financing Trends* (en anglais seulement) publié par le cabinet Wilson Sonsini, selon lesquels 3 % à 9 % des financements réalisés aux États-Unis comprenaient des actions privilégiées participantes.

6,5 %
Oui

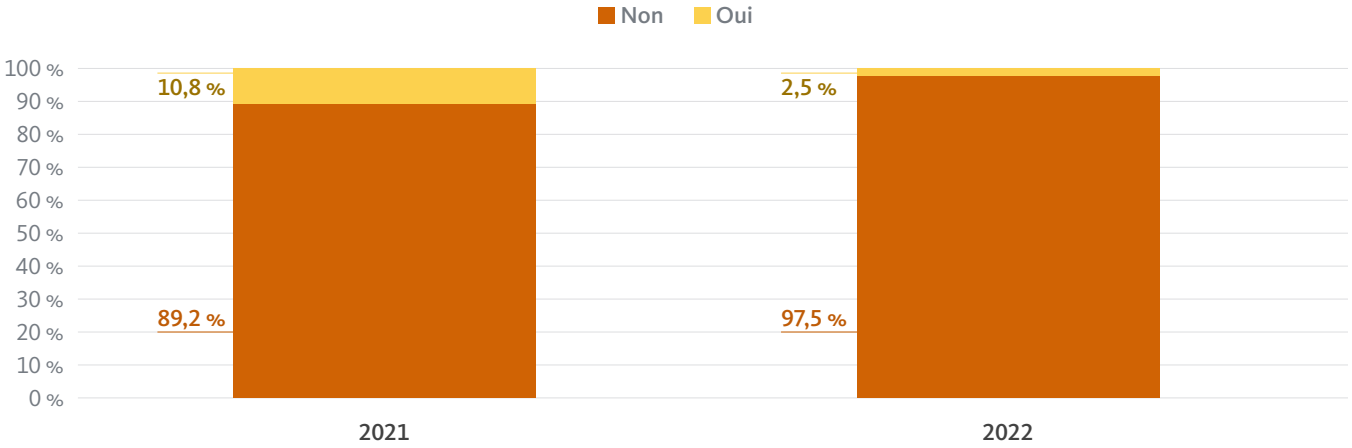
93,5 %
Non

Une période de remise à zéro est une bonne chose pour l'industrie du capital de risque

PENDER VENTURES

En savoir plus

Le graphique ci-dessous compare la proportion de financements comprenant des actions privilégiées participantes en 2022 et en 2021. Il est clair que les actions privilégiées non participantes ont continué à être la norme dans le cadre des opérations de financement en 2022, malgré l'évolution des conditions sur le marché cette année-là (étant donné que l'ajout d'actions privilégiées participantes est une modalité favorable aux investisseurs typique).



Financements avec dividendes cumulatifs ou dividendes non cumulatifs

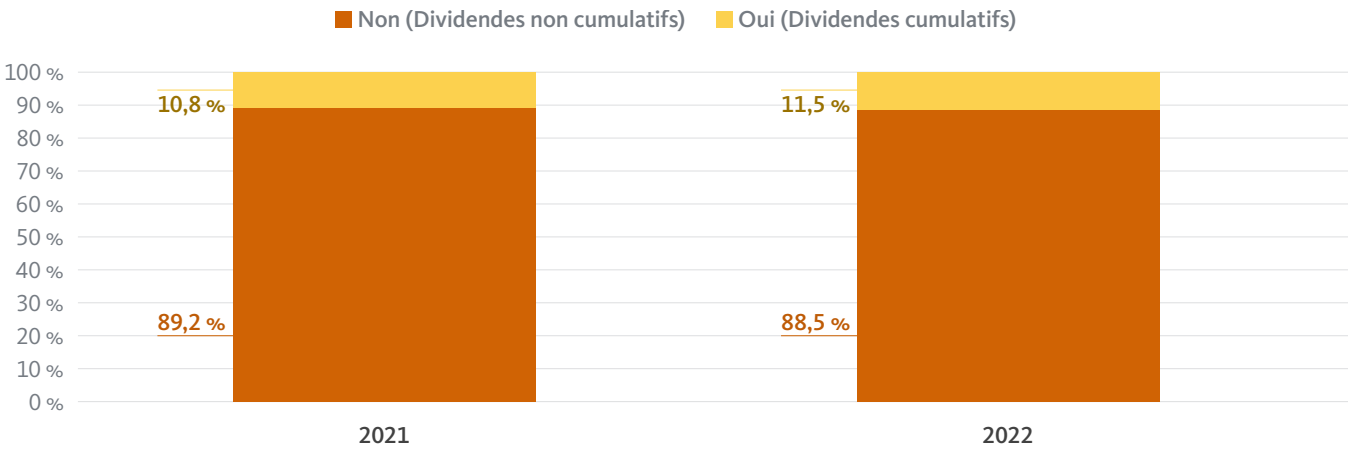
La proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient des droits à des dividendes cumulatifs par rapport à des dividendes non cumulatifs est affichée ci-dessous. Les dividendes cumulatifs désignent les dividendes qui s'accumulent à un taux précisé à l'égard d'une catégorie ou d'une série d'actions, que l'entreprise déclare ou non des dividendes sur ces actions. Le droit de recevoir ces dividendes cumulés en priorité sur une ou plusieurs autres catégories ou séries d'actions de l'entreprise est généralement prévu. Les dividendes non cumulatifs, en revanche, désignent les dividendes qui ne sont pas cumulés pour la catégorie ou la série d'actions concernée et qui sont simplement versés, si le conseil d'administration le décide et selon les montants qu'il détermine. Les résultats affichés ci-dessous sont conformes aux attentes, dans la mesure où les dividendes cumulatifs sont peu fréquents dans les opérations de financement. Les financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* comprenaient des droits à des dividendes cumulatifs dans une proportion plus grande que les financements couverts par les études sur les transactions réalisées aux États-Unis en 2022, comme en font foi le *Silicon Valley Venture Capital Survey – Fourth Quarter 2022* (en anglais seulement) publié par le cabinet Fenwick et *The Entrepreneurs Report Private Company Financing Trends* (en anglais seulement) publié par le cabinet

Wilson Sonsini, selon lesquels des dividendes cumulatifs n'ont été inclus que dans 2 % à 8 % des financements réalisés aux États-Unis (proportion accrue (8 %) pour les tours de financement stables et baissiers).

10,5 %
Oui (Dividendes cumulatifs)

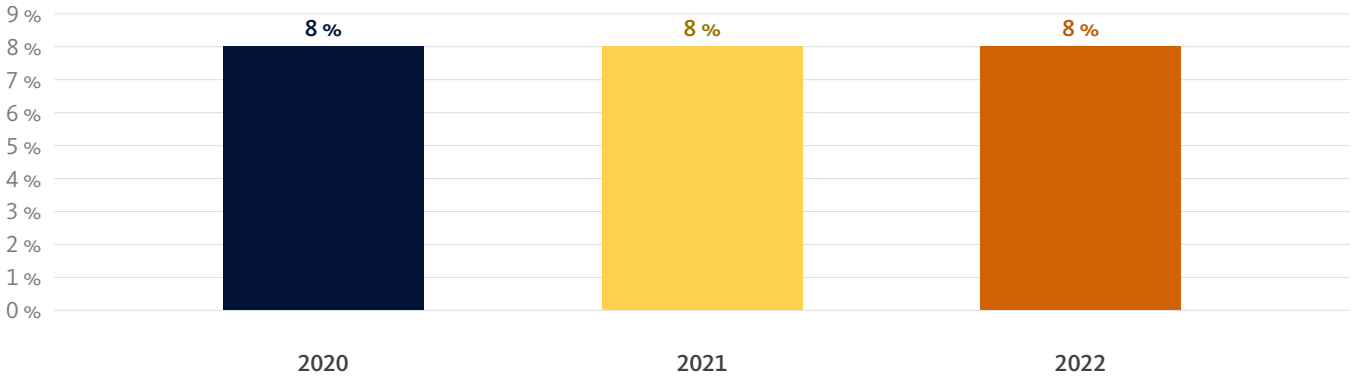
89,5 %
Non (Dividendes non cumulatifs)

Le graphique qui suit compare la proportion de ces financements qui incluaient des droits à des dividendes cumulatifs par rapport à des droits à des dividendes non cumulatifs en 2021 et en 2022. Il est clair que les dividendes non cumulatifs ont continué à être la norme dans le cadre des opérations de financement en 2022, malgré l'évolution des conditions sur le marché cette année-là.



Financements avec dividendes cumulatifs, taux d'accumulation de dividendes

Le graphique ci-dessous montre le taux de dividendes le plus couramment utilisé dans le cadre des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient des droits à des dividendes cumulatifs. Il indique que le taux de dividendes le plus couramment utilisé dans le cadre de ces financements était de 8 %, ce qui est conforme aux données de 2021 et de 2020 qui figuraient dans l'édition précédente du *Rapport sur les éléments clés d'une opération*.



Financements avec droits de protection antidilution

La proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient des droits de protection antidilution en faveur de l'investisseur à l'égard de financements futurs à un prix inférieur à celui payé par un investisseur dans le tour de financement actuel est affichée ci-dessous. Les droits antidilution sont généralement compris dans les conditions visant les actions d'une entreprise et sont déclenchés lorsqu'une entreprise émet de nouvelles actions à un prix par action inférieur au prix d'émission original payé par les investisseurs lors du tour de financement actuel. Comme les actions privilégiées d'une entreprise financée par capital de risque sont presque toujours convertibles en actions ordinaires, les droits antidilution ajustent le taux de conversion qui détermine le nombre d'actions ordinaires correspondant à chaque action privilégiée convertie. Lorsque les protections antidilution trouvent application, le taux de conversion est ajusté, avec pour conséquence que chaque action privilégiée détenue par l'investisseur sera convertible en un plus grand nombre d'actions ordinaires. Il est important de noter que les droits antidilution n'entraînent pas l'émission d'actions privilégiées supplémentaires pour l'investisseur au moment où ils sont appliqués. Ils n'ont également pas pour but de fournir un autre recours, au-delà de ce qui est décrit ci-dessus, pour un investisseur par suite de l'émission de nouvelles actions par l'entreprise à un

prix par action inférieur à celui payé par les investisseurs existants. Les résultats indiqués dans le graphique ci-dessous sont conformes aux attentes, dans la mesure où la présence de dispositions antidilution en fonction du prix est omniprésente dans les financements. Les données du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* reflètent les résultats des études sur les transactions réalisées aux États-Unis en 2022, comme en font foi le *Silicon Valley Venture Capital Survey – Fourth Quarter 2022* (en anglais seulement) publié par le cabinet Fenwick et *The Entrepreneurs Report Private Company Financing Trends* (en anglais seulement) publié par le cabinet Wilson Sonsini, qui ont montré que 98 % à 100 % des financements réalisés aux États-Unis couverts par leurs études comprenaient des droits de protection antidilution similaires.

99,2 %
Oui

0,8 %
Non

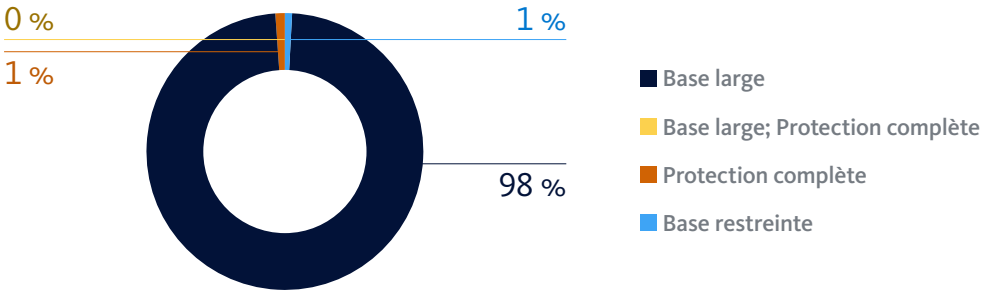
Financements avec droits de protection antidilution, types de protection antidilution

Le graphique ci-dessous illustre la proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient des protections antidilution en faveur de l'investisseur, à savoir les suivantes :

- protection antidilution fondée sur la moyenne pondérée à base large
- protection antidilution fondée sur la moyenne pondérée à base restreinte
- protection antidilution complète (*full ratchet anti-dilution protection*)
- autres protections antidilution (par exemple, lorsque les conditions visant les actions d'une catégorie d'actions de l'entreprise prévoient à la fois des droits antidilution fondés sur la moyenne pondérée à base large et des droits antidilution complets)

D'une manière générale, les droits antidilution fondés sur la moyenne pondérée à base large entraînent le moins d'ajustement du taux de conversion des actions privilégiées en actions ordinaires mentionné dans la description du graphique précédent, tandis que les droits antidilution fondés sur la moyenne pondérée à base restreinte entraînent un ajustement plus important de ce taux de conversion (c'est-à-dire qu'il est plus favorable aux investisseurs qu'un droit d'ajustement antidilution fondée sur la moyenne pondérée à base large).

Un droit antidilution complet entraîne l'ajustement le plus important du taux de conversion des actions privilégiées en actions ordinaires et aboutit essentiellement à un résultat selon lequel les actions privilégiées détenues par l'investisseur sont convertibles en un nombre d'actions ordinaires égal au nombre d'actions privilégiées qui auraient été acquises par l'investisseur s'il avait pu acheter ces actions privilégiées au prix inférieur par action offert par l'entreprise lors du financement qui a donné ouverture au droit antidilution complet. Les droits antidilution complets sont les droits les moins favorables aux actionnaires existants d'une entreprise (et plus particulièrement aux fondateurs).

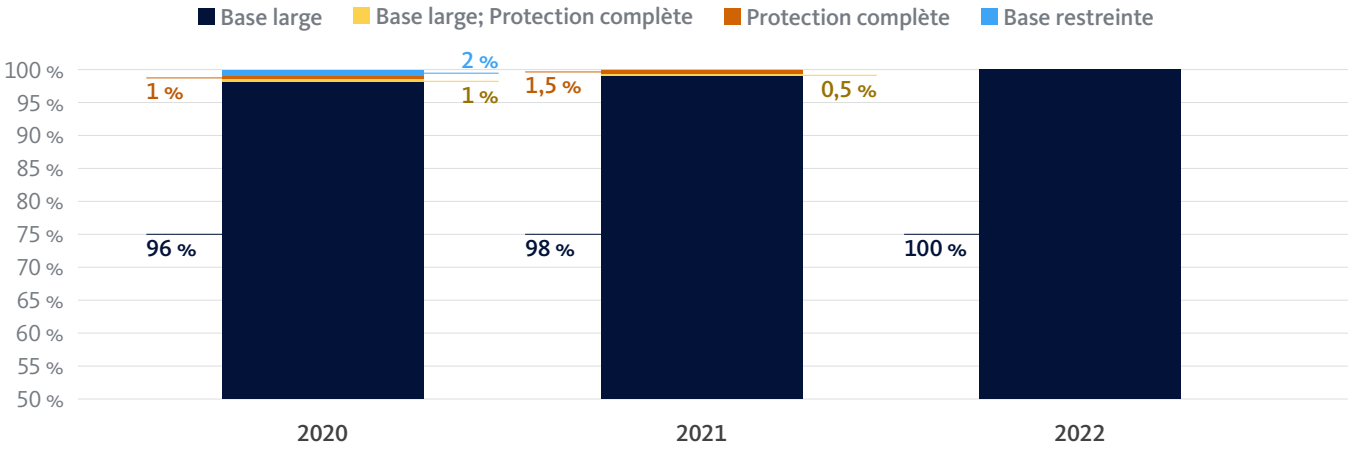


Financements avec droits de protection antidilution, types de protection antidilution, par année

Le graphique qui suit illustre la proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient des droits de protection antidilution en faveur de l'investisseur, à savoir les suivants, par année :

- droits antidilution fondés sur la moyenne pondérée à base large
- droits antidilution fondée sur la moyenne pondérée à base restreinte
- droits antidilution complets
- autres droits antidilution (par exemple, lorsque les conditions visant les actions de l'entreprise prévoyaient à la fois une protection antidilution fondée sur la moyenne pondérée à base large et une protection antidilution complète)

Comme le montre le graphique ci-dessous, qui compare les données du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* de 2022 et de 2021, il est clair que les droits antidilution sur la moyenne pondérée à base large ont continué à être la norme dans le cadre des opérations de financement en 2022, malgré l'évolution des conditions sur le marché cette année-là.



Financements avec droits de conversion automatique lors d'un premier appel public à l'épargne

Le graphique qui suit illustre la proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient des dispositions sur la conversion automatique des actions privilégiées en circulation en actions ordinaires lors du premier appel public à l'épargne de l'entreprise. Les données présentées sont conformes aux attentes dans la mesure où presque tous les financements prévoient la conversion automatique de toutes les actions privilégiées en actions ordinaires lors du premier appel public à l'épargne de

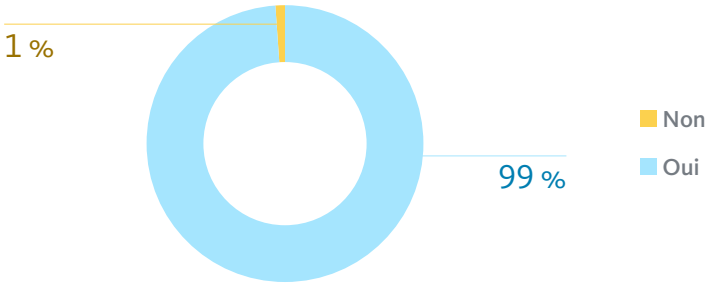
Conseil aux fondateurs : gérer prudemment les flux de trésorerie et trouver des stratégies permettant de réaliser des gains d'efficacité

En savoir plus

BKR CAPITAL

l'entreprise. Veuillez noter qu'il existe également d'autres événements courants déclenchant une conversion automatique qui ne sont pas inclus dans le présent *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, notamment ceux qui suivent :

- les opérations ayant recours à des sociétés d'acquisition à vocation spécifique, ce qui est de plus en plus rare ;
- les inscriptions directes, ce qui est de plus en plus rare ;
- les votes des actionnaires privilégiés, fondés sur une certaine formulation de la « majorité » des actionnaires privilégiées.

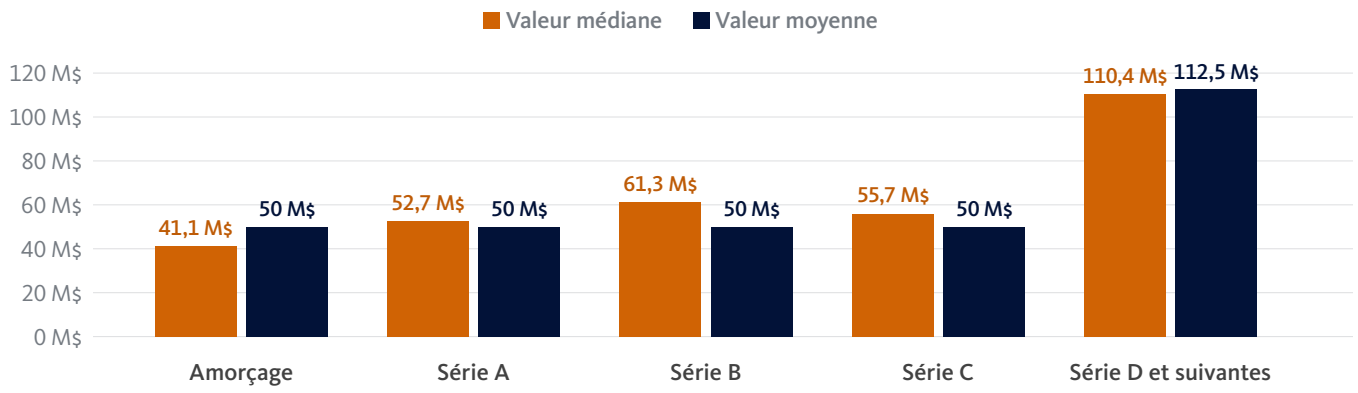


Financements avec droits de conversion automatique lors d'un premier appel public à l'épargne, valeurs médianes et moyennes des premiers appels publics à l'épargne admissibles selon le tour de financement

Le graphique qui suit illustre la proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient des dispositions sur la conversion automatique des actions privilégiées en circulation en actions ordinaires lors du premier appel public à l'épargne de l'entreprise.

Ces dispositions exigent généralement que le premier appel public à l'épargne applicable réunisse un produit brut minimum pour qu'une telle conversion automatique s'applique (généralement appelé un « premier appel public à l'épargne admissible »). Le graphique montre la médiane et la moyenne du produit brut tiré de financements qui comprennent un concept de premier appel public à l'épargne admissible, selon le tour de financement. Veuillez

noter que les clauses des opérations de financement peuvent également stipuler que, en plus du respect d'un seuil minimum de produit brut tiré, les actions de l'entreprise soumises au premier appel public à l'épargne doivent également être émises à un prix qui représente un certain multiple du prix d'émission original de la catégorie ou de la série d'actions privilégiées la plus récemment émise.



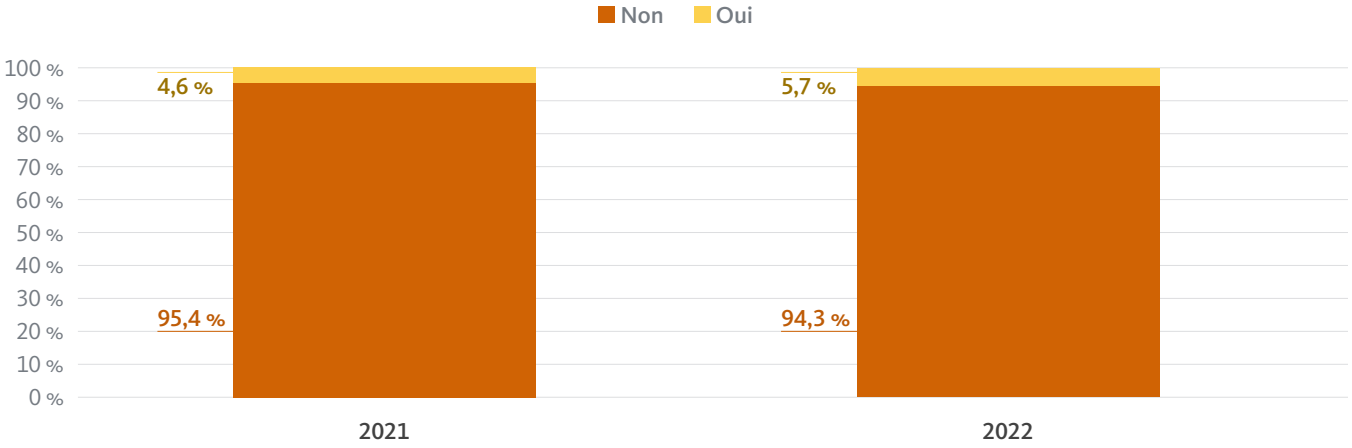
Financements avec droits de rachat

La proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient des droits de rachat est affichée ci-dessous. Les droits de rachat sont des droits associés aux actions privilégiées qui donnent au détenteur de ces actions le droit d'exercer son droit d'exiger que l'entreprise achète, à des fins d'annulation, ces actions à un prix prédéfini. De façon générale, les droits de rachat peuvent être exercés après une période précise après l'acquisition par le détenteur des actions privilégiées applicables. Une telle proportion est conforme aux attentes, selon lesquelles les droits de rachat sont généralement rares dans les opérations de financement. Les données du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* reflètent les résultats des études sur les transactions réalisées aux États-Unis en 2022, comme en font foi le *Silicon Valley Venture Capital Survey – Fourth Quarter 2022* (en anglais seulement) publié par le cabinet Fenwick et *The Entrepreneurs Report Private Company Financing Trends* (en anglais seulement) publié par le cabinet Wilson Sonsini, suivant lesquels entre 2 % et 12 % des financements réalisés aux États-Unis comprenaient un droit de rachat.

6,8 %
Oui

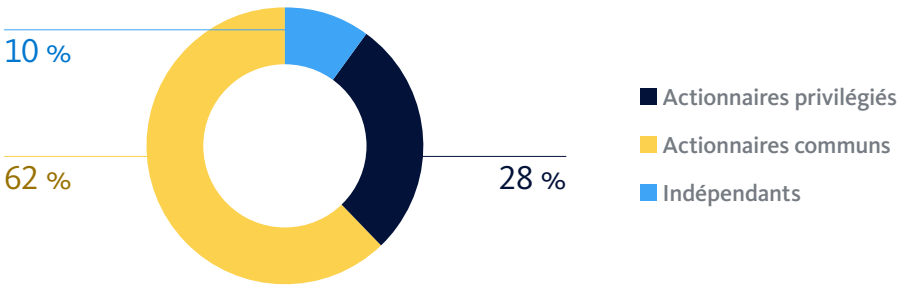
93,2 %
Non

Le graphique ci-dessous compare les données du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* relatives à la proportion des financements qui comprenaient des droits de rachat en 2022 et en 2021 ; il est clair que les droits de rachat sont restés rares en 2022, malgré l'évolution des conditions sur le marché cette année-là.



Représentation au conseil

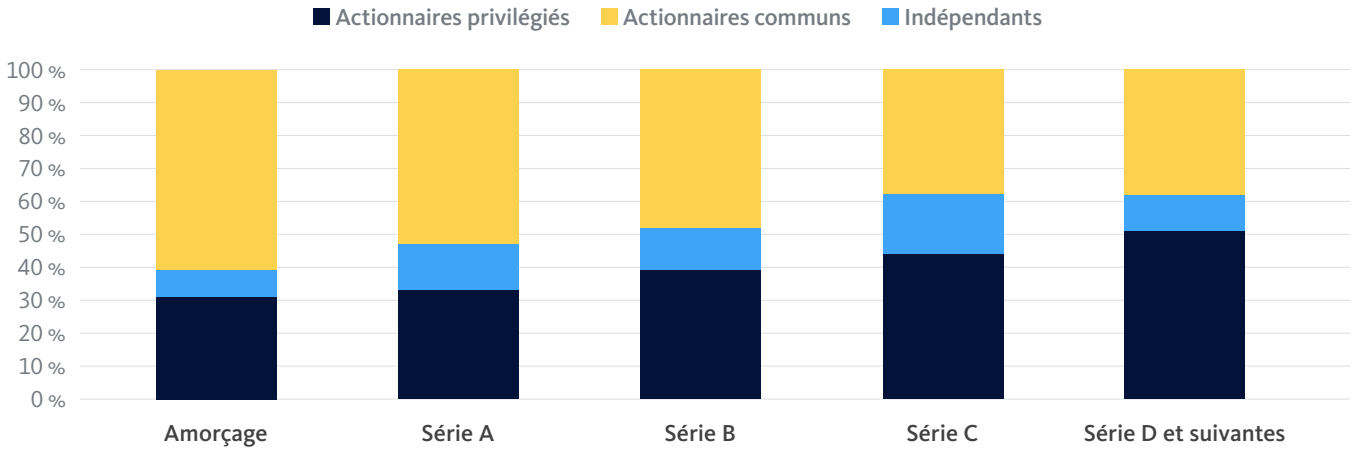
Pour les financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, le graphique ci-dessous présente la ventilation moyenne de la composition du conseil entre les administrateurs désignés par les actionnaires ordinaires, les administrateurs désignés par les actionnaires privilégiés et les administrateurs indépendants. Les renseignements sur la structure du conseil d'une entreprise figurent dans sa convention entre actionnaires (pour les entreprises dont la convention entre actionnaires est basée sur les conventions types de la CVCA et de la NVCA, ces renseignements figurent dans la convention de vote). La taille moyenne des conseils était de 4,4 administrateurs. En outre, 224 des 353 financements examinés attribuaient un siège au conseil au chef de la direction (ou au président) en exercice.



Représentation au conseil, selon le tour de financement

Pour les financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, le graphique qui suit présente la ventilation de la composition du conseil (exprimée en pourcentage de la taille totale du conseil) entre les administrateurs désignés par les actionnaires ordinaires, les administrateurs désignés par les actionnaires privilégiés et les administrateurs indépendants, selon le tour de financement. Ces résultats sont conformes à nos attentes :

- La proportion d'administrateurs désignés par les actionnaires ordinaires, par rapport à la taille totale du conseil, diminue progressivement, par rapport à la taille totale du conseil, au fur et à mesure que l'entreprise réalise des tours de financement subséquents.
- La proportion d'administrateurs désignés par les actionnaires privilégiés augmente progressivement, par rapport à la taille totale du conseil, au fur et à mesure que l'entreprise réalise des tours de financement subséquents.



Droits des observateurs du conseil dans les financements

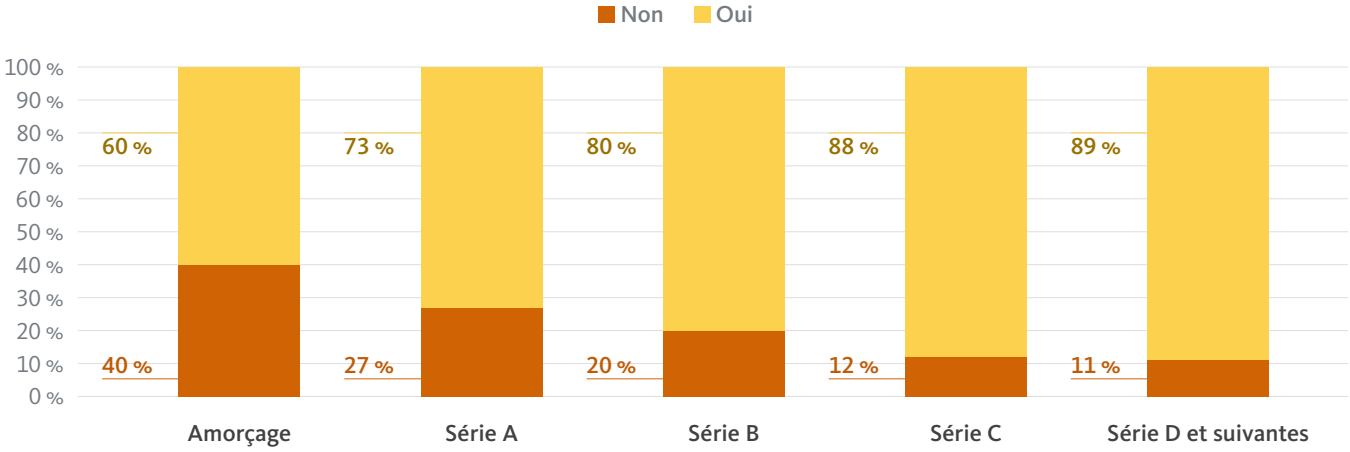
La proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient des droits de nomination d'un observateur du conseil par des investisseurs est affichée ci-dessous. En règle générale, les droits de nomination d'un observateur sont prévus dans la convention entre actionnaires (pour les entreprises dont la convention entre actionnaires est basée sur les conventions types de la CVCA ou de la NVCA, ces droits sont prévus dans la convention de droits des investisseurs). Un observateur du conseil est une personne désignée par un investisseur qui a le droit d'assister aux réunions du conseil d'administration d'une entreprise, mais n'a pas de droit de vote et qui, sous réserve de certaines limites comme le besoin primordial de protéger les renseignements commerciaux confidentiels et les secrets commerciaux ou le secret professionnel de l'avocat, reçoit tout le matériel fourni au conseil d'administration de l'entreprise. La nature du concept d'observateur du conseil est contractuelle et ce concept ne reflète pas un droit en particulier dans les lois sur les sociétés du Canada. De ce fait, les investisseurs importants et l'entreprise négocieront certains droits se rapportant aux observateurs du conseil dans le contexte d'un financement.

71,1 % Oui

28,9 % Non

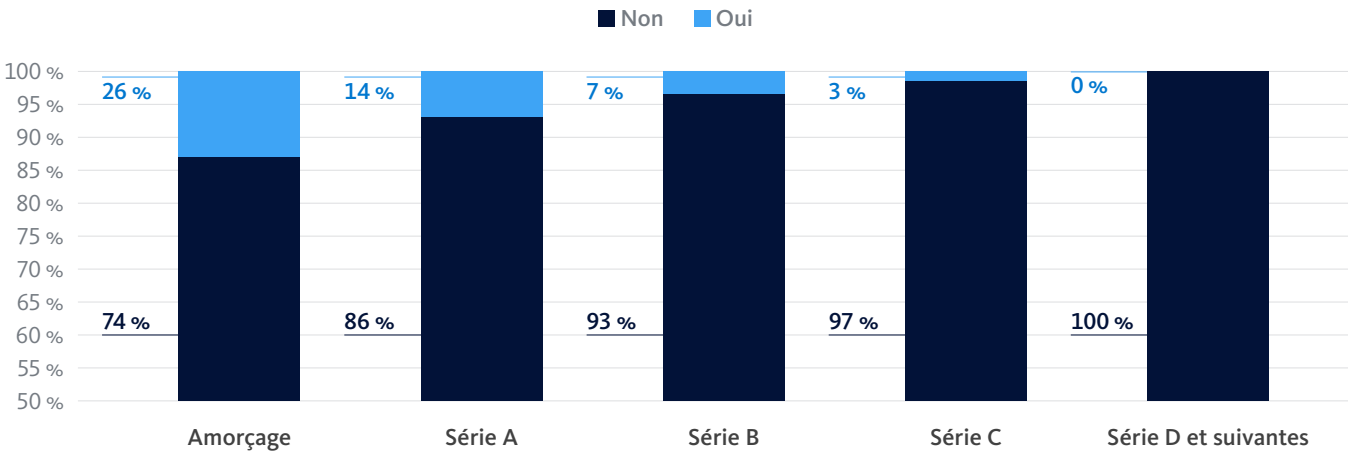
Droits des observateurs du conseil dans les financements, selon le tour de financement

Le graphique qui suit présente la proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient des droits de nomination d'un observateur du conseil par des investisseurs, selon le tour de financement.



Acquisition inversée (*reverse vesting*)

Pour les financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, le graphique ci-dessous montre la ventilation des cas où les fondateurs ont dû rajuster partiellement ou totalement le calendrier d'acquisition inversée applicable aux fondateurs, ou mettre en place une nouvelle entente d'acquisition inversée s'il n'y en avait pas déjà une en place à ce moment, selon le tour de financement. Il importe de noter que les chiffres ci-dessous ne se veulent pas un compte rendu des cas où les fondateurs disposent d'ententes d'acquisition inversée au moment d'un financement particulier. Nous pensons que les ententes d'acquisition pour les fondateurs aux premières étapes des cycles de financement sont typiques et qu'un conseiller juridique expérimenté dans le domaine des sociétés émergentes et à forte croissance encouragera les fondateurs à mettre en place des calendriers d'acquisition inversée. Par conséquent, les données ci-dessous sont utiles, car elles indiquent que le rajustement ou la mise en place de nouvelles ententes d'acquisition inversée a lieu aux premières étapes des cycles de financement.



Groupe des sociétés émergentes et à forte croissance d'Osler

Nous accompagnons les sociétés tout au long de leur cycle de vie en leur fournissant des conseils juridiques sur une vaste gamme de questions.

Voyez comment Osler peut vous aider

Financements avec des dispositions sur l'exclusivité

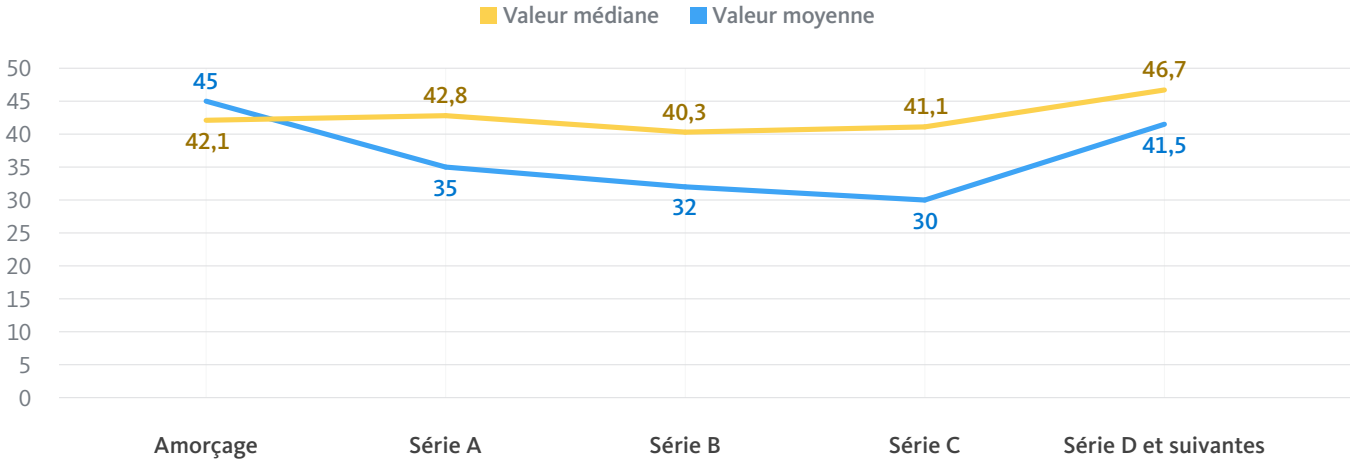
La proportion des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient des droits d'exclusivité en faveur du ou des investisseurs principaux à l'étape du sommaire des modalités est affichée ci-dessous.

80,9 %
Oui

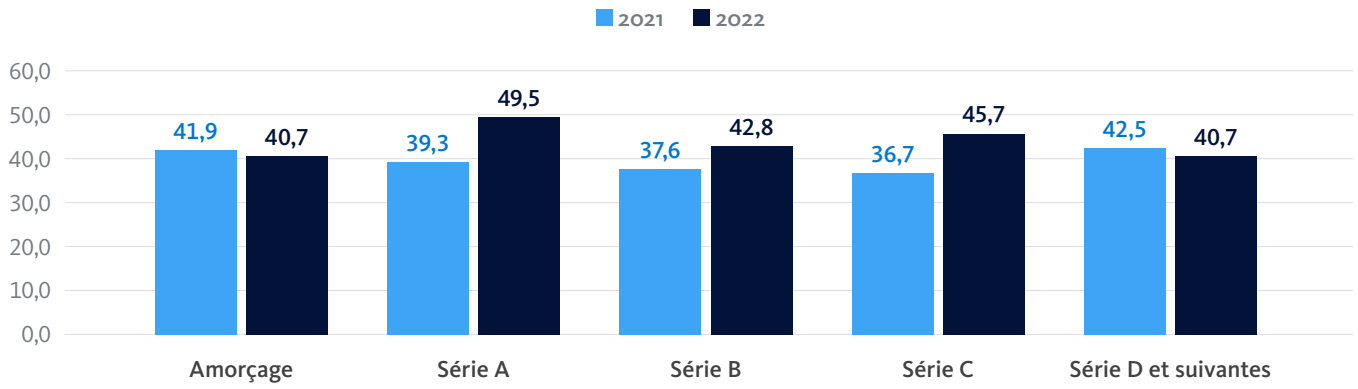
19,1 %
Non

Financements avec des dispositions sur l'exclusivité, durée médiane et moyenne selon le tour de financement

Pour les financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération,* le graphique illustre la durée médiane et moyenne des droits d'exclusivité en faveur du ou des investisseurs principaux à l'étape du sommaire des modalités, selon le tour de financement.



Le graphique ci-dessous compare les données du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* de 2022 et de 2021 concernant la durée moyenne des droits d'exclusivité en faveur du ou des investisseurs principaux à l'étape du sommaire des modalités, selon le tour de financement. Il est clair que la durée moyenne des droits d'exclusivité en 2022 est restée généralement cohérente avec celle de 2021, même si la durée médiane entre la date de signature du sommaire des modalités et la date de clôture du financement a augmenté en 2022 (comme il est mentionné plus haut).



Seuils d'approbation pour les porteurs d'actions privilégiées dans les conventions entre actionnaires, modifications

Les graphiques qui suivent présentent, pour les financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, la composition du seuil de la « majorité des actions privilégiées » prévu dans la convention de vote, la convention de droit de premier refus et de vente conjointe, et la convention de droits des investisseurs. Plus précisément, ils indiquent si un seuil unique a été utilisé (par exemple, au moins 50 % des droits de vote rattachés aux actions privilégiées en circulation) ou si des seuils multiples ont été utilisés (par exemple, au moins 50 % des droits de vote rattachés aux actions privilégiées en circulation, y compris au moins 50 % des droits de vote rattachés aux actions privilégiées de série C). Comme l'indiquent les données ci-dessous, dans l'écrasante majorité

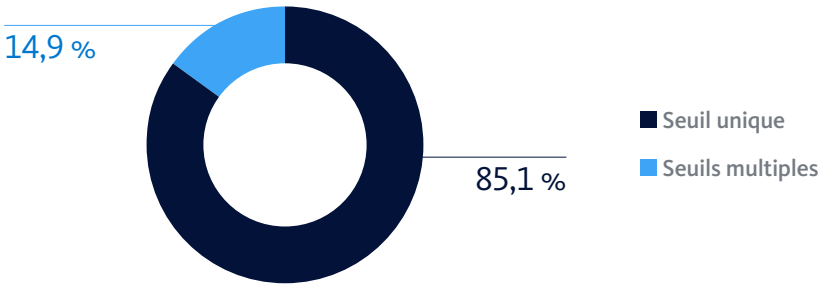
Mettre la table pour le développement durable

Fable

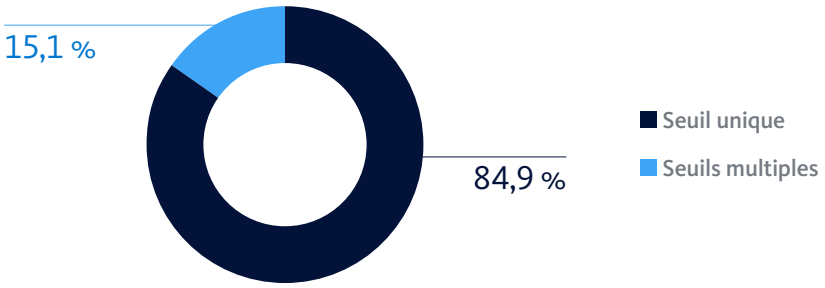
En savoir plus

des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, les conventions, peu importe le type parmi les trois, prévoyaient une « majorité des actions privilégiées » à seuil unique. Le concept de majorité des actions privilégiées revient dans un certain nombre de dispositions clés, notamment celles qui prévoient certaines mesures nécessitant l'approbation des actionnaires, le déclenchement du droit d'entraînement et l'approbation des modifications et des renonciations à certains droits.

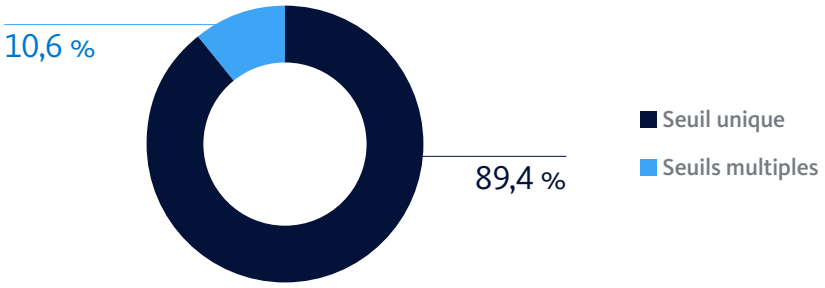
Conventions de vote



Conventions de droits des investisseurs



Conventions de droit de premier refus et de vente conjointe



Droits d'information et droits d'inspection accordés aux actionnaires privilégiés

La convention de droits des investisseurs confère à certains actionnaires privilégiés des droits d'information (par exemple, le droit de recevoir des informations financières annuelles et trimestrielles sur l'entreprise) et des droits d'inspection (par exemple, le droit d'examiner les livres et les registres de l'entreprise). D'après les données ci-dessous, dans l'écrasante majorité des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, de tels droits d'information et d'inspection n'ont été accordés qu'à un sous-ensemble d'actionnaires privilégiés, à savoir les « gros investisseurs ».

Dans le cadre d'un financement, les gros investisseurs s'entendent habituellement des actionnaires privilégiés qui détiennent un nombre minimum d'actions privilégiées ou un pourcentage minimum des titres de capitaux propres de l'entreprise après dilution (par exemple, 5 % des titres de capitaux propres de l'entreprise après dilution). Il est courant qu'une entreprise limite activement le nombre d'actionnaires avec lesquels elle doit partager ses informations financières sensibles du point de vue de la concurrence et qu'elle limite cette obligation à ses investisseurs les plus importants (qui ne sont pas des concurrents).

9,4 %
Tous

90,6 %
Actionnaires privilégiés particuliers (p. ex. investisseurs importants)

Droits de souscription au prorata accordés aux actionnaires privilégiés

De même, la convention de droits des investisseurs confère à certains actionnaires des droits de souscription au prorata (souvent appelés droits de préemption). Tout comme pour les droits d'information, dans la grande majorité des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* prévoyant l'octroi de droits de souscription au prorata ou droits de préemption aux actionnaires privilégiés, ceux-ci ne sont accordés qu'à un sous-ensemble d'actionnaires privilégiés, à savoir les gros investisseurs et les gros actionnaires. Comme il est indiqué ci-dessus, dans le cadre d'un financement, les gros investisseurs s'entendent généralement des actionnaires privilégiés qui détiennent un nombre minimum d'actions privilégiées ou un pourcentage minimum des titres de capitaux propres de l'entreprise après dilution (par exemple, 5 % des titres de capitaux propres de l'entreprise après dilution). Les droits de souscription au prorata confèrent à un investisseur le droit (mais non l'obligation) de participer aux tours de financement

subséquents de l'entreprise afin de maintenir son pourcentage de participation dans l'entreprise (sous réserve de certaines exceptions liées au marché). Comme pour les droits d'information, ce droit précieux est généralement réservé aux actionnaires privilégiés les plus importants de l'entreprise.

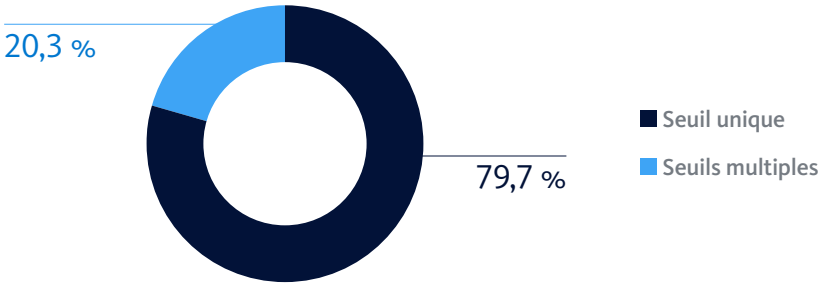
12,8 % Tous

87,2 % Actionnaires privilégiés particuliers (p. ex. investisseurs importants)

Seuils d'approbation des actionnaires privilégiés dans les conventions de vote, clause d'entraînement

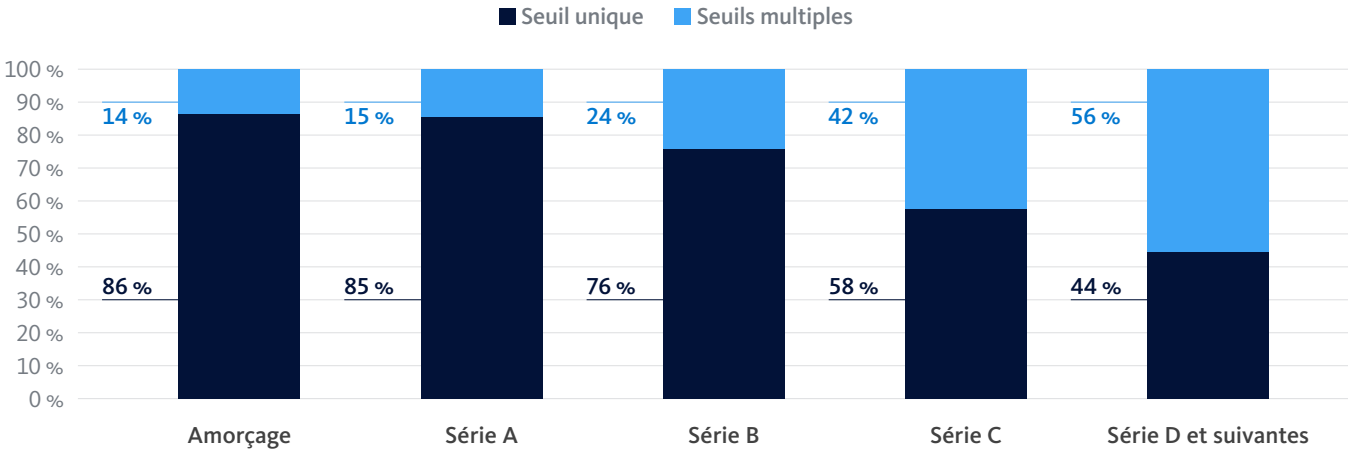
Selon les conventions types de la CVCA, la convention de vote prévoit une clause d'entraînement aux termes de laquelle, si les actionnaires, dans une proportion égale ou supérieure au seuil convenu (et le conseil), approuvent une opération de sortie, tous les autres actionnaires sont tenus d'y participer. Aux termes de la clause d'entraînement type, il y a entraînement si les détenteurs d'un pourcentage convenu d'actions privilégiées, les détenteurs d'un pourcentage d'actions ordinaires et le conseil donnent leur approbation. Les graphiques ci-dessous analysent chacun des seuils en question.

En ce qui concerne le seuil applicable aux actions privilégiées, environ 80 % des conventions de vote conclues dans le cadre des financements inclus dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* prévoyaient un seuil unique d'approbation de la part des actionnaires privilégiés (par exemple, la majorité des droits de vote rattachés aux actions privilégiées en circulation). Seulement 8,9 % de ces financements prévoyaient un seuil nécessitant l'approbation de plusieurs groupes d'actionnaires privilégiés (par exemple, la majorité des droits de vote rattachés aux actions privilégiées, y compris la majorité des droits de vote rattachés aux actions privilégiées de série B).



Seuils d'approbation pour les porteurs d'actions privilégiées dans les conventions de vote, clause d'entraînement (selon le tour de financement)

Si l'on examine de plus près les données relatives aux seuils d'approbation des actionnaires privilégiés, on constate qu'on a eu recours aux seuils multiples plus fréquemment dans le cadre des financements à des étapes ultérieures. Il faut s'y attendre, surtout si l'évaluation de l'entreprise augmente sensiblement à l'occasion d'un tour de financement ultérieur (par exemple, si le tour de série C s'est fait à 10 $ l'action et celui de série D, à 100 $ l'action). Dans un tel cas, les nouveaux actionnaires (qui seront des détenteurs d'actions privilégiées minoritaires) pourraient chercher à obtenir des protections supplémentaires afin de ne pas être entraînés dans une opération de sortie, notamment des droits d'approbation précis concernant le déclenchement de la clause d'entraînement.



Laissez-nous vous aider à vous tenir à jour.
Recevez les mises à jour par courriel.

Inscrivez-vous maintenant

Nous sommes profondément reconnaissants de l'aide apportée par notre équipe Osler à l'œuvre — Services transactionnels et par nos étudiants d'été 2022 — Sandra Sbrocchi, Joshua Murray, Lynnea Maki, Sahar Ayub, Chelsea Bland, Manvir Rai, Ugochukwu Mbakogu, Jacqueline Kang et Sarah McGregor. Leur contribution a été essentielle à la réalisation de ce rapport.

À propos d'Osler, Hoskin & Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l.

Osler est un cabinet d'avocats de premier plan ayant une seule priorité – vos affaires. Que ce soit de Toronto, Montréal, Calgary, Ottawa, Vancouver ou New York, notre équipe fournit des conseils à ses clients canadiens, américains et internationaux relativement à un large éventail de questions juridiques nationales et transfrontalières. Notre approche intégrée nous permet d'offrir un accès direct à l'un de nos 500 avocats afin de fournir des solutions juridiques efficaces, proactives et pratiques dictées par vos besoins. Depuis plus de 150 ans, nous avons bâti notre réputation à fournir les réponses dont vous avez besoin, quand vous en avez besoin.

Le droit à l'œuvre.

Osler, Hoskin & Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l.
Montréal Toronto Calgary Ottawa Vancouver New York | **osler.com**

© 2023 Osler, Hoskin & Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l.
Tous droits réservés. 04/2023

OSLER