



Évitons de voir le contexte ayant fait suite à la crise financière mondiale comme la *nouvelle* norme : la situation actuelle est de fait entièrement normale

par Desmond Lee et Michael Innes

Une faible croissance économique, l'abaissement du cours des métaux et l'essoufflement du secteur des FPI sont autant d'éléments du contexte financier canadien actuel. Même si les émissions de titres ne se sont pas multipliées au même rythme effréné qu'aux États-Unis, l'année 2013 a été plutôt normale au Canada en ce qui concerne l'ensemble des activités de financement par actions, et les émissions de titres de créance ont connu une autre année remarquable. Il faut s'attendre à des résultats comparables cette année, sauf si la croissance économique est plus forte que prévu.

Marchés de capital de risque

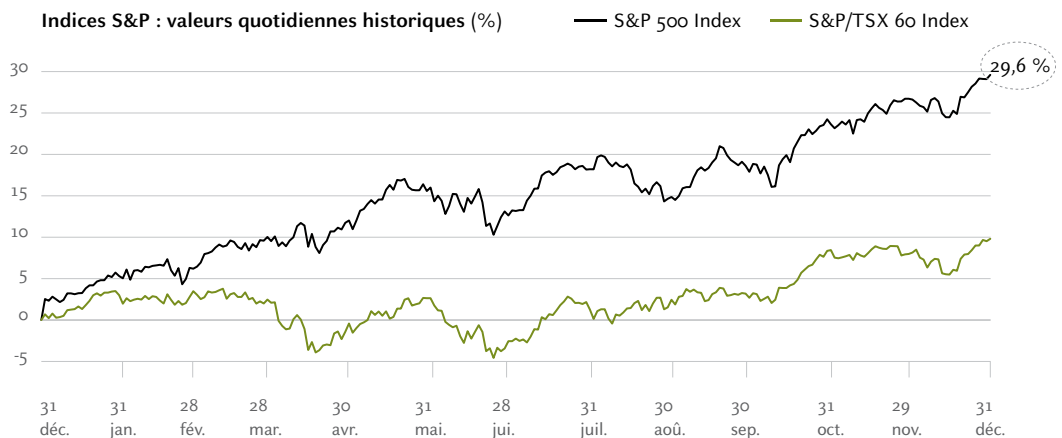
Les marchés boursiers canadiens sont généralement en hausse mais se font devancer par les marchés américains

Les titres américains ont connu une année record grâce à des conditions économiques et de marché favorables, ce qui a propulsé tant le S&P 500 que le Dow Jones à des niveaux record en 2013. La solide performance des marchés boursiers a stimulé la réalisation d'opérations financières aux États-Unis, où 222 PAPE ont été effectués en 2013, un sommet depuis le boom technologique de 2000.



Commentaires d'Osler sur *Évitons de voir le contexte ayant fait suite à la crise financière mondiale comme la nouvelle norme : la situation actuelle est de fait entièrement normale*

Chapitre 6 : Évitions de voir le contexte ayant fait suite à la crise financière mondiale comme la *nouvelle* norme : la situation actuelle est de fait entièrement normale



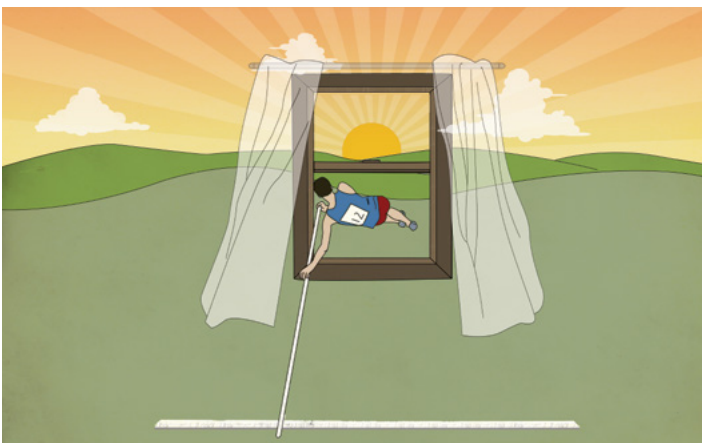
S&P Source: Indices S&P Dow Jones LLC, qui fait partie de McGraw Hill Financial. Le rendement sur un an a été établi au 31 décembre 2013.

La sous-performance des titres canadiens par rapport aux titres américains s'est accentuée en 2013, alors que le rendement annuel du S&P 500 était en hausse de presque de 30 % à la fin de l'année, soit presque le triple du rendement des indices composés S&P/TSX 60 et S&P/TSX sur la même période; ce rendement annuel est par ailleurs le plus élevé depuis 1997.

Le marché canadien des PAPE n'a pas profité des opinions favorables que l'on présentait aux États-Unis et a obtenu des résultats très inférieurs à ceux de sa contrepartie américaine, même de façon relative. Dix-neuf PAPE ont été effectués au Canada en 2013¹; ce résultat marque une progression par rapport aux 14 PAPE réalisés en 2012, mais n'équivaut même pas à la moitié du résultat enregistré en 2007. Tout comme cela a été le cas ces dernières années, les conditions du marché au Canada ont été instables et sont demeurées contraignantes pour de nombreux émetteurs. Dans certains cas, on avait affaire à un marché acheteur et les émetteurs ont dû modifier le prix de leurs titres, la taille de leurs émissions ou les modalités de celles-ci pour être en mesure de réaliser des opérations. Mais cette situation doit être considérée comme

parfaitement normale, sauf, peut-être, lorsque le marché est à la hausse ou qu'il y a un engouement marqué pour un produit donné (comme dans le cas des fiducies de revenu du début jusqu'au milieu des années 2000, des FPI ces dernières années, etc.). Il est devenu facile d'imputer l'apparition de ce risque normal lié au marché à la crise financière mondiale et aux événements économiques survenus en Europe et aux États-Unis dans la foulée de cette crise.

Pour nombre d'émetteurs de moindre envergure, il a fallu faire preuve de souplesse, de détermination et d'ouverture d'esprit pour conclure des opérations dans un tel contexte. Encore une fois, certains émetteurs ont géré les risques liés au marché en



¹ Comprend le PAPE de Pattern Energy Group Inc., société du Delaware cotée à la Bourse de Toronto.

cherchant des façons non conventionnelles de procéder à un PAPE et, notamment, en séparant les étapes de l'inscription en bourse et de la mobilisation de capitaux. Ces stratégies ont été utilisées dans de nombreux secteurs, y compris dans le secteur immobilier (PRO REIT), dans le secteur des technologies (ViXS Systems Inc.) et dans les secteurs pétrolier et gazier (Caracal Energy Inc.).

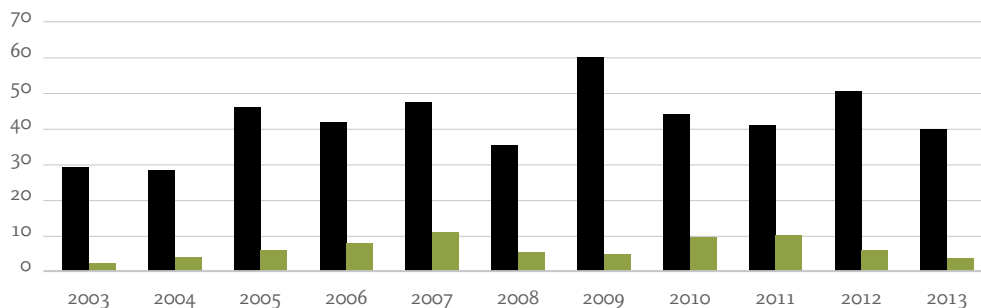
Régression des opérations de financement par actions en 2013

Le financement total par actions au Canada a chuté en 2013 par rapport à 2012, mais pas autant que l'avaient peut-être cru les émetteurs et leurs conseillers. Le produit des émissions de titres a diminué d'environ 23 %, alors que le volume d'opérations sur titres a baissé d'environ 15 %. Jumelés à la faiblesse continue du secteur des mines et à un ralentissement considérable des activités d'émissions de titres par des FPI, ces résultats font de l'année 2013 une année tout au plus moyenne en ce qui concerne le financement par actions au Canada, et lors de laquelle de nombreuses émissions de titres notables et bien accueillies ont eu lieu parallèlement à plusieurs autres n'ayant pas été aussi fructueuses. Du côté des bonnes nouvelles, il y a eu une hausse d'intérêt de la part des investisseurs provenant de secteurs autres que le secteur de l'immobilier, les secteurs pétrolier et gazier, et les secteurs des mines et de l'énergie, le tout s'étant accompagné de plusieurs PAPE réussis et d'émissions subséquentes effectuées par des émetteurs des secteurs de la technologie et de la consommation, et de diverses industries.

Le volume d'opérations de financement par actions se maintient sur le long terme

Malgré la perception voulant que les conditions du marché aient été difficiles depuis le début de la crise financière mondiale, il est important de mettre l'expérience des dernières années en contexte. Sur une période de 10 ans, le volume d'opérations de financement par actions a été remarquablement stable au Canada.

Valeur totale des opérations de financement par actions réalisées par des émetteurs inscrits à la TSX et la TSX-V (en milliards de dollars)



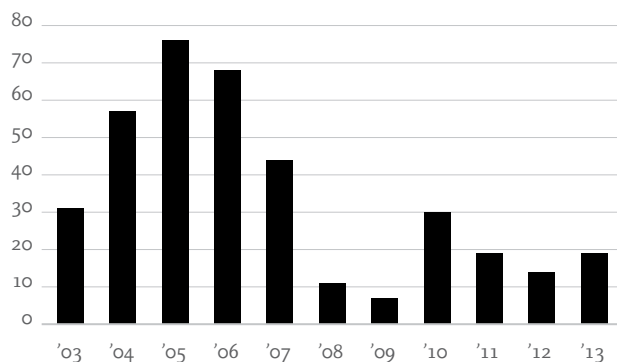
Source : statistiques du Groupe TMX relatives au financement par actions. Comprend le produit tant des PAPE que des émissions de titres subséquentes, établi en fonction de la trésorerie ou sur une base secondaire.

Pour la période allant de 2003 à 2013, le produit total des émissions de titres effectuées par des entreprises inscrites à la TSX se chiffre en moyenne à tout juste un peu plus de 40 milliards de dollars par année et a dépassé cette moyenne lors de sept des dix dernières années.² Même en plein cœur de la crise financière mondiale de 2008,

² Au moment de la publication de cet article, nous ne disposons pas de renseignements complets pour l'année 2013.

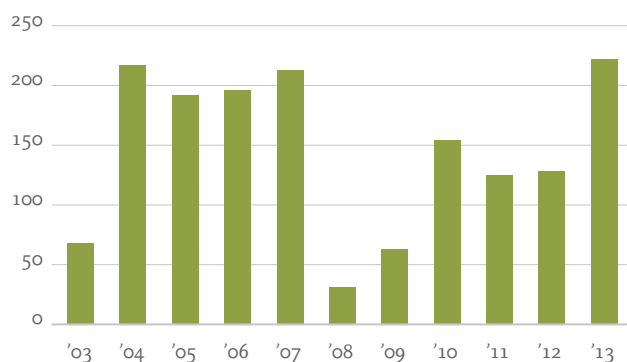
le produit total des émissions de titres effectuées par des entreprises inscrites à la TSX s'est élevé à plus de 35 milliards de dollars. Puis des records ont été établis en 2009, alors que ce produit total a atteint 60 milliards de dollars grâce au cours élevé de l'or et des marchandises et à des opérations de mobilisation de capitaux réalisées par des banques et d'autres institutions financières. Ces données démontrent que les volumes d'opérations enregistrés depuis 2008 se comparent favorablement à ceux observés avant la crise.

PAPE effectués au Canada
(nombre d'opérations)



Source : FPInfomart. Comprend les PAPE mis en marché d'une valeur de plus de 10 millions de dollars et qui s'appuyaient sur une inscription à la TSX ou la TSX-V. Exclut les opérations de SCD et les fonds de placement.

PAPE effectués aux États-Unis
(nombre d'opérations)



Source : Renaissance Capital, société spécialisée dans les investissements visant à tirer profit de PAPE (www.renaissancecapital.com). Exclut les sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SAVS), les sociétés d'investissement à capital fixe et les fiducies.

Quel est le marché naturel pour les PAPE au Canada?

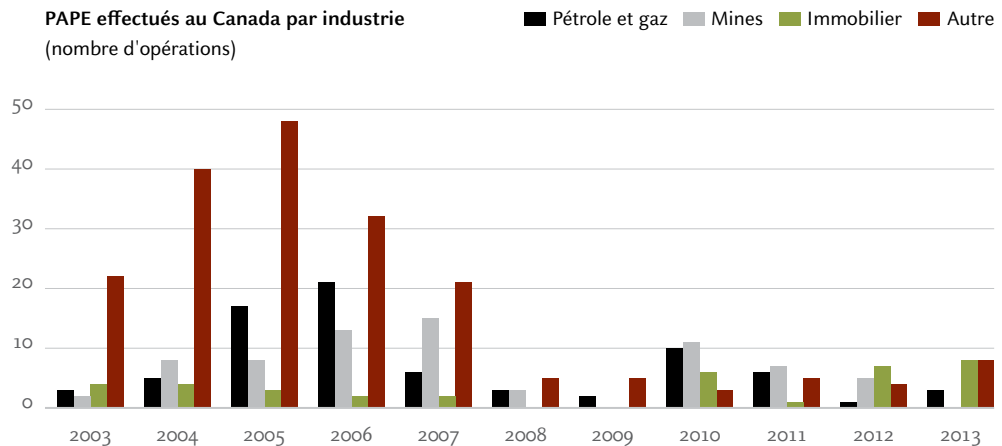
Lorsqu'on examine les PAPE effectués au Canada durant la même période de 10 ans, il serait facile de conclure que les volumes d'opérations associés à cette période sont sans commune mesure avec ceux réalisés durant les années précédant la crise financière. Cela est peut-être vrai, mais il faut aussi tenir compte du fait que durant ces années-là, les volumes de PAPE dépassaient largement les moyennes historiques au Canada en raison de l'apport des fiducies de revenu émettrices qui faisaient leur entrée sur le marché à l'époque.

Le volume de PAPE réalisés aux États-Unis avant 2008 a été passablement stable, s'étant maintenu à environ 200 opérations du genre par année, puis il a fortement chuté lorsque la crise financière a débuté en 2008. Le volume de PAPE a ensuite remonté aux États-Unis et aurait très bien pu atteindre la marque des 200 en 2011 ou 2012, n'eût été de la crise économique en Europe et du contexte fiscal américain.

Pourquoi les activités liées à des PAPE ont-elles évolué d'une manière aussi différente au Canada? Nous croyons que cela est surtout imputable à l'effet déformant produit par le boom de fiducies de revenu durant les années ayant mené à la crise financière. Durant cette période, les volumes d'opérations élevés témoignaient du fait que les investisseurs recherchaient non pas tant des PAPE que des produits qui offraient des avantages fiscaux ainsi qu'un bon rendement. Le nombre de PAPE a atteint un sommet au Canada en 2005, puis il a chuté lorsque le gouvernement fédéral a annoncé, à la fin de 2006, la création d'une taxe visant les entités intermédiaires de placement déterminées (EIPD) et qui s'appliquerait aux fiducies de revenu. Les volumes d'opérations avaient déjà régressé lorsque la crise financière s'est déclarée, ce qui donne à penser que l'année 2007 fournit peut-être une meilleure indication de la capacité du marché canadien des PAPE que les données des années antérieures.

Chapitre 6 : Évitez de voir le contexte ayant fait suite à la crise financière mondiale comme la *nouvelle* norme : la situation actuelle est de fait entièrement normale

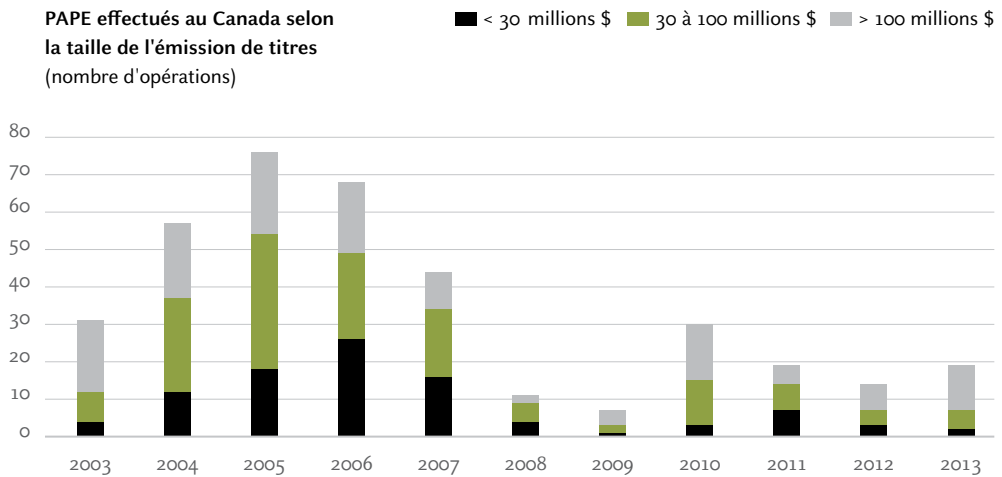
PAPE effectués au Canada par industrie
(nombre d'opérations)



Source : FPIInfomart. Comprend les PAPE mis en marché d'une valeur de plus de 10 millions de dollars et qui s'appuyaient sur une inscription à la TSX ou la TSX-V. Exclut les opérations de FCI et les fonds de placement.

Durant la période allant de 2003 à 2006, la plupart des émetteurs ayant effectué un PAPE et appartenant à la catégorie « autre (industrie) » sont des fiducies de revenu. Durant la même période, le nombre de PAPE de taille modeste ou moyenne a considérablement augmenté.

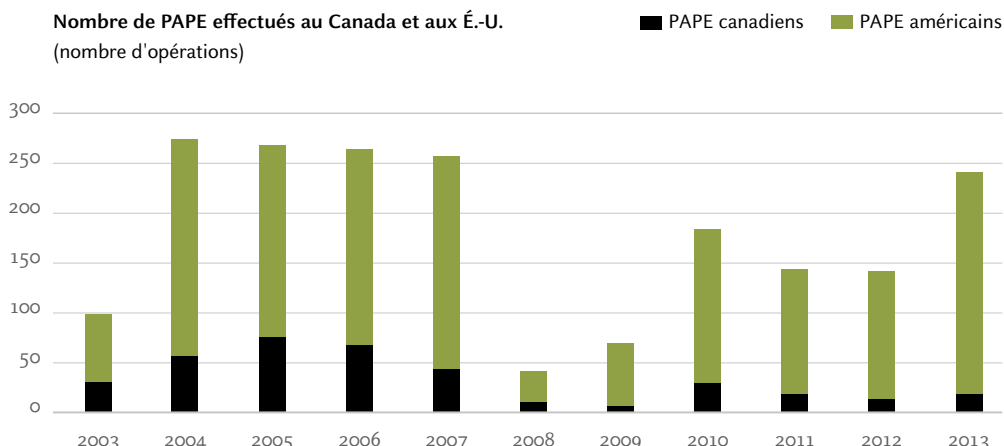
PAPE effectués au Canada selon la taille de l'émission de titres
(nombre d'opérations)



Source : FPIInfomart. Comprend les PAPE mis en marché d'une valeur de plus de 10 millions de dollars et qui s'appuyaient sur une inscription à la TSX ou la TSX-V. Exclut les opérations de FCI et les fonds de placement.

Chapitre 6 : Évitemos de voir le contexte ayant fait suite à la crise financière mondiale comme la *nouvelle* norme : la situation actuelle est de fait entièrement normale

Nombre de PAPE effectués au Canada et aux É.-U. (nombre d'opérations)

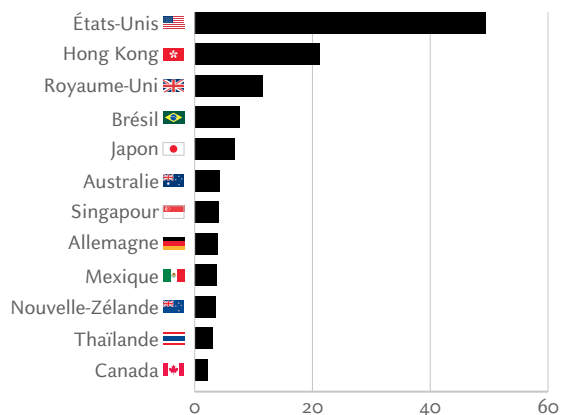


Sources : FPIInformat et Renaissance Capital, société d'investissement dans des PAPE (www.renaissancecapital.com). Les activités canadiennes comprennent les PAPE mis en marché d'une valeur de plus de 10 millions de dollars et qui s'appuyaient sur une inscription à la TSX ou à TSX-V, et elles excluent les opérations de SCD et des fonds de placement. Les activités américaines excluent les opérations de sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SAVS), de sociétés d'investissement à capital fixe et de fiducies.

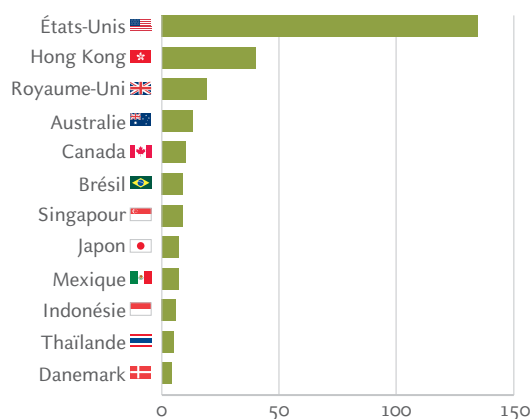
Comment le Canada performe-t-il sur le marché mondial des PAPE?

Comparativement à d'autres marchés, celui du Canada reste un marché de taille moyenne, qui est encore largement tributaire des émetteurs du secteur des mines et des secteurs pétrolier et gazier pour ce qui est de la réalisation de PAPE. En 2013, aucun nouvel émetteur du secteur des mines n'a effectué de PAPE et seulement deux émetteurs des secteurs pétrolier et gazier ont réalisé des opérations de ce genre, de sorte que le Canada s'est classé 12^e selon le critère du produit total des PAPE. Pour ce qui est du nombre d'opérations conclues, le Canada a fini 5^e (derrière les États-Unis, Hong Kong, le Royaume-Uni et l'Australie), avec un volume d'opérations qui équivalait à environ la moitié de celui du Royaume-Uni, au quart de celui de Hong Kong et à moins du dixième de celui des États-Unis.

La course aux PAPE dans le monde (en milliards de dollars US)



La course aux PAPE dans le monde (nombre d'opérations)



Source : Renaissance Capital, société spécialisée dans les investissements visant à tirer profit de PAPE (www.renaissancecapital.com). Comprend tous les PAPE ayant rapporté plus de 100 millions de dollars US.

Pronostics pour 2014

Nous prévoyons que les niveaux d'activité vont quelque peu s'accroître au Canada en 2014, même si nous ne nous attendons pas à une hausse importante des PAPE ou des opérations subséquentes, sauf si le taux de croissance économique ou le cours des marchandises augmente plus que prévu. En plus des signes d'amélioration de l'économie, nous croyons que de nombreux émetteurs accepteront mieux les prix actuels du marché et retourneront sur ce marché après être demeurés sur la touche durant toute l'année 2013 ou une partie de celle-ci. Cela sera le cas, en particulier, des FPI et, potentiellement, des émetteurs du secteur des mines qui sont peut-être à court de solutions.

Marché de l'emprunt

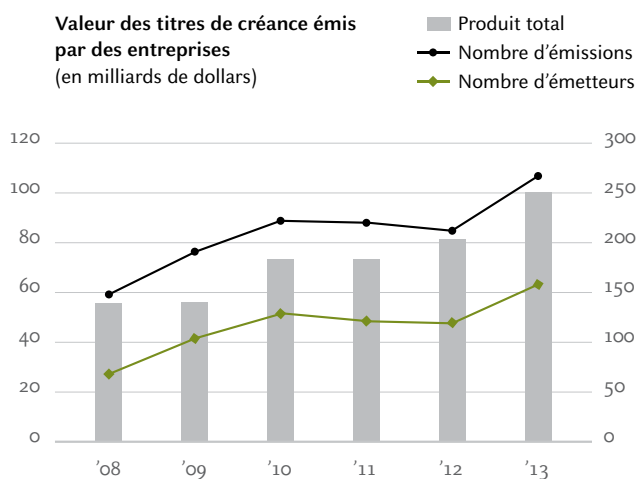
Les faibles taux d'intérêt perdurent

En 2013, les marchés canadiens des titres de créance ont repris leurs activités dans les mêmes conditions qu'à la fin de 2012. Dans un contexte de taux d'intérêt historiquement bas et de l'atténuation des inquiétudes suscitées par des augmentations de taux imminentes par les banques centrales, les volumes d'émission ont été très élevés. Tout comme cela avait été le cas lors des années précédentes, les horizons de marchés n'étaient pas précis et étaient axés sur des occasions potentielles, mais l'augmentation du volume d'émissions de titres d'une année à l'autre confirme que la demande de crédit demeure forte.

Plus tôt durant l'année, des entreprises se sont dépêchées d'effectuer des émissions de titres parce qu'elles craignaient que la Banque du Canada et d'autres banques centrales augmentent les taux d'intérêt de référence, et finalement, il y a eu une autre flambée d'émissions dès que ces inquiétudes se sont dissipées.

Possibilités de rendement élevé

Les émetteurs canadiens de titres de créance à rendement élevé ont profité de ces conditions, alors que les investisseurs ont continué à rechercher de bons rendements dans un contexte de faibles taux d'intérêt. En ce qui concerne les engagements, la situation continue d'évoluer au Canada, mais se compare encore généralement à celle qui prévaut sur les marchés à haut rendement aux États-Unis. Des titres de créance ont souvent été utilisés aux fins du financement d'opérations d'acquisition. Par exemple, Western Energy Services Corp. et Canadian Energy Services & Technology Corp. ont procédé à des



Source : FPIInformart. Exclut les titres de créance émis par des municipalités, des gouvernements et des organismes publics, les titres adossés à des actifs et les obligations hypothécaires.

opérations de financement à haut rendement en 2013 afin de ne plus devoir recourir à du financement par titres de créance pour financer des opérations d'acquisition. Cette approche avait été peu employée sur le marché canadien et pourrait présager la croissance de ce marché.

FPI et billets à taux variable

Durant l'année 2013, de nombreux FPI, dont FPI Dundee et FPI Granite, sont allés sur les marchés des titres de créance pour la première fois. En plus d'accéder à ces marchés, de nombreux FPI ont émis des billets à taux variable (billets assortis d'un taux d'intérêt qui n'est pas fixe durant leur période de validité et qui est rajusté à des dates préétablies selon l'évolution d'un ou de plusieurs taux de référence) pour la première fois à l'automne 2013. Cela fut le cas, par exemple, de Dundee REIT, de FPI Calloway et de FPI Cominar.

Sollicitations de consentements et offres publiques d'achat

Tel que nous l'avons remarqué en 2012, les sollicitations de consentement sont devenues un moyen davantage utilisé pour tenter de faire modifier les modalités applicables à des titres de créance. Les sollicitations de consentement ont continué de se multiplier durant l'année 2013, tant pour les obligations à rendement élevé que les obligations de bonne qualité. On a aussi commencé à recourir à des sollicitations de consentement en conjonction avec des offres publiques d'achat pour des obligations en circulation, ce qui constitue une approche typiquement américaine utilisée pour gérer les obligations qui ne sont plus favorables à l'émetteur. Livingston International Inc., par exemple, a effectué une offre d'achat ainsi qu'une sollicitation de consentement en mars 2013 pour ses billets de premier rang non garantis à 10,125 % venant à échéance le 9 novembre 2015. Mais les sollicitations de consentement et les offres publiques d'achat n'ont pas toutes été couronnées de succès et cela tend à confirmer le principe voulant que les émetteurs devraient examiner attentivement leurs engagements au moment de l'émission de titres afin de s'assurer qu'ils disposent de la marge de manœuvre dont ils estiment avoir besoin pour poursuivre leurs activités dans le futur.

Pronostics pour 2014

En supposant que les taux d'intérêt demeurent stables et qu'aucune crise de confiance ne survienne dans l'intervalle à une échelle macroéconomique, nous prévoyons que le niveau d'activité élevé du marché de l'emprunt se maintiendra en 2014. Nous nous attendons à ce que les émetteurs tentent de refinancer leurs emprunts coûteux en optant plutôt pour des obligations assorties d'un taux d'intérêt traditionnellement peu élevé. De plus, le marché des obligations ne générera pas de flux de capitaux tant et aussi longtemps que les marchés boursiers demeureront incertains et volatils, ce qui entraînera une forte demande de crédit de façon générale.

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