Analyse du financement d'entreprises en 2012

12

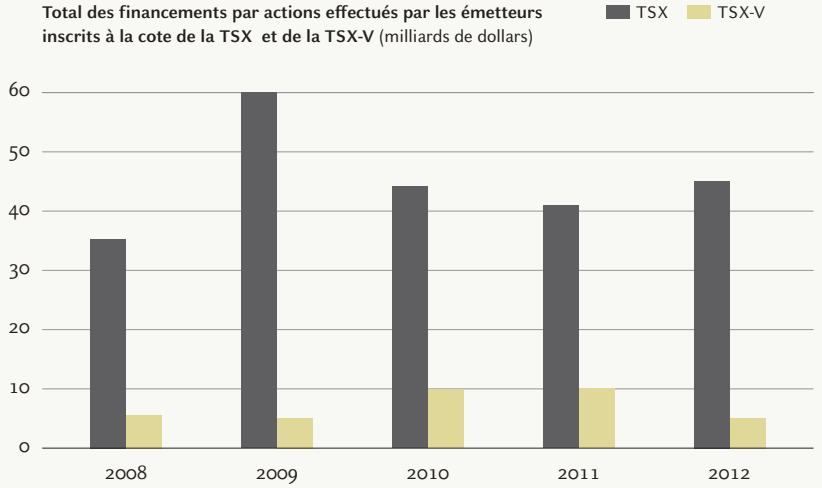
par Desmond Lee et Michael Innes

Plus de quatre ans après le début de la crise financière mondiale, les marchés canadiens des titres de participation et de créance continuent à présenter à la fois des possibilités et des défis pour les émetteurs. Même si on a beaucoup écrit sur la relative stabilité du système financier et de l'économie du Canada, cela ne s'est pas forcément traduit par un marché stable pour la mobilisation de capitaux pour l'ensemble des émetteurs en tout temps. Quand on fait le bilan des cinq dernières années, on constate plutôt que des occasions se sont présentées (et sont disparues) à différents moments et dans différents secteurs. Dans un marché parfois caractérisé par des comportements grégaires, la qualité et les atouts concurrentiels de l'émetteur restent des facteurs déterminants de la réussite ou de l'échec d'une mobilisation de capitaux.

Les événements politiques et économiques créent des possibilités sur les marchés financiers

Même si la crise financière américaine est maintenant derrière nous, les marchés financiers canadiens continuent de subir les contrecoups des récents événements politiques et économiques survenus dans le monde. Il est intéressant de noter que le total du financement par actions à la TSX au cours des cinq dernières années a atteint un sommet en 2009. Cela s'explique entre autres par la conjoncture favorable dont ont joui à ce moment-là les émetteurs du secteur de l'or et des produits de base, ainsi que les institutions financières qui désiraient raffermir leur bilan.

Total des financements par actions effectués par les émetteurs inscrits à la cote de la TSX et de la TSX-V (milliards de dollars)

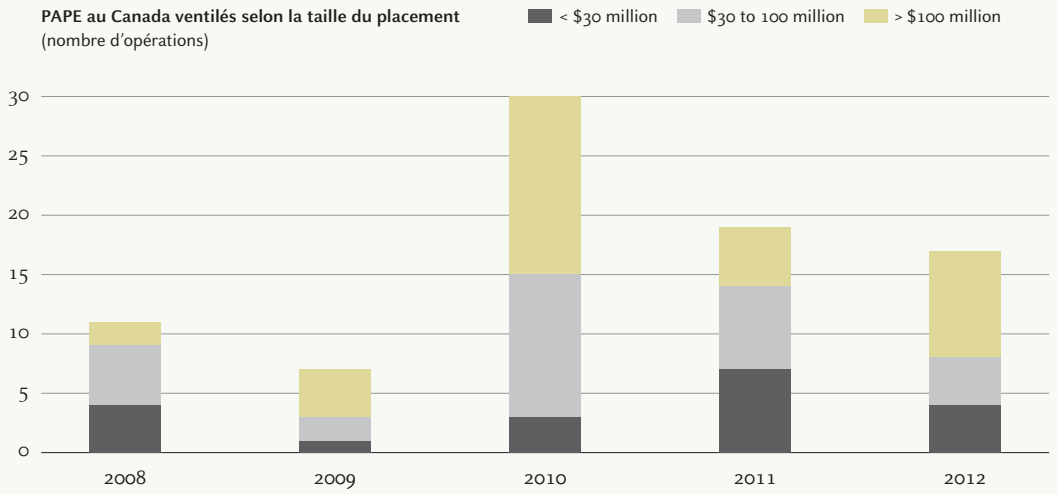


Source : Statistiques du Groupe TMX sur le financement par actions. Inclut le produit des PAPE et des placements secondaires comprenant les émissions d'actions sur le capital autorisé et les reclassements au moyen de prospectus. Les données de 2012 sont en date de la fin novembre.

Plus récemment, les occasions ont été plus sporadiques. Les nouvelles émissions d'actions ont connu un démarrage lent en 2012 (le premier PAPE de l'année à la TSX a été conclu à la fin d'avril), mais ont fini l'année en beauté, à l'inverse de l'année précédente. La capacité de conclure des opérations avec célérité a souvent fait toute la différence entre la réussite et l'échec étant donné les remous sur les marchés. Les émetteurs feraient bien également de se préparer à l'éventualité que leurs transactions n'aboutissent pas. Fait rare auparavant au Canada, près de 20 % des PAPE – soit un sur cinq – ont été retirés au cours des trois dernières années, sans compter les émetteurs qui ont entamé le processus, mais qui ne se sont pas rendus à l'étape du dépôt initial.

EN 2012, OSLER A REPRÉSENTÉ DES ÉMETTEURS OU DES COURTIERS DANS LE CADRE DE PLACEMENTS EFFECTUÉS PAR LES SOCIÉTÉS SUIVANTES :

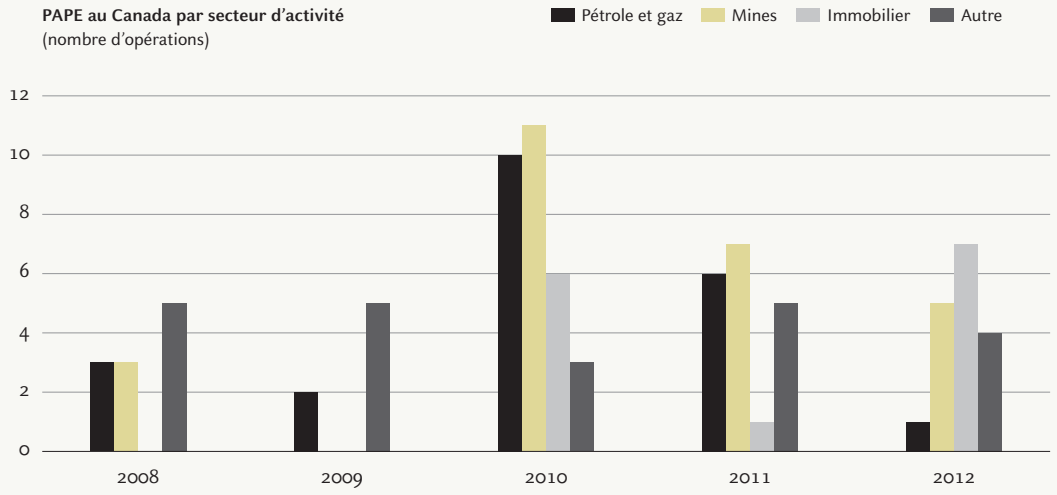
- **Aéroports de Montréal**
- **Angle Energy Inc.**
- **Cameco Corporation**
- **Emera Incorporated**
- **Fairfax Financial Holdings Limited**
- **Hydro One Inc.**
- **Novadaq Technologies Inc.**
- **Parallel Energy Trust**
- **Rogers Communications Inc.**
- **TELUS Corporation**
- De nombreux FPI, dont le **groupe de FPI de Dundee**, **Chartwell Seniors Housing REIT** et **Calloway REIT**



Source : FPInfomart. Inclut les PAPE négociés de plus de 10 millions de dollars comprenant une inscription à la cote de la TSX ou de la TSX-V. Exclut les opérations de sociétés de capital de démarrage (SCD). Certaines opérations amorcées en 2012 n'avaient pas été conclues au moment de mettre sous presse.

Il est peut-être étonnant de constater que 2010 a été l'année la plus forte et 2009 la plus faible pour ce qui est des PAPE réalisés au Canada au cours des cinq dernières années. Trente opérations ont eu lieu en 2010, ce qui en fait la période la plus faste pour les PAPE depuis le début de la crise financière mondiale, même si ce nombre est nettement inférieur aux 44 opérations conclues en 2007. À l'opposé, l'année 2009 – et non 2008 – ressort comme une des périodes les plus faibles des dernières années en termes de PAPE (il n'y en a eu que sept), même si le financement par actions total a été par ailleurs robuste cette année-là au Canada.

Le graphique ci dessous présente la répartition sectorielle des PAPE canadiens depuis cinq ans.



Source : FPInfomart. Comprend les PAPE négociés de plus de 10 millions de dollars comprenant une inscription à la cote de la TSX ou de la TSX-V. Exclut les opérations de SCD. Certaines transactions amorcées en 2012 n'avaient pas été conclues au moment de mettre sous presse.

Dans un contexte où l'on évoque la possibilité que la production nationale croissante de pétrole aux États-Unis remplace les sources d'approvisionnement canadiennes, le nombre de nouveaux émetteurs dans le secteur pétrolier et gazier à avoir pénétré le marché au Canada a fortement reculé. Après une période favorable, le nombre de nouveaux émetteurs du secteur pétrolier et gazier réalisant des PAPE traditionnels a atteint un sommet en 2010. Mais, en 2012, un seul émetteur de ce secteur (la fiducie de revenu d'actifs étrangers Argent Energy Trust) a réussi son PAPE. Argent a finalement pu conclure son PAPE en août après de nombreuses tentatives. Une autre fiducie de revenu d'actifs étrangers du secteur pétrolier et gazier a dû retirer son PAPE faute d'avoir pu arriver à un accord sur le prix au terme de son processus de commercialisation, tandis qu'une fiducie de revenu d'actifs étrangers du même secteur a retiré officiellement son PAPE en 2012 après avoir annoncé ses intentions en 2011. Selon nous, la structure de fiducie de revenu d'actifs étrangers n'est pas en cause dans ces retraits. Les possibilités pour les entreprises non canadiennes de mobiliser des capitaux au Canada continueront de croître, que ce soit au moyen d'une structure de fiducie de revenu d'actifs étrangers ou dans le cadre d'opérations de placement traditionnelles.

Après avoir été évincés des marchés canadiens des PAPE en 2008 et 2009 sous l'impulsion de la conjoncture aux États-Unis, les fonds de placement immobilier (FPI), aussi appelés *fiducies* ou *sociétés de placement immobilier*, ont fait un retour en force, s'imposant comme le segment le plus actif en termes de PAPE en 2012. Les deux premiers PAPE réalisés à la TSX pendant l'année ont été le fait de FPI, tout comme deux des PAPE négociés vers la fin de l'année. Au moment de mettre sous presse, au moins l'un d'eux devait être reporté jusqu'en 2013. Profitant d'un accès aux marchés financiers, les FPI ont fait partie des rares acquéreurs à avoir été en mesure de concurrencer les grandes caisses de retraite pour attirer les investissements. Nous nous attendions à un certain ralentissement du rythme des nouveaux FPI entrant sur le marché en 2013, les opérations effectuées en 2012 n'étant pas encore absorbées. Or, la liste d'émetteurs de qualité pourrait s'allonger si l'on en juge par l'annonce faite récemment par Les Compagnies Loblaw limitée de son intention de créer un FPI dans le cadre d'un PAPE, ainsi que les spéculations entourant d'autres opérations possibles de la sorte. Fait intéressant, malgré le nombre élevé de placements subséquents effectués par des FPI en 2011, seul un nouvel émetteur immobilier (Dundee International REIT) a réalisé un PAPE traditionnel en 2011. Tout porte donc à croire qu'il faudra du temps avant que le marché des nouveaux FPI soit saturé.

Comme c'était le cas pour les émetteurs gaziers et pétroliers, les PAPE réalisés par des émetteurs du secteur minier ont atteint un sommet en 2010 en raison d'une forte demande de produits de base. Le nombre de PAPE et de placements subséquents par des sociétés minières a diminué en 2012. Bien qu'un certain nombre d'opérations aient été réalisées dans le secteur minier, il s'agissait généralement de placements de faibles montants, la seule exception étant le PAPE de 300 millions de dollars d'Ivanplats Limited, un émetteur canadien dont tous les actifs sont situés en Afrique. Nous pensons que le marché sera de nouveau réceptif aux émetteurs de qualité du secteur minier en 2013.

La faiblesse des taux d'intérêt ouvre des perspectives sur les marchés des titres de créance

L'année 2012 s'est révélée une année riche de possibilités pour bon nombre d'émetteurs de titres de créance canadiens. Les faibles taux d'intérêt, combinés à un certain apaisement des inquiétudes entourant la crise de la dette souveraine européenne à la mi-année, ont permis aux émetteurs d'offrir des titres de créance assortis de coupons à des taux historiquement bas. Comme les années précédentes, les occasions ont été sporadiques et ponctuelles, mais le rythme des émissions sur douze mois témoigne de la vigueur soutenue de la demande de crédit.

Les émetteurs de titres de créance à rendement élevé canadiens ont pu saisir de nombreuses occasions, les investisseurs ayant continué de chercher le rendement dans un contexte de faibles taux d'intérêt. Le volume d'émissions a augmenté sur douze mois, un nombre important de transactions ayant eu lieu dans le secteur de l'énergie. Les clauses restrictives associées aux titres canadiens à rendement élevé sont toujours en évolution, mais reproduisent généralement celles du marché à rendement élevé des États-Unis.

En 2012, l'émission d'obligations à long terme échéant dans plus de 50 ans a connu une hausse sensible. Soulignons notamment l'émission par Enbridge Pipelines Inc. en juillet 2012 d'une obligation échéant en juillet 2112 et assortie d'un coupon de 4,1 %, la première obligation à 100 ans émise au Canada depuis 1997. Jusqu'ici, le marché de ces obligations s'est limité aux services publics et aux caisses de retraite, les investisseurs jugeant que ces entités sont les plus susceptibles d'être toujours en activité à l'échéance. Pour le bon émetteur, les obligations à long terme offrent la possibilité de profiter des faibles taux d'intérêt actuels dans le cadre d'une stratégie de financement stable à long terme.

La fréquence des sollicitations de consentement est à la hausse

Longtemps considérées comme rares sur le marché canadien, les sollicitations de consentement sont devenues une façon populaire de demander des modifications aux modalités des titres de créance. En 2012, l'activité de sollicitation de consentement s'est sensiblement accrue, tant pour les titres de créance à rendement élevé que pour les obligations de bonne qualité.

Le vieil adage selon lequel rien n'est gratuit est particulièrement vrai dans un processus de sollicitation de consentement, puisque les émetteurs doivent souvent payer des « droits de consentement » élevés pour inciter les investisseurs à accepter de modifier les modalités d'obligations ou d'autres titres de créance. Le montant de ces droits dépend de la nature des modifications. Mais il peut aussi arriver que les investisseurs refusent toute modification, peu importe le prix que l'émetteur est prêt à payer. Un ou plusieurs porteurs d'obligations importants peuvent en effet mettre des bâtons dans les roues aux émetteurs qui tentent de faire approuver des modifications nécessaires, ce qui peut s'avérer particulièrement frustrant. Pour éviter ce genre de situation, il vaut mieux demander l'avis d'un investisseur clé avant de solliciter les autres détenteurs d'obligations. Il faut également tenir compte de l'incertitude inhérente aux sollicitations de consentement au moment d'émettre les titres de créance et s'assurer que les modalités de ceux-ci offriront la souplesse voulue à l'avenir.

COLLABORATEURS

Desmond Lee
Associé, Droit des sociétés
dlee@osler.com
416.862.5945

Michael Innes
Associé, Droit des sociétés
minnes@osler.com
416.862.4284