



2025

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

Auteurs : Michael Grantmyre et Ryan Unruch

Table des matières

Introduction	1
Vue d'ensemble des financements par actions privilégiées répertoriés dans le Rapport sur les éléments clés d'une opération	11
Renseignements sur les évaluations et les investissements : financements par actions privilégiées	21
Renseignements sur la structure des financements : financements par actions privilégiées	29
Renseignements sur les modalités de financement : financements par actions privilégiées	37
Renseignements sur les titres convertibles	47

Le *Rapport sur les éléments clés d'une opération : financements par capital de risque de 2025* se veut une source de renseignements généraux uniquement; nul ne doit le considérer comme une source de conseils juridiques ou professionnels. Nous vous recommandons de demander des conseils précis prodigués à la lumière de votre situation particulière. Pour plus de renseignements, vous pouvez communiquer avec les membres du groupe Sociétés émergentes et à forte croissance d'Osler à emergingcompanies@osler.com.

1

Introduction

Nous sommes heureux de vous présenter la cinquième édition annuelle du rapport exhaustif d'Osler, Hoskin & Harcourt S.E.N.C.R.L./s.r.l. traitant des opérations de financement par capital de risque et capital de croissance au sein de l'écosystème des sociétés émergentes et à forte croissance du Canada.

En 2025, l'écosystème canadien du capital de risque a fait preuve d'une résilience continue dans un contexte macroéconomique et géopolitique en constante évolution. La Banque du Canada ayant abaissé ses taux d'intérêt à quatre reprises au cours de l'année, les ramenant de 3,25 % à 2,25 % en octobre 2025, de nombreuses variables économiques internes au Canada se sont améliorées par rapport à 2024, année où les taux d'intérêt oscillaient autour de 5 % avant de commencer à baisser. Cependant, l'année 2025 a également été marquée par le réajustement le plus fondamental de la politique commerciale américaine depuis des décennies. Sous la deuxième administration Trump, la politique commerciale américaine s'est orientée vers un régime tarifaire à plusieurs niveaux qui a imposé des droits de douane importants à de nombreux partenaires commerciaux et non commerciaux des États-Unis, déclenchant des guerres commerciales, des différends et une nouvelle vague d'incertitude économique mondiale. Malgré ce contexte géopolitique général, les données du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* indiquent que les investisseurs déployant des capitaux au Canada sont restés confiants tout au long de l'année, les activités de financement ayant été vigoureuses, notamment grâce à l'émergence de l'intelligence artificielle (IA) comme moteur clé du flux d'opérations et du déploiement de capitaux.

Le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* de 2025 d'Osler recense 140 financements par actions privilégiées – principalement des opérations dans lesquelles Osler est intervenu – et reflète la vigueur persistante du marché canadien du capital de risque. Comme nous le mentionnions ci-dessus, l'année a été marquée par une augmentation notable des opérations de financement dans le secteur de l'IA, les entreprises du secteur ayant réuni dans le cadre de ces opérations 54 % de tous les capitaux investis, ce qui représente un bond par rapport aux 26,4 % enregistrés en 2024. Les capitaux investis dans le cadre des financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* ont totalisé environ 4,5 milliards de dollars américains, en hausse par rapport à 2024 et un sommet pour les opérations dans lesquelles Osler a représenté un client au cours de la période de cinq ans couverte par le rapport. Les financements de série C et de série D et suivantes ont représenté une part importante des opérations de financement en 2025, les capitaux investis dans le cadre de ces financements de croissance ultérieure ayant totalisé respectivement environ 1,4 milliard et 2 milliards de dollars américains.

Comme en 2024, l'année a également été marquée par des investissements importants dans de nouvelles entreprises au sein de l'écosystème canadien du capital de risque. En 2025, les financements de début de croissance (c.-à-d. les financements d'amorçage et de série A) ont encore représenté 70 % de toutes les opérations de financement répertoriées dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, les financements d'amorçage ayant représenté 40 % de ces opérations et les financements de série A, 30 %. Il apparaît clairement que les investisseurs continuent de miser à long terme sur des entreprises prometteuses présentant de bonnes perspectives, des paramètres économiques solides (actuels ou potentiels), une adéquation produit-marché et des fondateurs exceptionnels.

En ce qui concerne l'écosystème canadien des sociétés émergentes et à forte croissance, nous avons constaté que l'intensité des activités de financement par capital de risque s'était maintenue partout au pays. L'Ontario (45,7 % des opérations; 60,8 % des capitaux investis) est demeuré le pôle dominant, suivi du Québec (21,4 % des opérations; 12,8 % des capitaux investis) et de la Colombie-Britannique (12,9 % des opérations; 16,5 % des capitaux investis). Les provinces des Prairies ont maintenu une forte trajectoire de croissance, représentant 12,9 % de tous les financements en 2025, mais ne comptant que pour 4,9 % des capitaux investis, ce qui veut dire que de nombreux financements dans cette région en sont encore à un stade de début de croissance. La proportion des financements dans le secteur de l'IA (23,6 %) et dans le secteur de la santé et des sciences de la vie (23,6 %) a continué d'augmenter de façon importante par rapport à l'ensemble des financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, le secteur de l'IA se classant au premier rang des secteurs pour ce qui est tant du nombre d'opérations que du montant total des capitaux investis.

Les données du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* indiquent que les modalités des opérations de financement par capital de risque au Canada continuent de refléter la documentation de financement type de l'Association canadienne du capital de risque et d'investissement (CVCA) et de la National Venture Capital Association (NVCA) des États-Unis : 96,8 % des financements ont eu recours à de la documentation fondée sur les conventions types de la CVCA et de la NVCA. Cette harmonisation se reflète également dans les Modèles Osler pour les financements d'amorçage récemment publiés, qui s'inspirent étroitement des conventions types de la NVCA, tout en étant adaptés aux pratiques en vigueur au Canada. [En savoir plus](#) (disponible en anglais seulement) sur les Modèles Osler pour les financements d'amorçage.

À propos du Rapport sur les éléments clés d'une opération de 2025

Cette année, le *Rapport sur les éléments clés d'une opération : financements par capital de risque* présente la synthèse des données de 686 opérations de financement par capital de risque et par capital de croissance sous forme d'actions privilégiées réalisées par Osler de 2021 à 2025 et totalisant plus de 15,2 milliards de dollars américains. Le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* de 2025 comporte une nouveauté : il présente des données additionnelles sur les titres convertibles (à la fois 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). Cette partie s'appuie sur 240 opérations de financement par titres convertibles réalisées par Osler en 2024 et en 2025 et totalisant plus de 1,3 milliard de dollars américains. Combinées, toutes ces opérations – à savoir les 686 financements par actions privilégiées et les 240 financements par titres convertibles répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* – ont une valeur globale d'environ 16,5 milliards de dollars américains et représentent un échantillon du volume global des opérations de financement réalisées par Osler.

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, témoigne de notre capacité à produire une publication telle que le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*. Dans le *Global Private Equity Legal Review : Full Year 2024* de LSEG (auparavant Refinitiv), par exemple, Osler s'est classé au premier rang parmi les conseillers juridiques canadiens d'entreprises financées par capital de risque en fonction de la valeur des tours et du nombre de tours. En outre, Osler s'est classé au premier rang parmi les cabinets d'avocats canadiens pour les opérations de financement par capital de risque dans plusieurs catégories des *Annual Global League Tables* de 2025 de Pitchbook. Par ailleurs, le cabinet, qui est reconnu pour son expertise, figure dans les classements de *Chambers Canada* (disponible en anglais seulement) pour 2026 : Osler est le cabinet canadien à figurer depuis le plus longtemps dans la première tranche (*Band 1*) de la catégorie Entreprises en démarrage et émergentes; les deux cochefs du groupe Sociétés émergentes et à forte croissance sont les seuls avocats classés dans la première tranche (*Band 1*) au pays; et le cabinet compte le plus grand nombre d'avocats classés au Canada.

Obtenez un aperçu et une analyse de l'essentiel du Rapport sur les éléments clés d'une opération

Pour en savoir plus sur le rapport, écoutez les membres du groupe Sociétés émergentes et à forte croissance d'Osler discuter des conclusions dans le cadre de notre webinaire à la demande.

Écoutez le webinaire

En janvier 2026, nous avons publié les [Modèles Osler pour les financements d'amorçage](#) (disponible en anglais seulement). Ces modèles s'appuient sur les conventions de financement types établies et peaufinées par le cabinet au fil du temps grâce à la réalisation d'un grand nombre d'opérations de financement par capital de risque, qui ont à la fois façonné et été façonnées par l'écosystème canadien des entreprises en démarrage. Les versions mises à la disposition du public s'alignent sur les versions actuelles des conventions types de la NVCA des États-Unis, tout en restant ancrées dans le droit et les pratiques en vigueur sur le marché canadien, et reflètent un consensus à l'échelle de nos bureaux sur les normes en vigueur sur ce marché. Ainsi, nos modèles constituent un point de départ pratique et éprouvé qui participe à l'efficacité des financements de début de croissance et des investissements transfrontaliers. Nous offrons ces modèles gratuitement dans le but de soutenir l'écosystème canadien du capital de risque et de compléter le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* en adoptant une perspective de marché tout aussi large et tournée vers l'avenir.

Le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* est unique en son genre au Canada en ce qu'il ne s'en remet pas uniquement aux données du domaine public ou aux données provenant de tiers. Il s'appuie aussi sur des données confidentielles anonymisées provenant d'opérations réalisées par Osler. Il offre ainsi au lecteur des analyses plus approfondies et plus complètes sur les opérations de financement qui vont au-delà de celles qui peuvent être réalisées à partir de données accessibles au public; notamment, le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* inclut des données sur des marchés importants tels que la Colombie-Britannique (dont les données sont souvent exclues d'autres rapports, car la province ne met pas les modalités à la disposition du public). Chez Osler, nous publions le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* en partant du principe que tous les intervenants de l'écosystème des sociétés émergentes et à forte croissance devraient avoir accès à des données extraites de documents qui n'ont pas été publiés, y compris des données sur les opérations de financement tirées des sommaires des modalités, des conventions d'achat d'actions, des conventions entre actionnaires et des documents relatifs à des opérations de reclassement et à des titres convertibles. Comme toutes les données présentées dans le rapport proviennent d'opérations de financement réalisées par Osler à l'échelle du pays, les auteurs sont en mesure d'interpréter et de contextualiser les données en s'appuyant sur une connaissance de première main, ce qui leur permet de fournir des analyses pertinentes et des conclusions fiables.

L'une des particularités du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* est qu'il donne à certains clients d'Osler l'occasion de se présenter et de nous raconter leurs parcours, y compris la façon dont ils ont été en mesure de réunir et de déployer des capitaux en 2025. Nous sommes reconnaissants du soutien et de la confiance que nous témoignent ces clients particuliers et plus largement l'ensemble de la clientèle du cabinet. Chez Osler, nous représentons des sociétés émergentes et en croissance ainsi que les personnes qui investissent dans ces sociétés, qui sont issues d'un large éventail de secteurs reposant sur le savoir : nous leur offrons un soutien tout au long de leur cycle de vie et leur fournissons des conseils juridiques sur un large éventail de questions et d'exigences quand ils en ont besoin. Nous sommes fiers de jouer un rôle dans leur parcours et de nous inscrire avec eux dans un cadre plus large : la croissance continue et la résilience de l'écosystème des sociétés émergentes et à forte croissance du Canada, un écosystème qui crée des emplois, promeut l'innovation et attire d'importants investissements nationaux et étrangers.

Bien que nous les jugions pertinents pour le marché, nous avons omis certains points de données dans l'édition de cette année. Nous prévoyons de continuer à élargir et à affiner l'étendue du rapport dans les prochaines éditions. En attendant, nous invitons nos clients et les acteurs du marché à communiquer avec nous pour discuter des conclusions présentées dans le rapport de cette année. Pour des analyses supplémentaires, il y a lieu de regarder notre [webinaire à la demande](#), au cours duquel les membres du groupe Sociétés émergentes et à forte croissance d'Osler, notamment les cochefs Chad Bayne et Mark Longo, discutent des conclusions du rapport de cette année, avec Ashley Neville, directrice des analyses chez Carta.



Les clients du groupe Sociétés émergentes et à forte croissance d'Osler nous font part de leurs réussites

Depuis plus de dix ans, Osler est le conseiller de fondateurs d'entreprises en démarrage et d'investisseurs en capital de croissance parmi les plus novateurs du Canada.

[Visionnez ces exemples de réussite](#)

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

- En 2025, le nombre de tours haussiers a augmenté pour atteindre 76,3 % (contre 73,4 % en 2024 et 58 % en 2023). Le nombre de tours baissiers a diminué pour atteindre 11,3 % (contre 14,7 % en 2024 et 15,9 % en 2023) et le nombre de tours stables s'est établi à 12,5 % (contre 11,9 % en 2024 et 26,1 % en 2023).
- Pour la première fois en 2025, la proportion des financements de série D et suivantes a atteint les deux chiffres; ces financements ont représenté 10 % de l'ensemble des financements réalisés au Canada (mais 43,6 % du total des capitaux investis), contre 2 % en 2022. Les financements de début de croissance (financements d'amorçage et de série A) ont continué de dominer le paysage de l'investissement au Canada en 2025; ils ont représenté 70 % de l'ensemble des financements réalisés (mais seulement 15,9 % des capitaux investis).
- Les entreprises des secteurs des technologies de l'information et de l'IA ont représenté collectivement 40,7 % de tous les financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* en 2025. Les entreprises du secteur de l'IA ont représenté 23,6 % du nombre de financements réalisés en 2025 et 54 % de l'ensemble des capitaux investis cette année-là. Le secteur de la santé et des sciences de la vie est demeuré un secteur important pour l'investissement en capital de risque au Canada; il a compté pour 23,6 % des financements réalisés (mais seulement 6,2 % des capitaux investis), à égalité avec le secteur de l'IA quant au nombre d'opérations.
- En 2025, l'Ontario, le Québec et la Colombie-Britannique ont enregistré la plus forte proportion de financements réalisés et de capitaux investis. L'Ontario a compté pour 45,7 % de l'ensemble des opérations et 60,8 % des capitaux investis, le Québec, 21,4 % des opérations et 12,8 % des capitaux investis, et la Colombie-Britannique, 12,9 % des opérations et 16,5 % des capitaux investis.
- La proportion d'entreprises fondées par des femmes et répertoriées dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* a augmenté, pour atteindre 22,1 % en 2025 (contre 21,3 % en 2024 et 15,6 % en 2021). La proportion de capitaux investis dans ces financements a augmenté pour atteindre 22,6 % (soit 1 016 millions de dollars américains), contre 12,1 % en 2024.
- En 2025, pour 96,8 % des opérations de financement répertoriées dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, la documentation contractuelle utilisée était généralement fondée sur les conventions types de la CVCA et de la NVCA, ce qui reflète la normalisation continue de la documentation des financements par capital de risque sur le marché au Canada. Dans cette optique, et dans le but d'aligner davantage le marché canadien sur les normes de la Silicon Valley, nous avons publié les Modèles Osler pour les financements d'amorçage, qui sont fondés sur les conventions types de la NVCA, mais adaptés aux pratiques en vigueur au Canada.

- En 2025, les opérations de reclassement ont continué de faire partie du paysage. Les financements de série C ont été la catégorie ayant enregistré la plus forte proportion de financements comprenant une opération de reclassement (60 % de tous les financements de série C comprenaient un reclassement), alors que les financements de série D et suivantes comprenaient un reclassement dans une proportion de 28,6 %.
- En ce qui concerne les principales modalités de financement, elles sont restées inchangées en 2025, c.-à-d., entre autres, priorités en cas de liquidation de rang égal (79,6 %), multiple de 1x sur les priorités en cas de liquidation (93,6 %), actions privilégiées sans participation (96,8 %), droits à des dividendes non cumulatifs (95,8 %), clauses anti-dilution fondées sur la moyenne pondérée à base large (100 %) et droits de rachat limités (7,4 %).
- Les SAFE postfinancement ont compté pour 90,7 % des SAFE en 2025, contre 81,2 % en 2024, de sorte que le marché canadien s'aligne davantage sur les normes de la Silicon Valley.
- En 2025, 56,6 % des SAFE comportaient à la fois un escompte et un plafond d'évaluation, contre 49,3 % en 2024; 9,4 % ne comportaient qu'un escompte, 32,1 % ne comportaient qu'un plafond d'évaluation et 1,9 % ne comportaient ni l'un ni l'autre (c.-à-d. des SAFE de type « nation la plus favorisée »).
- Les taux d'intérêt médians des billets à ordre convertibles s'élevaient à environ 8 % tant en 2024 qu'en 2025, les taux d'intérêt moyens s'y rapprochant généralement.

Méthodologie et contexte

- Le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* porte sur (i) 686 opérations de financement par actions privilégiées, des financements d'amorçage jusqu'aux financements de série D et suivantes (réalisées par des clients d'Osler entre 2021 et 2025) et sur (ii) 240 opérations de financement par titres convertibles (réalisées par des clients d'Osler en 2024 et en 2025).
- Ces opérations de financement concernent, pour une petite part, une entreprise américaine qui, pour son opération de financement, a retenu les services de l'un des bureaux canadiens du cabinet.
- Les opérations de financement par actions ordinaires ont été exclues.
- La valeur totale des investissements au terme de tous les financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* s'est élevée à 15,2 milliards de dollars américains pour les financements par actions privilégiées et à 1,3 milliard de dollars américains pour les financements par titres convertibles, dont 4,5 milliards de dollars américains en financements par actions privilégiées et 744,3 millions de dollars américains en financements par titres convertibles en 2025. À titre indicatif, notons que les opérations répertoriées dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* constituent une part importante des 571 opérations de financement (d'une valeur de 8 milliards de dollars canadiens) dont la CVCA a signalé la conclusion au Canada en 2025.

- Osler a agi à titre de conseiller juridique de l'entreprise dans une proportion d'environ 71,9 % des opérations de financement répertoriées dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* et de conseiller juridique de l'investisseur dans une proportion d'environ 29,1 % de ces 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 d'achat d'actions, des conventions entre actionnaires et des documents relatifs à des opérations de reclassement et à des titres convertibles.
- Les données sur les opérations de financement par actions privilégiées répertoriées dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* portent sur une période de cinq ans (2021-2025), tandis que les données sur les opérations de financement par titres convertibles portent sur une période de deux ans (2024 et 2025).
- Le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* est divisé en cinq sections : Vue d'ensemble des financements par actions privilégiées; Renseignements sur les évaluations et les investissements : financements par actions privilégiées; Renseignements sur la structure des financements : financements par actions privilégiées; Renseignements sur les modalités de financement : financements par actions privilégiées; et Renseignements sur les titres convertibles.
- Tous les montants en dollars concernant les opérations de financement qui n'étaient pas réellement 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 ou un week-end, 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.
- Bien que le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* s'appuie sur un ensemble de données comprenant 240 opérations de financement par titres convertibles, pour les besoins des rubriques traitant des taux d'intérêt des billets à ordre convertibles, des durées des billets à ordre convertibles (en mois), des taux d'actualisation des billets à ordre convertibles, des taux d'actualisation des SAFE ainsi que des plafonds d'évaluation selon le tour de financement (billets à ordre convertibles et SAFE), l'analyse se limite aux opérations concernant les entreprises ayant réalisé un tour de financement d'amorçage ou de stade antérieur à prix déterminé. Les opérations de financement par titres convertibles intervenant à la suite de tours de financement de croissance ultérieure à prix déterminé font l'objet de négociations plus poussées et sont davantage sur mesure, ce qui réduit la comparabilité entre les opérations. En conséquence, nous avons exclu ces opérations de ces rubriques afin de préserver la cohérence et la valeur de référence des données présentées. Toutefois, pour les autres points de données moins touchés par le stade de croissance de l'émetteur (par exemple, le nombre total de financements par titres convertibles et le montant levé dans le cadre de ceux-ci; le recours aux SAFE et aux billets à ordre convertibles, par secteur; et les seuils de modification), nous avons inclus l'ensemble des données portant sur les 240 opérations.

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

Le [groupe des sociétés émergentes et à forte croissance](#) d'Osler est composé de personnes passionnées par l'entrepreneuriat et le soutien au développement des entreprises en démarrage et en croissance. Osler est le cabinet d'avocats canadien à figurer depuis le plus longtemps en tête du classement (*Band 1*) de *Chambers Canada*, et les membres de notre équipe, répartis dans nos bureaux de Toronto, Montréal, Vancouver, Ottawa et Calgary, sont impatients de partager leur expérience et leurs connaissances avec les sociétés émergentes pour les aider à optimiser leur développement et 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. Nous les soutenons dès l'étape d'incubation et tout au long de leur croissance, et nous soutenons également les fonds de capital de risque, les fonds de capital de croissance et les fonds de capital-investissement qui les financent. Nous leur offrons des conseils juridiques sur un large éventail de sujets, y compris les obligations légales, qui s'appliquent aux sociétés émergentes 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. En effet, tous ces sujets demandent une compréhension approfondie du marché ainsi que des conseils d'experts.

Le cabinet représente plus de 2 500 investisseurs en capital de risque et entreprises en démarrage, en croissance ou à un stade avancé partout au Canada, aux États-Unis et ailleurs dans le monde. En 2025, Osler a fourni des conseils dans le cadre d'un nombre important d'opérations de financement par capital de risque, y compris des financements par actions privilégiées, par billets à ordre convertibles et par SAFE, dont 250 sont présentées dans les données formant la base de la présente édition du *Rapport sur les éléments clés d'une opération*.

Contributeurs



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

cbayne@osler.com
(416) 862-4702



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

mlongo@osler.com
(778) 785-2746



Jacques Du Plessis
Associé, Sociétés
émergentes et à forte
croissance, Vancouver

jduplessis@osler.com
(778) 785-2743



Nathalie Beauregard
Associée, Sociétés
émergentes et à forte
croissance, Montréal

nbeauregard@osler.com
(514) 904-8121



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

jndelage@osler.com
(514) 904-5644



Justin Dharamdial
Associé, Sociétés
émergentes et à forte
croissance, Toronto

jdhamardial@osler.com
(416) 862-4210



Shahir Guindi, Ad. E.
Ancien coprésident
national, associé, Droit
des sociétés, Montréal

sguindi@osler.com
(416) 862-6650
(514) 904-8126



Christian Jacques
Associé, Sociétés
émergentes et à forte
croissance, Montréal

cjacques@osler.com
(514) 904-5377



David Jamieson
Associé, Sociétés
émergentes et à forte
croissance, Toronto

djamieson@osler.com
(416) 862-4853



Calvin Leung
Associé, Sociétés
émergentes et à forte
croissance, Montréal

cleung@osler.com
(514) 904-5805



Gary Marshall
Associé, Sociétés
émergentes et à forte
croissance, Toronto

gmarshall@osler.com
(416) 862-6471



Natalie Munroe
Chef, Osler à l'œuvre -
Services transactionnels
et opérations juridiques,
Ottawa

nmunroe@osler.com
(613) 787-1104



André Pery
Associé, Sociétés
émergentes et à forte
croissance, Toronto

apery@osler.com
(416) 862-6775



Chima Ubani
Associé, Sociétés
émergentes et à forte
croissance, Montréal

cubani@osler.com
(514) 904-5803



Laura Webb
Associée, Sociétés
émergentes et à forte
croissance, Vancouver

lwebb@osler.com
(778) 785-2747



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

jyoung@osler.com
(778) 785-2748



Jacob Young
Associé, Sociétés
émergentes et à forte
croissance, Calgary

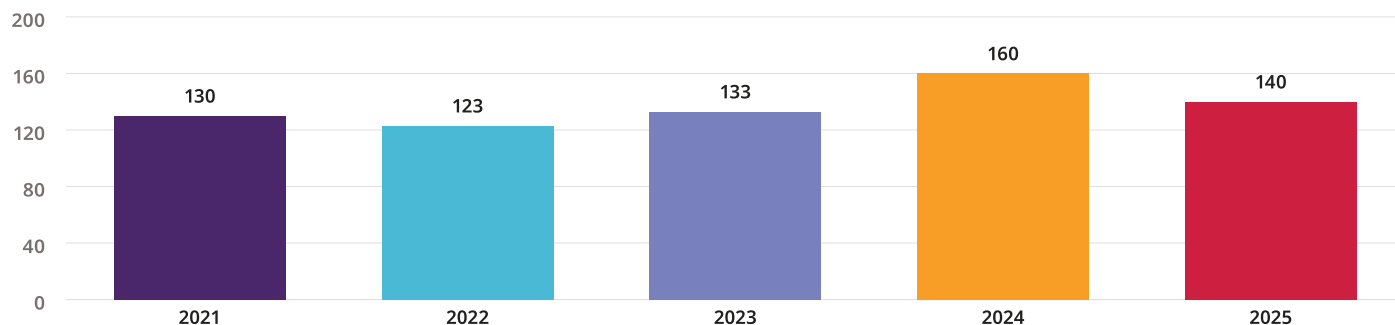
jdyoung@osler.com
(403) 260-7086

1

Vue d'ensemble des financements par actions privilégiées répertoriés dans le Rapport sur les éléments clés d'une opération

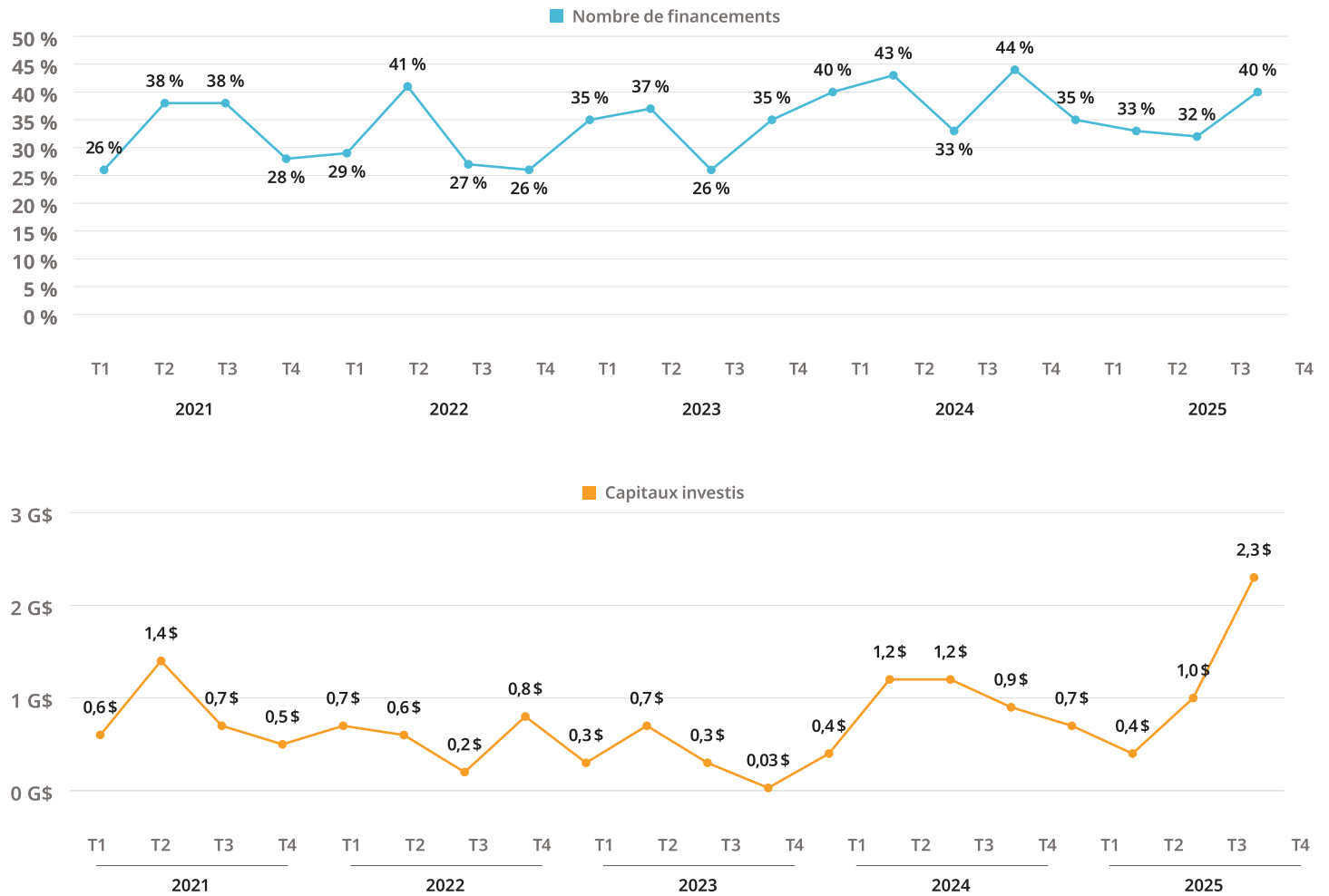
Nombre total de financements par actions privilégiées, par année

En 2025, Osler a représenté 140 clients dans le cadre de financements par actions privilégiées, soit une baisse de 12,5 % par rapport à 2024, suivant de près l'activité générale sur le marché canadien du capital de risque. De même, la CVCA a signalé une baisse de 12 % du nombre total de financements par capital de risque réalisés au Canada en 2025 (passant de 649 à 571 opérations). Malgré un volume d'opérations en baisse, la valeur totale des opérations dirigées par Osler a augmenté d'environ 22 % d'une année sur l'autre, passant de 3,74 milliards de dollars américains à 4,5 milliards de dollars américains.



Nombre total de financements par actions privilégiées, par trimestre

En 2025, le nombre de financements réalisés chaque trimestre a été relativement uniforme : 35 au premier trimestre (25,0 %), 33 au deuxième (23,6 %), 32 au troisième (22,9 %) et 40 au quatrième (28,6 %), ce dernier ayant enregistré le plus grand nombre de financements en 2025. En ce qui concerne les capitaux investis, conformément aux données publiées par la CVCA, une image différente se dégage : le volume de capitaux investis a été disproportionné au quatrième trimestre (2,3 milliards de dollars américains, soit 51,7 % de la valeur totale des opérations), suivi du troisième trimestre (1 milliard de dollars américains, soit 22,4 % de la valeur totale des opérations). C'est au deuxième trimestre que le montant des capitaux investis a été le plus faible (0,4 milliard de dollars américains, soit 9,7 % de la valeur totale des opérations).

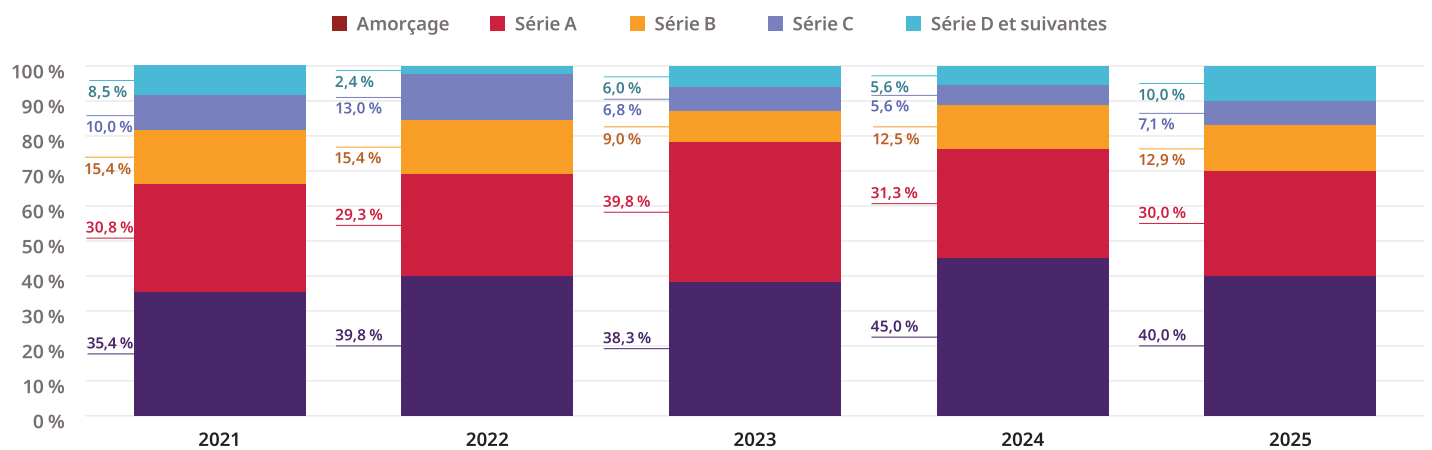


Nombre de financements, par année et selon le tour de financement

Comme les années précédentes, les financements de début de croissance ont continué de dominer le nombre de tours de financement réalisés au Canada en 2025 (tours d'amorçage – 40 %; tours de série A – 30 %). Malgré cette concentration, les tours d'amorçage et de série A n'ont représenté que 15,9 % du total des capitaux investis en 2025. Pour la première fois en 2025, la proportion des financements de série D et suivantes a atteint les deux chiffres, soit 10 % de tous les financements réalisés et 43,6 % du total des capitaux investis (1,96 milliard de dollars américains), ce qui témoigne de la maturation continue du portefeuille.

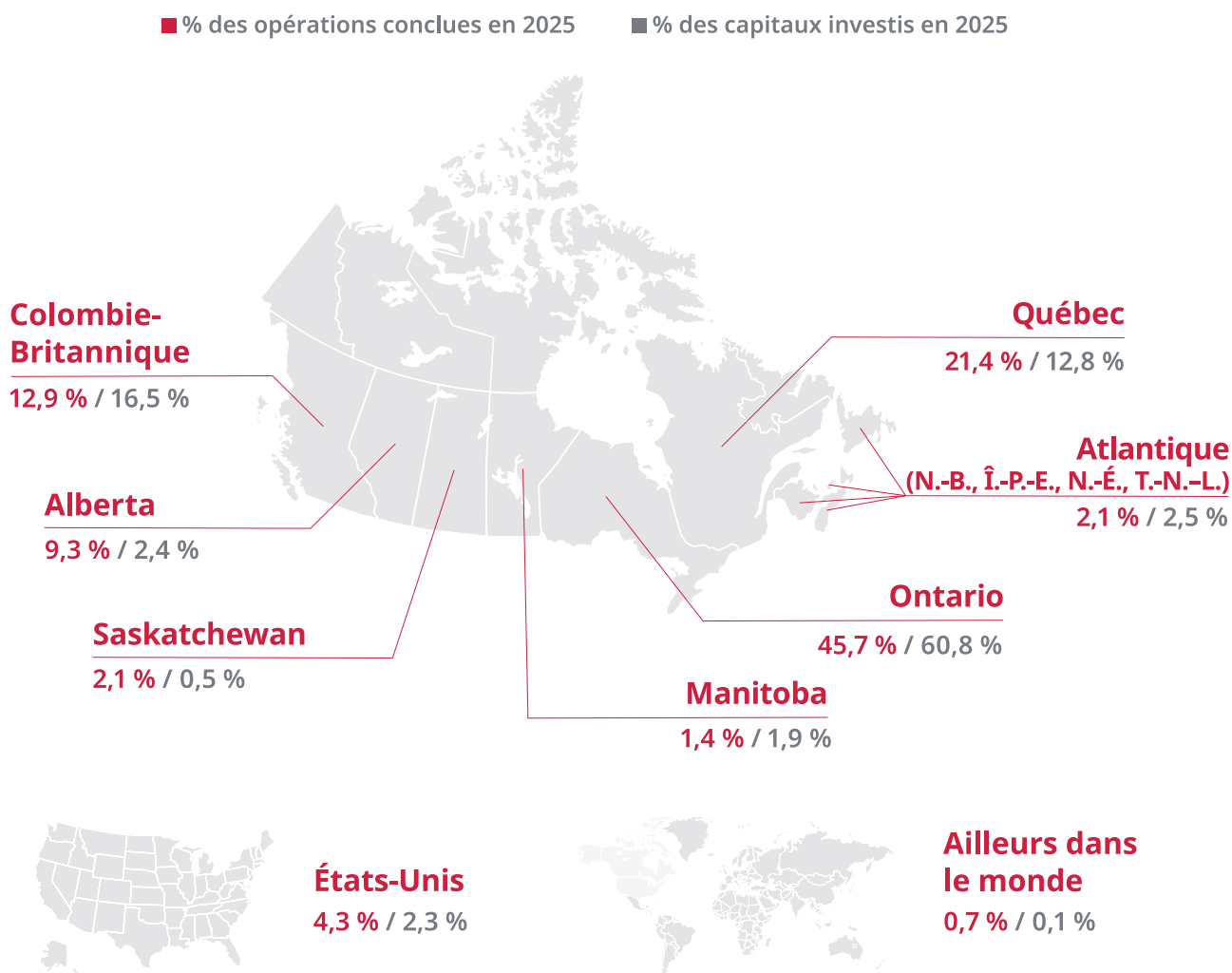
En termes de répartition par secteur, les entreprises du secteur de l'IA ont été présentes de manière constante à tous les stades de financement, comptant pour 21 % à 30 % des financements, des tours d'amorçage aux tours de série D et suivantes. Ainsi, le secteur de l'IA a été celui qui a été le plus uniformément réparti en 2025, ce qui reflète à la fois une participation soutenue des investisseurs tout au long du cycle de vie des entreprises de ce secteur et la progression continue de celles-ci à travers les étapes de financement successives, plutôt qu'une concentration sur les tours de début de croissance.

En revanche, les entreprises du secteur des technologies propres ont été surtout présentes au stade de financement de série A (28,6 %) et n'ont été aucunement présentes aux stades de financement de série D et suivantes, tandis que les entreprises du secteur de la consommation et du commerce au détail n'ont réalisé aucun financement au-delà du stade de financement de série B en 2025.



Emplacement des entreprises

Le diagramme qui suit indique l'emplacement des entreprises ayant conclu les tours de financement répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* en 2025, y compris le pourcentage d'opérations réalisées et le pourcentage de capitaux investis dans chaque province. Comme les années précédentes, les financements par capital de risque se sont concentrés en Ontario, au Québec et en Colombie-Britannique. En 2025, l'Ontario a accueilli le plus grand nombre de financements (45,7 % des financements et 60,8 % des capitaux investis). Le Québec a compté pour 21,4 % de l'ensemble des tours de financement réalisés et 12,8 % de l'ensemble des capitaux investis. La Colombie-Britannique a compté pour 12,9 % des opérations et 16,5 % de l'ensemble des capitaux investis. Les provinces des Prairies ont continué d'afficher une croissance, ayant compté pour 12,9 % des financements réalisés en 2025. Il est intéressant de noter que la taille moyenne des opérations en Ontario est passée de 20 millions de dollars américains en 2024 à 42,7 millions de dollars américains en 2025, grâce à une concentration accrue de financements de croissance ultérieure réalisés par des entreprises établies en Ontario. Enfin, l'année a connu une légère augmentation de l'activité dans les provinces de l'Atlantique (2,5 % du total des capitaux investis), même si cette activité s'est concentrée sur deux importants financements de croissance ultérieure.

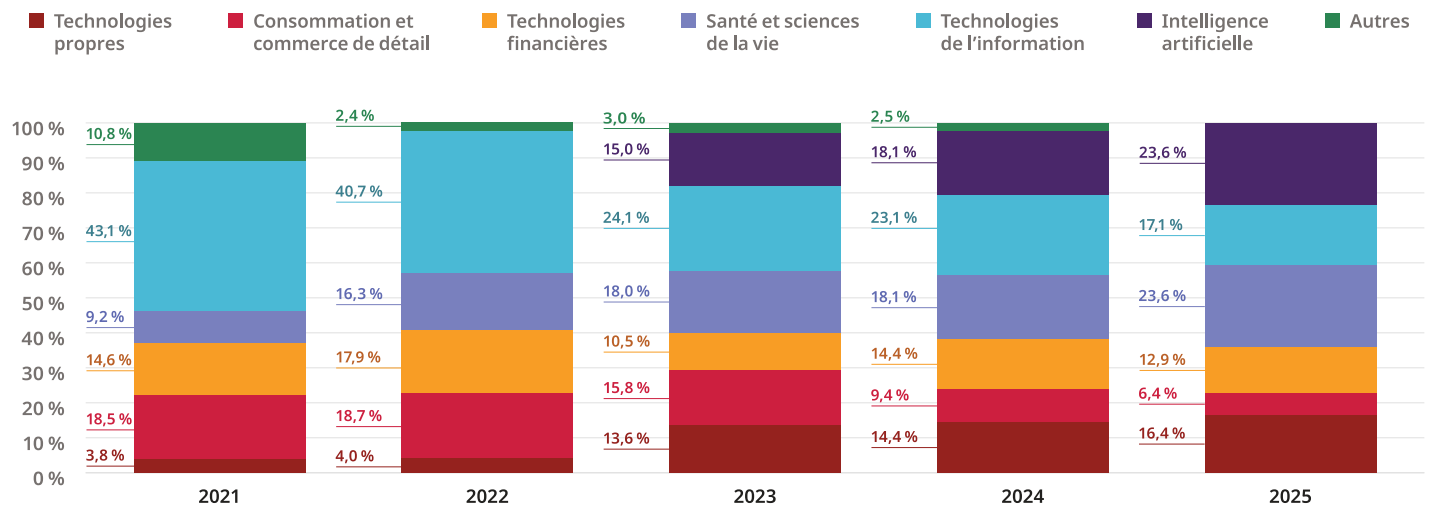


Répartition des entreprises par secteur, par année

Les financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* ont été réalisés par des entreprises faisant partie d'un éventail de secteurs répertoriés ci-dessous :

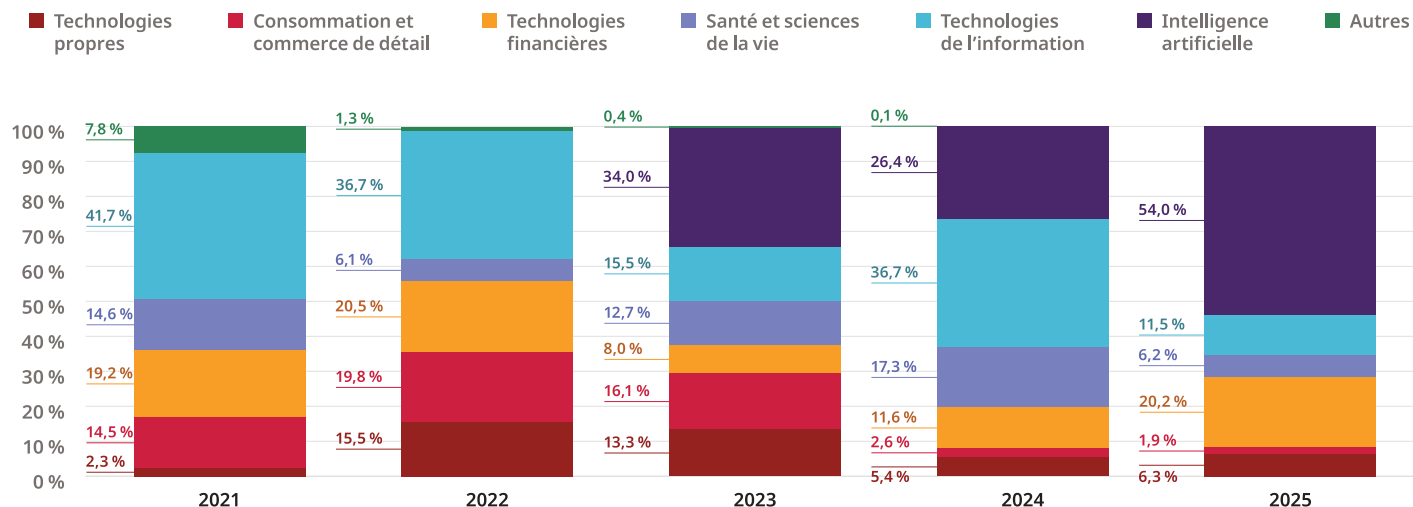
- IA (classée dans une catégorie distincte depuis 2023)
- technologies propres
- consommation et commerce de détail (y compris les chaînes d'approvisionnement, la logistique et le commerce de détail)
- technologies financières
- santé et sciences de la vie
- technologies de l'information (y compris les chaînes de blocs, les technologies de la publicité, les technologies de l'éducation et la cybersécurité; avant 2023, les entreprises du secteur de l'IA étaient incluses dans cette catégorie)
- autres (secteurs qui ne s'inscrivent pas raisonnablement dans les catégories susmentionnées)

En 2025, s'imposant comme un secteur de premier plan, le secteur de l'IA a compté pour 23,6 % de tous les financements réalisés. Parallèlement à une réorientation générale de l'écosystème des entreprises technologiques et du capital de risque vers le secteur de l'IA, le secteur des technologies de l'information a représenté 17,1 % des financements, en baisse par rapport à 23,1 % en 2024 et à 24,1 % en 2023. Poursuivant sa trajectoire de croissance, le secteur des technologies propres a compté pour 16,4 % des financements réalisés en 2025 (contre 14,4 % en 2024).



Répartition de la valeur des opérations par secteur, par année

Le diagramme qui suit illustre la répartition de la valeur globale des opérations, par secteur, de 2021 à 2025.



Le secteur de l'IA a connu une forte croissance en 2025, passant de 34,0 % du total des capitaux investis en 2023 à 54,0 % en 2025 (ce qui représente 23,6 % de l'ensemble des opérations). En 2025, le marché canadien a enregistré un record historique en termes de capitaux investis (4,5 milliards de dollars américains), ce qui s'explique en grande partie par l'augmentation des capitaux investis dans l'IA, avec une hausse de 1,4 milliard de dollars américains par rapport à 2024. Le secteur des technologies de l'information, qui constituait le secteur de tête en termes de valeur des opérations en 2021 avec 41,7 % (à noter que ce chiffre inclut l'IA, qui était alors incluse dans ce secteur), est tombé à 11,5 % en 2025, la composition de l'activité de capital de risque s'étant orientée vers le secteur de l'IA, y compris des cas d'entreprises traditionnelles du secteur des technologies de l'information qui se sont tournées vers l'IA.

Le secteur des technologies de l'information a longtemps été le secteur dominant. En 2025, il ne représentait plus que 17,1 % des opérations et 11,5 % des capitaux investis. Même en suivant les données à partir de 2023, date à laquelle l'IA a été séparée du secteur des technologies de l'information, on observe une baisse constante de la part des opérations dans ce secteur, passant de 24,1 % en 2023 à 23,1 % en 2024, puis à 17,1 % en 2025. Cela reflète une tendance générale de migration des capitaux vers le secteur de l'IA, les investisseurs classant de plus en plus un éventail plus large d'occasions technologiques dans la catégorie des occasions liées à l'IA, et affichant une préférence pour les entreprises bâties sur l'IA par rapport aux entreprises traditionnelles de logiciels et d'infrastructures.

Les capitaux investis dans le secteur des technologies financières ont fluctué au cours de la période couverte par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, atteignant un creux en 2023 (8 %; pour un total de 125 millions de dollars américains) et un record en 2025 (20,2 %; pour un total de 906 millions de dollars américains), soit une augmentation d'environ 625 % sur une période de deux ans. La taille moyenne des opérations a également augmenté au cours de la même période, passant de 8,9 millions de dollars américains à 50,4 millions de dollars américains, ce qui place le secteur des technologies financières en deuxième position en termes de taille moyenne des opérations, derrière le secteur de l'IA.

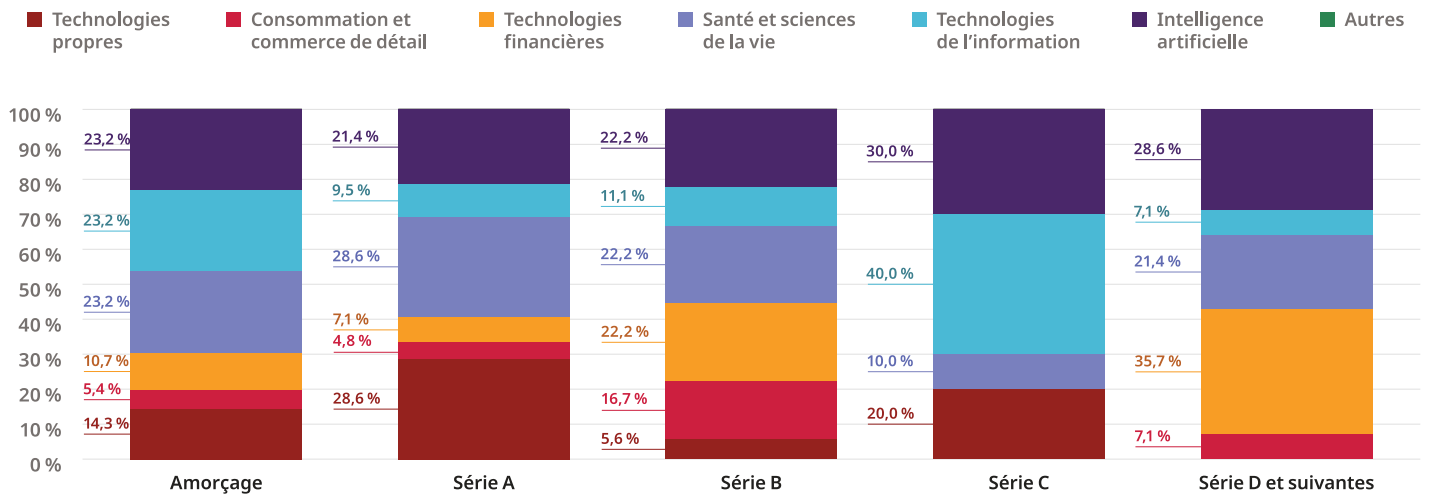
Les capitaux investis dans le secteur de la santé et des sciences de la vie ont également fluctué au cours de la période couverte par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, passant de 6,3 % du total des capitaux investis en 2022 à 17,3 % en 2024, avant de redescendre à 6,2 % en 2025. Toutefois, en termes de volume d'opérations, le secteur de la santé et des sciences de la vie a affiché une croissance continue et une relative stabilité sur la période, passant de 9,2 % en 2021 à 16,3 % en 2022, à 18,0 % en 2023, puis à 18,1 % en 2024, pour atteindre 23,6 % en 2025 (à l'instar du secteur de l'IA à cet égard).

Alors que le secteur de l'IA continue de devancer les autres secteurs tant en termes de part des opérations que de taille moyenne des opérations, le secteur de la santé et des sciences de la vie est resté relativement stable en termes de taille moyenne des opérations, avec une croissance modeste seulement sur la période de 2023 à 2025 (1 % contre 177 % pour le secteur de l'IA). Cette divergence met en évidence un glissement général de l'intérêt des investisseurs vers les occasions liées à l'IA, tandis que l'activité dans le secteur de la santé et des sciences de la vie est restée relativement stable mais est devenue moins capitalistique.

Au cours de la période de cinq ans couverte par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, le secteur de la consommation et du commerce de détail a connu une baisse significative des financements, le nombre d'opérations et les capitaux investis ayant fléchi de 62,5 % et de 81 %, respectivement, depuis 2021.

Répartition des secteurs, selon le tour de financement

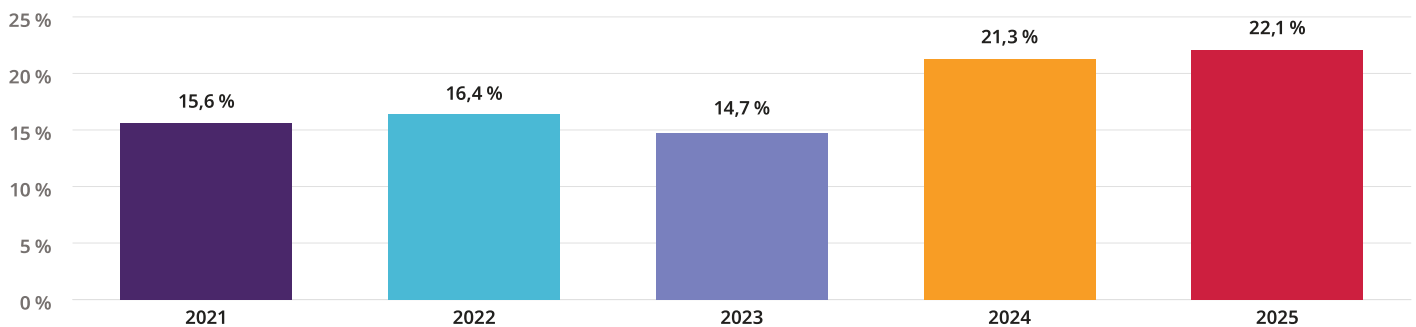
Le graphique qui suit illustre la représentation globale des secteurs selon le tour de financement, pour 2025. Les données indiquent que les entreprises d'IA ont été fortement représentées à tous les stades de financement, et ce, de façon constante (environ 20 % à 30 % à chaque stade), ce qui montre qu'elles progressent avec succès à travers les étapes successives de financement. Cela indique par ailleurs un cycle de croissance marqué par la maturité et la durabilité plutôt qu'une activité concentrée sur les financements de début de croissance. Le secteur des technologies financières s'est clairement démarqué en 2025, représentant 35,7 % des financements de série D et suivantes (en hausse par rapport à 2024). Les entreprises du secteur des technologies propres sont très présentes dans les financements de début de croissance, mais n'ont conclu aucune opération postérieure au stade de série C.



Répartition des financements réalisés par des entreprises fondées par des femmes

En 2025, la proportion de financements réalisés par des entreprises fondées par des femmes a continué d'augmenter, pour s'établir à 22,1 % (contre 21,3 % en 2024 et 15,6 % en 2021). Le montant des capitaux levés dans le cadre de ces financements a également augmenté de manière significative : il a doublé de 2024 à 2025, pour s'établir à 1 016 millions de dollars américains. Cela témoigne d'une dynamique positive continue pour les entreprises fondées par des femmes dans l'écosystème canadien du capital de risque.

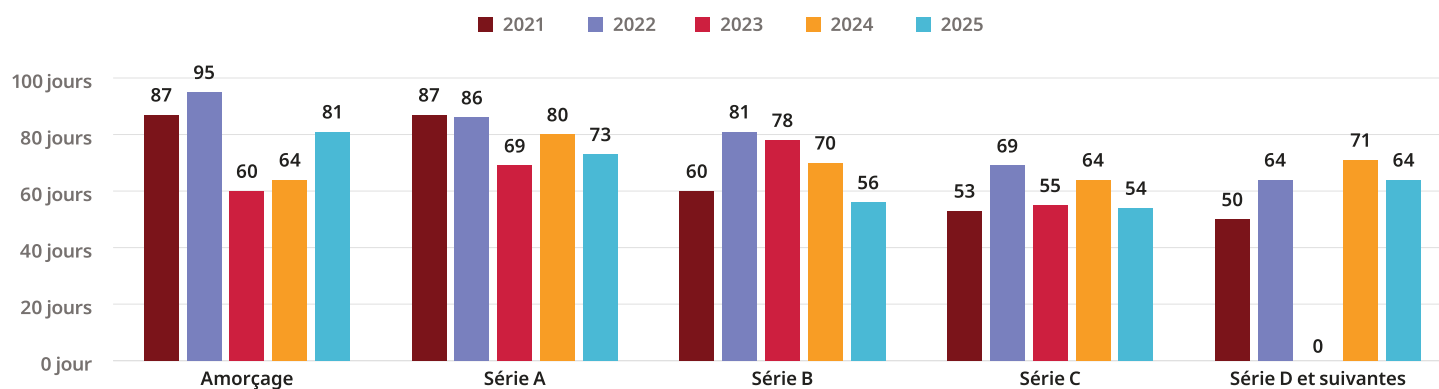
Les données sous-jacentes du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* montrent également que les entreprises fondées par des femmes sont présentes dans presque tous les secteurs et à tous les stades de financement.



Chez Osler, nous soutenons les femmes à tous les stades de la croissance de leur entreprise en les introduisant dans notre réseau exceptionnel de fondatrices, d'entrepreneures établies et d'investisseuses. Le cabinet est fier d'être l'unique cabinet d'avocats à compter parmi les commanditaires du Femtech Breakfast Club de Cap Inclusive, de Women Funding Women et de la série de petits-déjeuners Women in Health Initiative (WiHI) d'OBIO. Le cabinet entretient également une relation de longue date avec le Women's Equity Lab. Pour en savoir plus sur les programmes d'Osler concernant les fondatrices d'entreprises, y compris les liens vers les webinaires tenus précédemment, [cliquez ici](#).

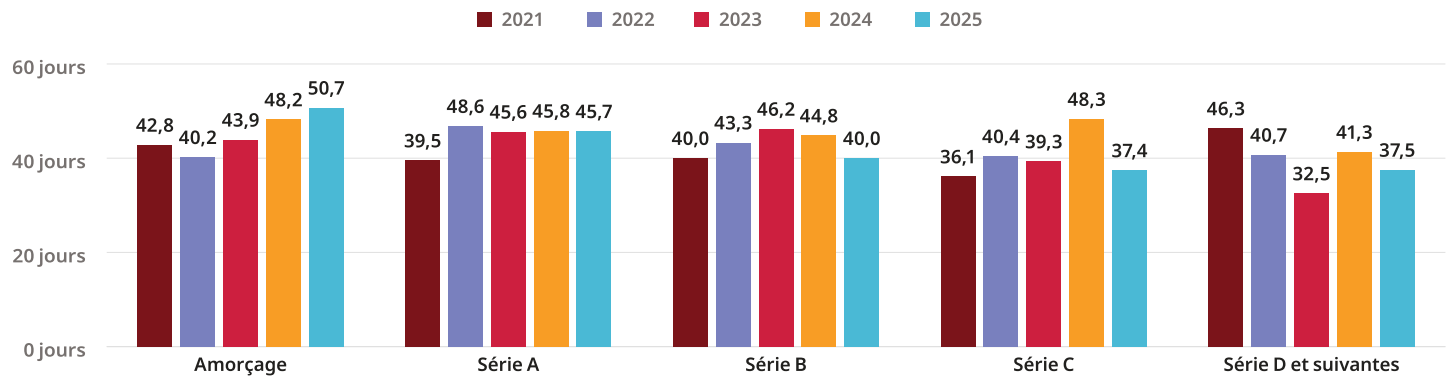
Délai moyen entre la date de signature du sommaire des modalités et la date de clôture du financement (selon le tour de financement)

Le graphique qui suit présente le délai moyen, exprimé en jours, entre la date de signature du sommaire des modalités et la date de la clôture initiale du financement correspondant. Les données de 2025 montrent une tendance en « haltère » : les tours d'amorçage (moyenne : 81 jours) prennent plus de temps à se conclure, tandis que les tours de série B et de série C (moyenne : 56 et 54 jours, respectivement) se concluent plus rapidement, les capitaux s'orientant plus efficacement vers des entreprises à un stade de croissance ultérieure dont les indicateurs sont mieux établis. Les tours de série D et suivantes (moyenne : 64 jours) ont pris plus de temps, ce qui reflète la plus grande complexité et le nombre plus important d'investisseurs participant généralement à ces opérations.



Financements avec des dispositions sur l'exclusivité, durée (en jours) selon le tour de financement

En 2025, les données montrent que la durée moyenne des droits d'exclusivité était de 43 jours, tous tours confondus, durée qui est restée globalement dans la fourchette de 30 à 45 jours que nous estimons typique du marché; on peut noter que les financements de début de croissance comportent des droits d'exclusivité d'une durée légèrement plus longue que ceux prévus par les financements de croissance ultérieure.



Entretien avec Raquel Urtasun (Waabi)

Les clients d'Osler nous font part de leurs réussites.

[Visionnez l'entretien](#)

2

Renseignements sur les évaluations et les investissements : financements par actions privilégiées

Évaluation aux fins de financement, par année

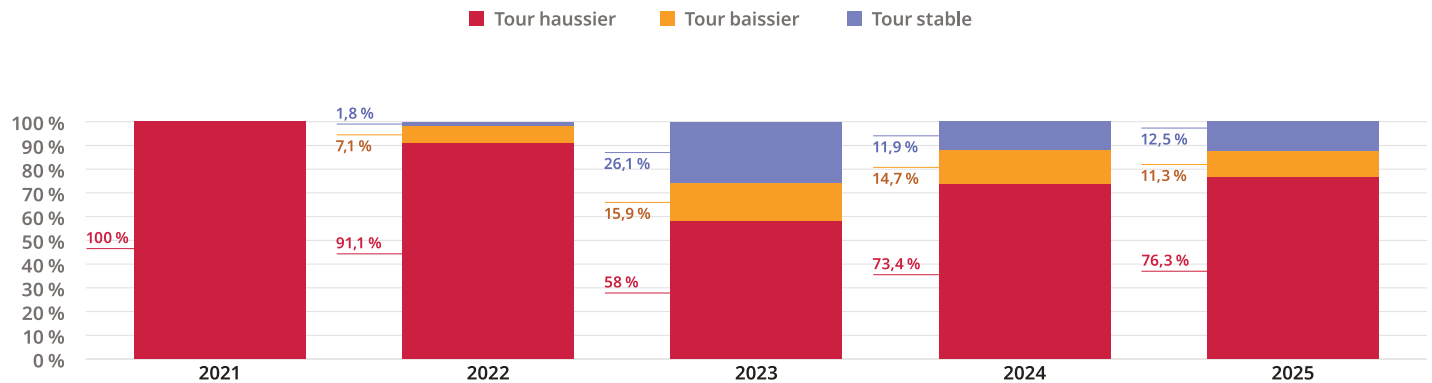
Le graphique qui suit illustre l'orientation des évaluations par la présentation de la proportion de tours haussiers, de tours baissiers et de tours stables pour les financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*. En 2025, le contexte des évaluations s'est avéré plus favorable qu'en 2023 et en 2024, années marquées par un marché plus difficile. La proportion de tours haussiers a augmenté pour atteindre 76,3 % (contre 73,4 % en 2024), tandis que celle des tours baissiers a reculé à 11,3 %, se rapprochant des niveaux de 2022 (7,1 %) et en baisse par rapport à leur pic de 2023 (26,1 %). Cette évolution vers une proportion supérieure de tours haussiers reflète la vigueur continue des évaluations des entreprises canadiennes en démarrage. Les États-Unis ont connu une évolution similaire, les tours baissiers représentant environ 13 % à 15 % du marché (retrouvant les niveaux de 2022), parallèlement à une augmentation des tours stables (à environ 13 %).

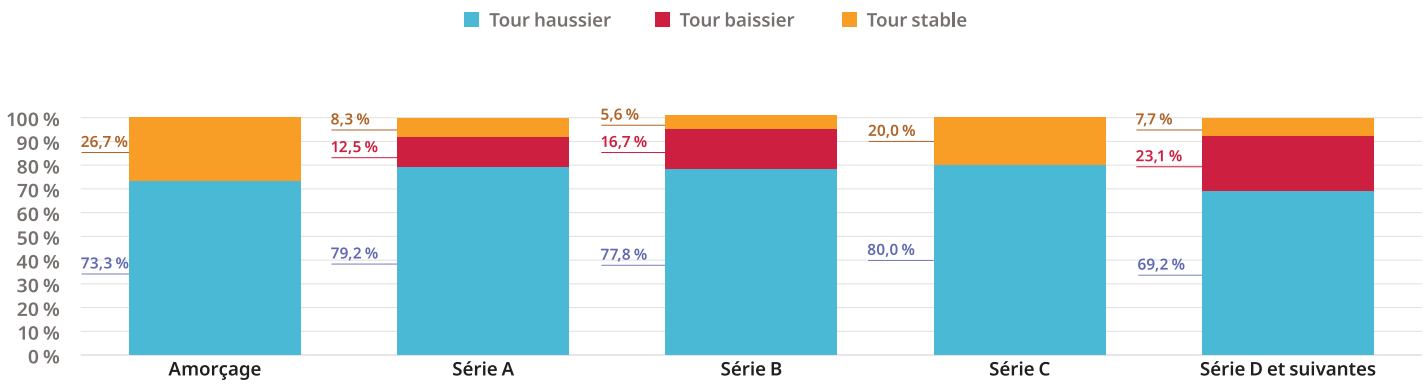
Si l'on examine les résultats par secteur d'activité, les entreprises du secteur de l'IA ont enregistré des tours haussiers à un rythme près de deux fois supérieur à celui de tout autre secteur, tout en ne représentant que 11,1 % des tours baissiers, ce qui souligne encore davantage le fait qu'en 2025, les entreprises du secteur de l'IA évoluaient dans un environnement d'évaluation fondamentalement différent de celui des entreprises financées par du capital de risque dans d'autres secteurs. En 2025, les investisseurs étaient prêts à payer une prime pour l'IA, tandis que les autres secteurs faisaient l'objet d'une plus grande vigilance. Le secteur de la consommation et du commerce de détail a constitué une autre exception, ne représentant que 4,9 % des tours haussiers, mais une part disproportionnée de 22,2 % des tours baissiers. Le secteur des technologies financières a affiché une tendance similaire, représentant 16,4 % des tours

hausseurs contre 22,2 % des tours baissiers, ce qui reflète les défis persistants liés à la hausse des taux d'intérêt et au resserrement des conditions de crédit.

Les tours stables sont devenus une caractéristique plus courante du marché, se maintenant à environ 12 % depuis 2024. Avant 2023, ces tours étaient nettement moins fréquents, ce qui suggère un changement structurel vers une stabilité des évaluations plutôt que vers des réévaluations à la baisse. Les entreprises du secteur des technologies propres ont représenté 30 % de l'ensemble des tours stables, soit trois fois leur part dans les tours hausseurs, ce qui indique que les investisseurs maintiennent leurs positions sans revoir les évaluations à la hausse.

L'analyse des données selon le tour de financement a révélé une tendance à la reprise des financements de croissance ultérieure, où les financements de série C et de série D ont tous deux connu une forte augmentation du pourcentage de tours hausseurs par rapport aux niveaux de 2024 (avec une hausse de 45,5 % et 57,3 % respectivement), à mesure que les évaluations de croissance ultérieure commencent à se normaliser. Malgré cela, les financements de série D et suivantes ont continué à enregistrer le plus fort pourcentage de tours baissiers (23,1 %). Les financements de début de croissance ont affiché une tendance différente : alors qu'aucun des financements d'amorçage n'a donné lieu à un tour baissier, 26,7 % d'entre eux ont été des tours stables, ce qui indique un réajustement des évaluations d'entrée. Les financements de série B sont apparus comme le principal point de tension en 2025, les entreprises qui avaient pu lever des capitaux à des évaluations supérieures au plus fort du marché en 2021-2022 étant désormais confrontées à ce titre à des corrections en 2025, ce qui a entraîné la plus forte augmentation des tours baissiers de toutes les séries (en hausse de 67 % par rapport aux niveaux de 2024; représentant 16,7 % des financements de série B).



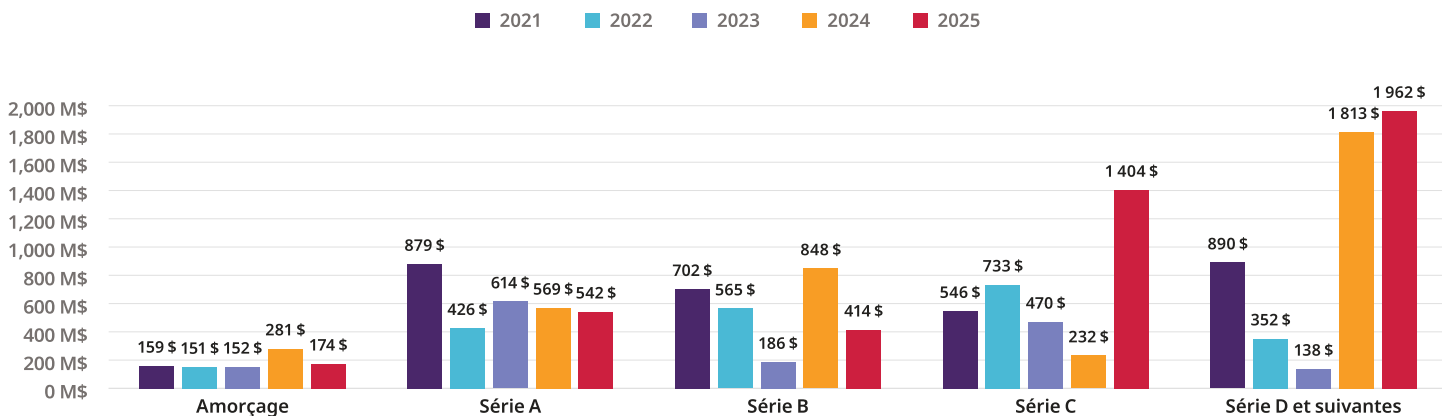


*Le graphique ne présente que les données de 2025.

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

Le graphique qui suit indique le montant total des investissements (y compris les fonds remis à la clôture initiale et aux clôtures subséquentes dans le cadre d'une même opération), exprimé en dollars américains, selon le tour de financement, pour les financements réalisés de 2021 à 2025. Conformément aux données publiées par la [CVCA](#) (disponible en anglais seulement), les financements de croissance ultérieure (c.-à-d. les financements de série C et suivantes) ont représenté environ 74,9 % des capitaux investis en 2025 (mais seulement 17,1 % des tours).

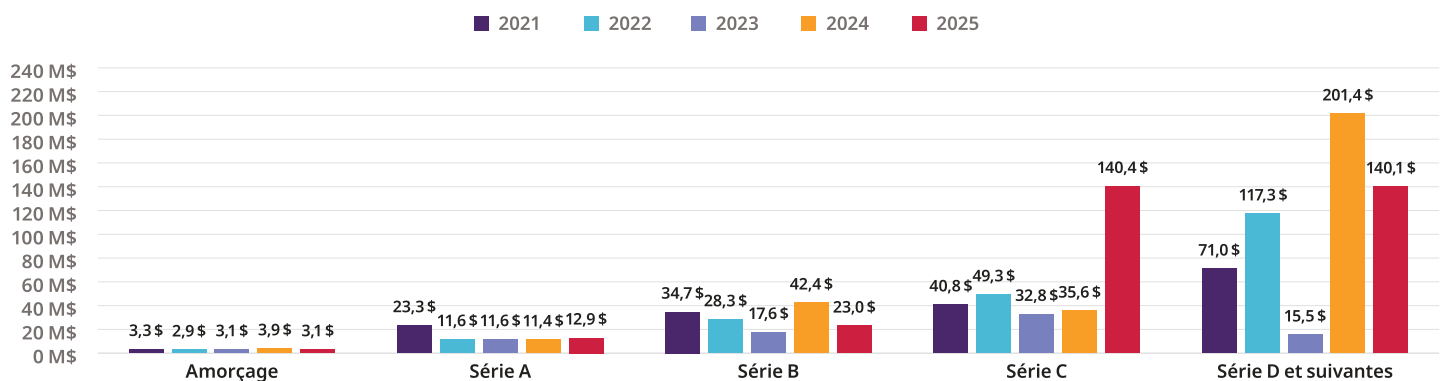
Le montant total des investissements répertoriés pour 2025 dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* s'est élevé à 4,5 milliards de dollars américains, soit le montant annuel le plus élevé de toutes les années couvertes par le rapport. En 2025, 74,1 % de l'ensemble des capitaux était concentré dans deux secteurs : l'IA (2,4 milliards de dollars américains, soit plus de la moitié de l'ensemble des capitaux levés) et les technologies financières (0,9 milliard de dollars américains), et 74,9 % de l'ensemble des capitaux ont été investis dans des opérations de croissance ultérieure (série C – 1,4 milliard de dollars américains et série D – 1,9 milliard de dollars américains). L'augmentation des investissements dans les entreprises du secteur de l'IA entre 2024 et 2025 (1,4 milliard de dollars américains, soit une hausse de 45,7 %) a dépassé le total des capitaux levés par tout autre secteur, démontrant une fois de plus que les entreprises du secteur de l'IA réalisent des tours plus importants à des évaluations supérieures et évoluent dans un environnement fondamentalement différent.



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

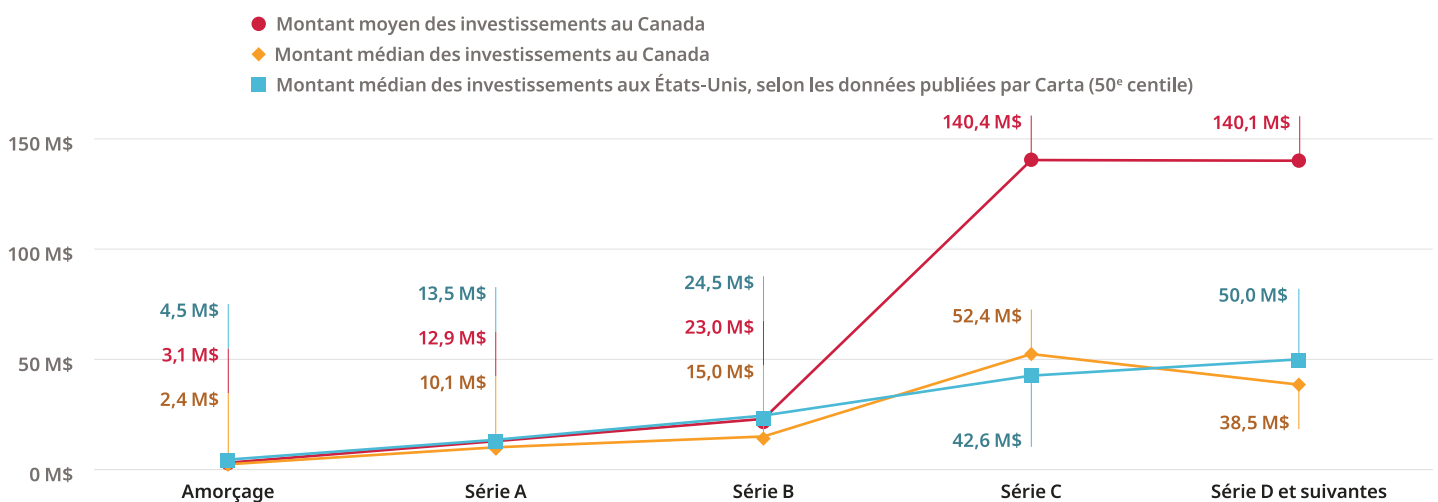
Comme l'indique le diagramme qui suit, en 2025, le montant moyen des investissements, selon le tour de financement, s'est établi comme suit : tour d'amorçage – 3,1 millions de dollars américains; tour de série A – 12,9 millions de dollars américains; tour de série B – 23,0 millions de dollars américains; tour de série C – 140,4 millions de dollars américains; et tour de série D et suivantes – 140,1 millions de dollars américains. La dynamique la plus notable en 2025 concerne les financements de série C, où l'écart important entre le montant moyen (140 millions de dollars américains) et le montant médian (52,4 millions de dollars américains) montre que le montant total des financements repose sur un petit nombre de mégatours exceptionnels. Cela correspond à la concentration dans le secteur de l'IA : une poignée d'entreprises d'IA au stade de financement de série C a fait grimper la moyenne, tandis que la médiane reflète des financements par capital de croissance plus typiques. Combiné à la constatation précédente selon laquelle, en 2025, 80 % de tous les tours de série C étaient des tours haussiers, cette même année, les financements de série C ont constitué un point d'inflexion clé tant pour les fondateurs que pour les investisseurs, les investisseurs déployant des capitaux plus importants par tour, à des conditions plus avantageuses.

Comme l'illustre le graphique ci-dessous, en 2025, le montant médian des investissements a varié selon le tour de financement : tour d'amorçage – 2,4 millions de dollars américains; tour de série A – 10,1 millions de dollars américains; tour de série B – 15,0 millions de dollars américains; tour de série C – 52,4 millions de dollars américains; et tour de série D et suivantes – 38,5 millions de dollars américains. L'écart entre le montant moyen et le montant médian des investissements indique qu'un petit nombre d'entreprises à un stade ultérieur de croissance concluent des tours disproportionnés par rapport à leurs homologues.



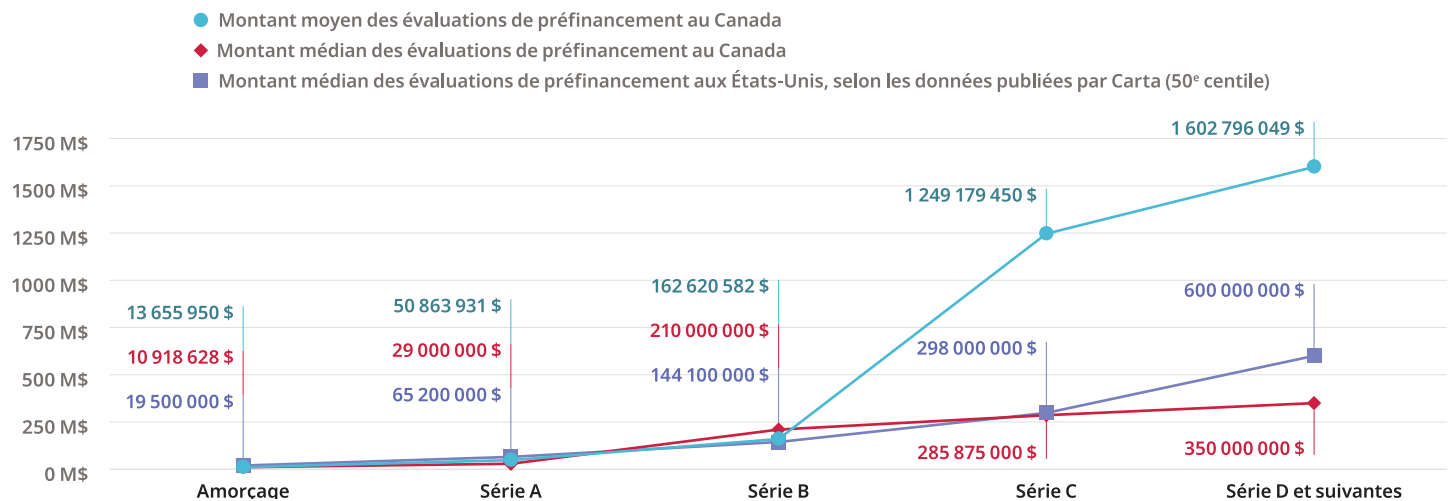
Si, à titre de comparaison, on examine les données publiées par Carta (disponibles en anglais seulement) sur le montant médian des investissements selon le tour de financement, on constate que, comme le montre le tableau ci-dessous, le montant médian des financements au Canada est, dans tous les cas, inférieur à celui des financements aux États-Unis, sauf les tours de série C. En effet, le montant médian des investissements rapportés par Carta (disponible en anglais seulement) était de 4,5 millions de dollars américains pour les tours d'amorçage, de 13,5 millions de dollars américains pour les tours de série A, de 24,5 millions de dollars américains pour les tours de série B, de 42,6 millions de dollars américains pour les tours de série C et de 50 millions de dollars américains pour les tours de série D. Si l'on compare les montants médians des investissements au Canada et ceux des investissements aux États-Unis, on constate que la taille des financements de début de croissance a largement convergé sur les deux marchés. En ce qui concerne les tours d'amorçage, le montant médian des investissements au Canada est resté légèrement inférieur, se situant à environ 70 % du montant médian des investissements aux États-Unis; cependant, dès les tours de série A et de série B, le montant médian des investissements au Canada est presque égal à celui des investissements aux États-Unis, ce qui suggère que les entreprises en croissance au nord de la frontière réalisent des tours qui sont concurrentiels par rapport à ceux de leurs homologues américains.

La situation change aux stades ultérieurs. En 2025, le montant moyen des financements de série C et de série D et suivantes réalisés au Canada a dépassé le montant médian des investissements aux États-Unis, mais les données sous-jacentes révèlent une réalité plus nuancée. En ce qui concerne les financements de série C, même le montant médian des investissements au Canada (52,4 millions de dollars américains) a dépassé celui des investissements aux États-Unis (42,6 millions de dollars américains), ce qui souligne qu'en 2025, une poignée d'éminents tours de financement de croissance ultérieure, notamment le financement de série C record de 750 millions de dollars américains de Waabi, a fait grimper considérablement le montant moyen des financements de croissance ultérieure.



Montant moyen et médian des évaluations de préfinancement, selon le tour de financement (en \$ US)

Le graphique qui suit indique le montant moyen et le montant médian des évaluations de préfinancement des entreprises ayant réalisé un tour de financement répertorié dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* en 2025, selon le tour de financement. La caractéristique la plus frappante est l'écart significatif entre le montant moyen et le montant médian des évaluations des entreprises ayant réalisé un tour de série C en 2025. Le montant moyen a fortement augmenté pour atteindre 1,25 milliard de dollars américains (soit une hausse d'environ 713 % par rapport à 2024), tandis que le montant médian a atteint 286 millions de dollars américains (soit une hausse d'environ 185 %). Cet écart s'explique par un petit nombre de mégatours de série C atypiques qui faussent considérablement la moyenne.



Groupe Sociétés émergentes et à forte croissance d'Osler

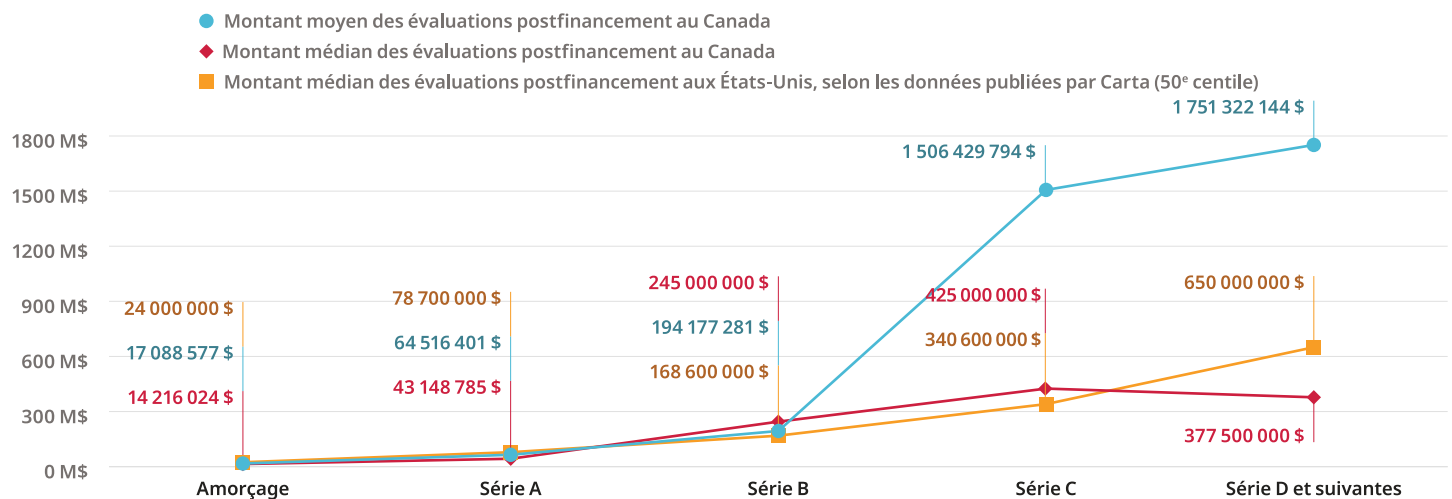
Nous accompagnons les entreprises tout au long de leur cycle de vie, en leur fournissant des conseils juridiques sur un large éventail de questions.

[Comment Osler peut vous aider](#)

Montant moyen et médian des évaluations postfinancement, selon le tour de financement (en \$ US)

Le graphique qui suit indique le montant moyen et le montant médian des évaluations postfinancement des entreprises ayant réalisé un financement répertorié dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* en 2025, selon le tour de financement. À titre de comparaison, nous indiquons les montants médians des évaluations postfinancement des entreprises ayant réalisé un financement aux États-Unis publiés par Carta. À l'exception des financements de série B et de série C, les montants en question étaient supérieurs à ceux des entreprises ayant réalisé un financement répertorié dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*.

En examinant les données relatives aux évaluations postfinancement par secteur, on constate que, en 2025, les entreprises du secteur de l'IA ont continué à bénéficier d'évaluations supérieures à la moyenne, peu importe le tour de financement : cela témoigne du vif intérêt des investisseurs pour les occasions liées à l'IA. Cet écart par rapport à la moyenne était particulièrement marqué pour les financements de croissance ultérieure (c.-à-d. à partir des financements de série C), où le montant médian des évaluations des entreprises du secteur de l'IA a dépassé largement celui du marché dans son ensemble (le montant médian des évaluations postfinancement des entreprises du secteur de l'IA étant 3,3 fois supérieur à celui des entreprises du secteur des technologies de l'information ayant réalisé un financement de série C, et 3,6 fois supérieur à celui des entreprises de ce secteur ayant réalisé un financement de série D et suivantes).

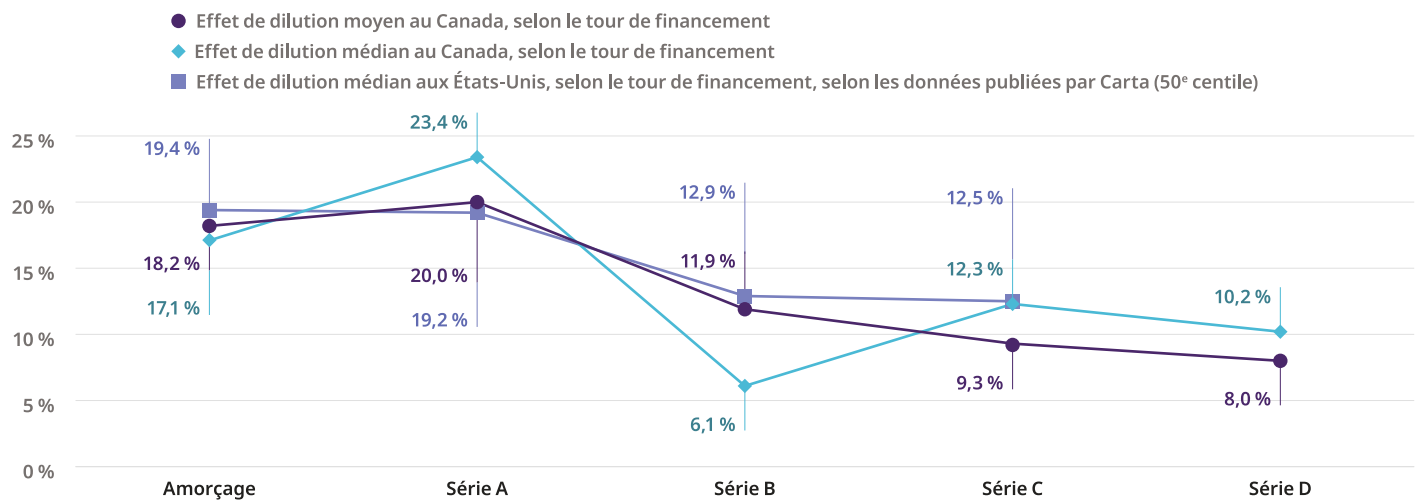


Effet de dilution moyen et médian, selon le tour de financement

Le graphique qui suit indique l'effet de dilution moyen et l'effet de dilution médian subis par les entreprises ayant réalisé un financement répertorié dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* en 2025. À titre de comparaison, nous y présentons les données publiées par [Carta](#) (disponibles en anglais seulement) sur l'effet de dilution médian subi par les entreprises ayant réalisé un financement aux États-Unis.

Comme l'indiquent les graphiques sur les évaluations présentés dans les pages précédentes, en ce qui concerne les évaluations de pré-financement, les résultats de 2025 ont été mitigés par rapport à ceux de 2024, les valeurs moyennes et médianes selon le tour de financement ayant augmenté dans certains cas et diminué dans d'autres. Malgré cela, comme le montre le tableau ci-dessous, l'année 2025 a été marquée par une réduction de l'effet de dilution à chaque stade de financement. Lorsque l'on va plus loin dans l'analyse des données, on constate que l'effet de dilution a eu tendance à diminuer à chaque tour de financement ayant connu une baisse de l'évaluation de pré-financement, principalement parce que les entreprises à ce stade ont levé moins de capitaux, en particulier dans le cas des tours d'amorçage, de série B et de série D et suivantes, où le montant moyen des investissements a généralement diminué. Dans d'autres cas, comme pour les tours de série A et de série C, l'effet de dilution a diminué parce que les entreprises ont levé des capitaux à des évaluations nettement supérieures en 2025, par rapport aux capitaux investis.

Si l'on examine les données par secteur d'activité, sauf pour les tours de série C, les entreprises du secteur de l'IA ont connu à chaque tour un effet de dilution médian inférieur à celui de tous les autres secteurs. Lors des tours de début de croissance (tours d'amorçage et de série A), les entreprises du secteur de la santé et des sciences de la vie ont enregistré l'effet de dilution médian le plus élevé, ce dernier ayant dépassé d'environ 3 % à 5 % celui de tous les autres secteurs.

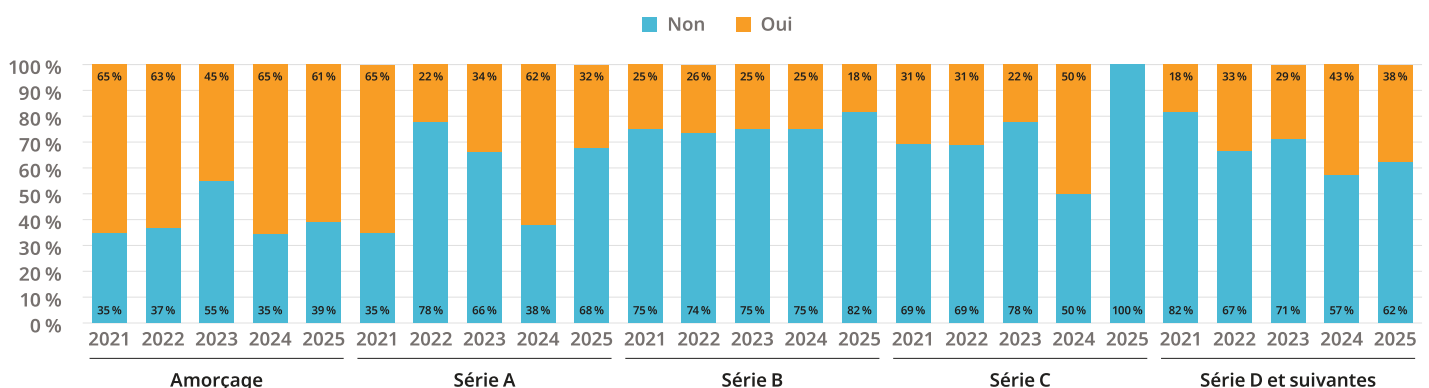


3

Renseignements sur la structure des financements : financements par actions privilégiées

Conversion de titres convertibles (comme les accords d'investissement rapide visant des titres de capitaux propres futurs – dits SAFE – et les billets à ordre convertibles) dans le cadre de financements, selon le tour de financement, par année

Le graphique qui suit indique la proportion des financements répertoriés 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. En 2025, 61 % des tours de financement d'amorçage ont donné lieu à la conversion d'un titre convertible, une proportion

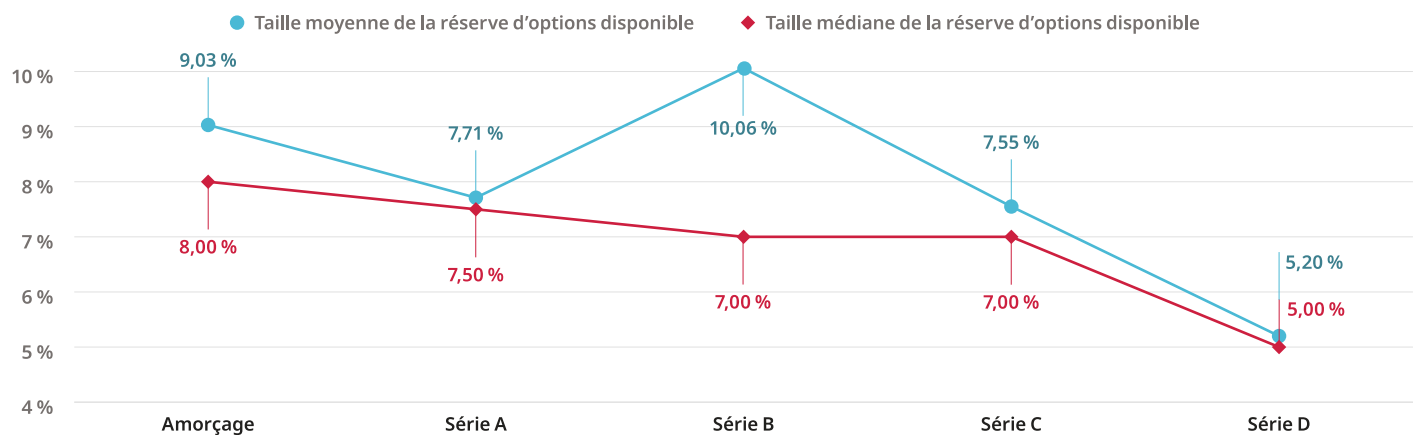


conforme à celles des années précédentes. En ce qui concerne les financements postérieurs aux financements d'amorçage répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, les données indiquent qu'une plus faible proportion de ces financements a donné lieu à la conversion de titres convertibles, les financements de série C n'ayant donné lieu à la conversion d'aucun titre convertible en 2025 (unique cas au cours de la période couverte par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*). Ce constat suggère un recours moindre aux titres convertibles comme mécanisme de conciliation des écarts d'évaluation lors des tours de financement ultérieurs.

Une analyse plus approfondie des modalités des financements par titres convertibles est fournie dans la section « [Renseignements sur les titres convertibles](#) » ci-dessous.

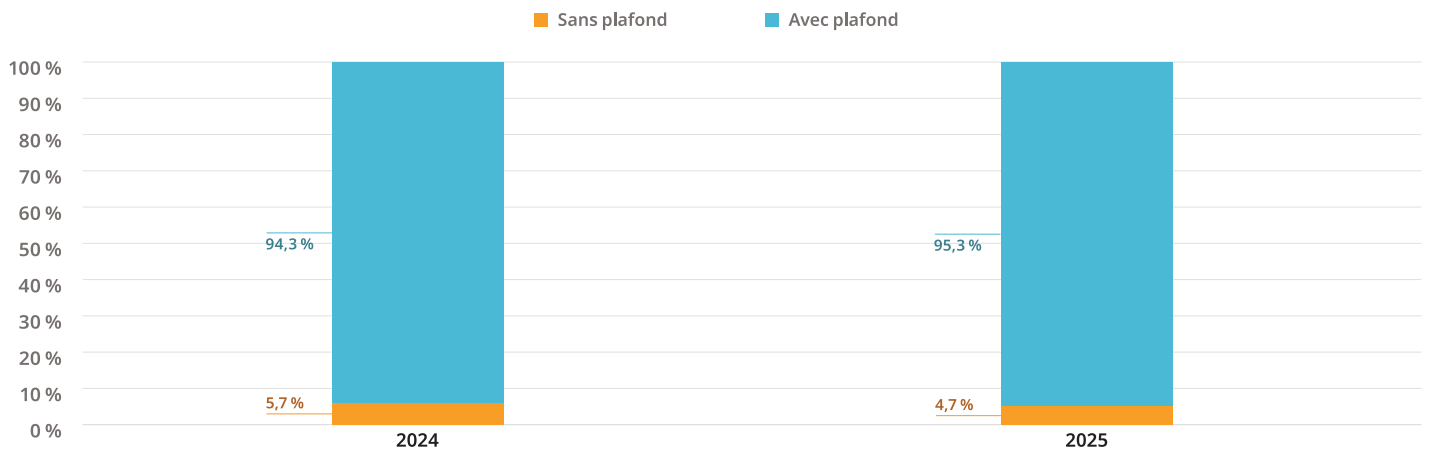
Taille de la réserve d'options disponible après le financement, selon le tour de financement

Le graphique qui suit indique la taille moyenne et la taille médiane de la réserve d'options disponible (exprimées en pourcentage des capitaux propres de l'entreprise, après dilution, après le financement) pour les entreprises qui ont réalisé un tour de financement en 2025. La taille de la réserve d'options disponible après le financement fait l'objet de négociations à l'étape de l'élaboration du sommaire des modalités afférent à l'opération de financement. Aussi, puisque, de manière générale, toute augmentation de la réserve d'options disponible est comptabilisée dans les capitaux propres « avant le financement », une telle augmentation réduit l'évaluation de préfinancement réelle d'une société.



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

La vaste majorité des financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* en 2025 exigeaient que l'entreprise couvre, en partie, les frais juridiques encourus par les investisseurs principaux. Parmi ceux-ci, 95,3 % plafonnaient le montant des frais ainsi remboursables (ce qui signifie que les remboursements de frais « en blanc » sont extrêmement rares). Ces résultats sont conformes à ceux des années précédentes.



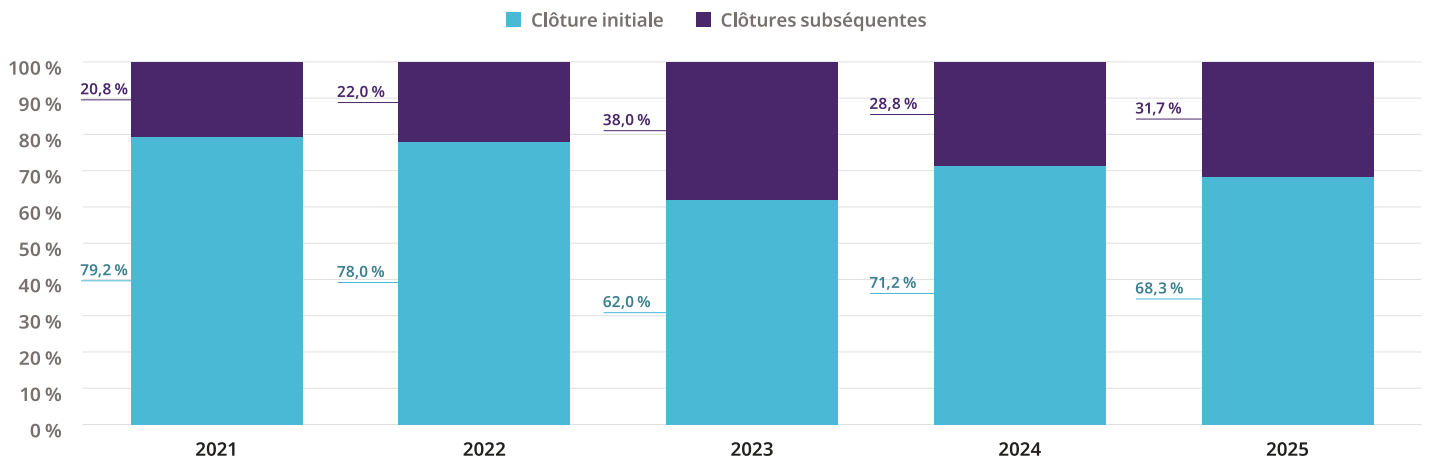
Entretien avec Benjamin Alarie (Blue J)

Les clients d'Osler nous font part de leurs réussites.

[Visionnez l'entretien](#)

Allocation du produit des financements comportant plus d'une clôture

En 2025, 31,7 % des financements comportaient plus d'une clôture (contre 28,8 % en 2024). Conformément aux années précédentes, le montant investi à la clôture initiale d'un tour de financement a continué à représenter la majeure partie du montant total investi dans le cadre du tour.



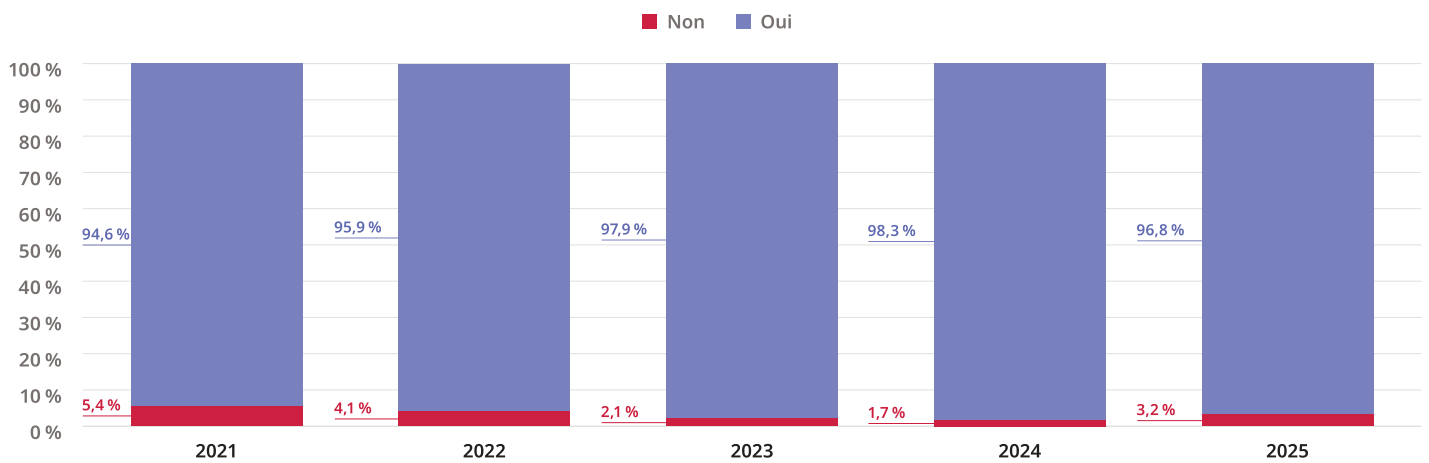
Entretien avec Stephen Nairne (Raven Indigenous Capital Partners)

Les clients d'Osler nous font part de leurs réussites.

[Visionnez l'entretien](#)

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

Le graphique qui suit montre que, en 2025, l'utilisation de documents de financement basés sur les conventions types de la CVCA et de la NVCA est restée omniprésente ou presque pour les financements par actions privilégiées au Canada, 96,8 % de tous les financements ayant recouru à ces conventions types. L'utilisation d'une convention entre actionnaires unique, qui prévoit des clauses similaires à celles incluses dans les conventions types de la CVCA et de la NVCA, est devenue contraire aux pratiques courantes du marché.



Les Modèles Osler pour les financements d'amorçage, publiés en 2026, reflètent les pratiques courantes du marché et visent à faire en sorte que la documentation canadienne soit davantage alignée sur les conventions types de la NVCA, qui sont largement utilisées.

En savoir plus sur les [Modèles Osler pour les financements d'amorçage](#) (disponible en anglais seulement).

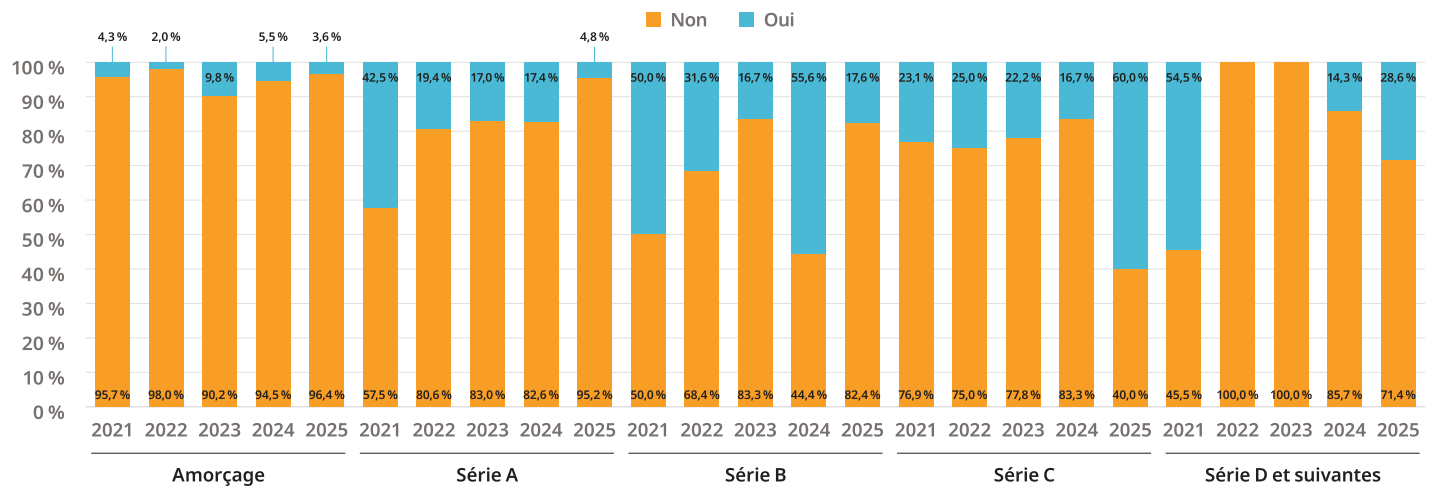
Entretien avec Nilam Ganenthiran (Beacon Software)

Les clients d'Osler nous font part de leurs réussites.

[Visionnez l'entretien](#)

Opérations de reclassement réalisées dans le cadre des financements, selon le tour de financement, par année

En 2025, les opérations de reclassement ont continué de faire partie du paysage. Les financements de série C et de série D et suivantes ont été les catégories ayant enregistré les plus fortes proportions de financements comprenant une opération de reclassement, soit 60,0 % et 28,6 %, respectivement, ce qui s'explique par le fait que les entreprises cherchent à fournir plus de liquidité aux investisseurs en capital de départ et aux employés. Puisque les opérations susceptibles de procurer de la liquidité (notamment les premiers appels publics à l'épargne et, dans une moindre mesure, les acquisitions) se sont raréfiées ces dernières années et que les investisseurs de la première heure sont toujours en quête de sources de liquidité, on s'attend à ce que la proportion des financements de croissance ultérieure comprenant une opération de reclassement demeure élevée. La valeur relative de la composante reclassement d'un tour par rapport à sa taille et à l'évaluation postfinancement a varié considérablement, allant de 8 % à 100 %, pour ce qui est de la taille du tour, et de 2 % à 25 %, pour ce qui est de l'évaluation postfinancement.



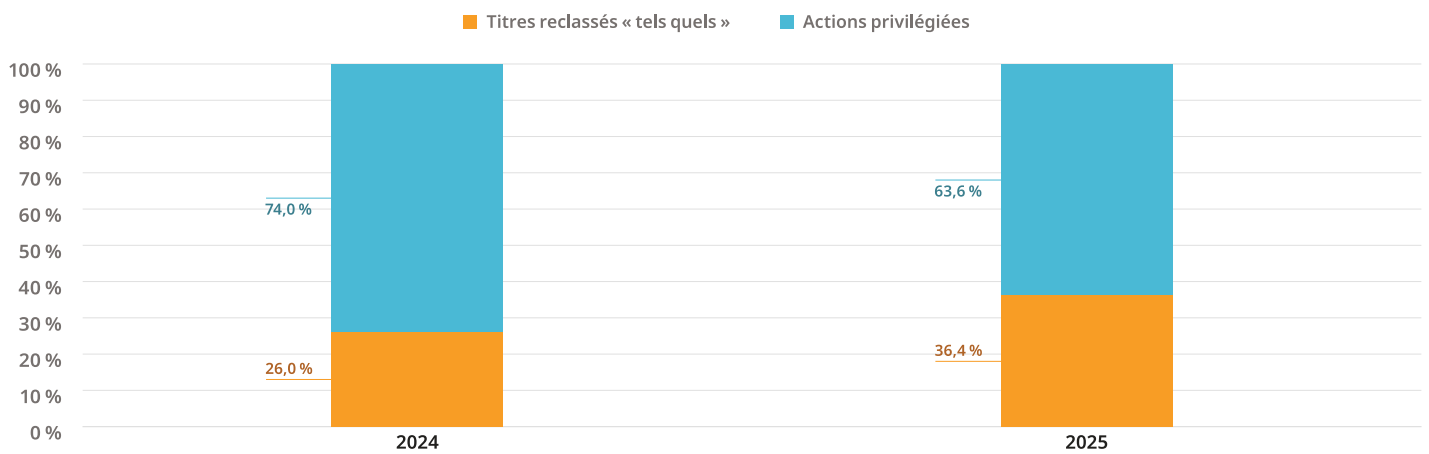
Entretien avec Jai Mansukhani et Anthony Azrak

Les clients d'Osler nous font part de leurs réussites.

[Visionnez l'entretien](#)

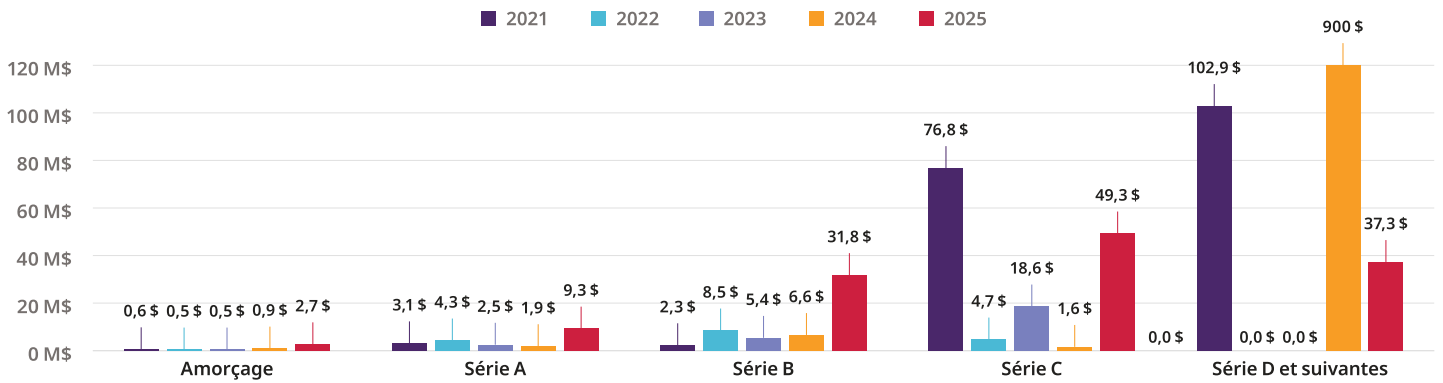
Nature des titres de capitaux propres vendus à l'occasion des opérations de reclassement réalisées dans le cadre des financements

En ce qui concerne les opérations de reclassement répertoriées dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* en 2025, dans 63,6 % des cas, l'acheteur a acquis des actions privilégiées (y compris les opérations dans le cadre desquelles les actions reclassées ont été échangées contre des actions privilégiées). Dans 36,4 % des cas, l'acheteur a acquis les mêmes titres « tels quels », sans échange intermédiaire de titres.



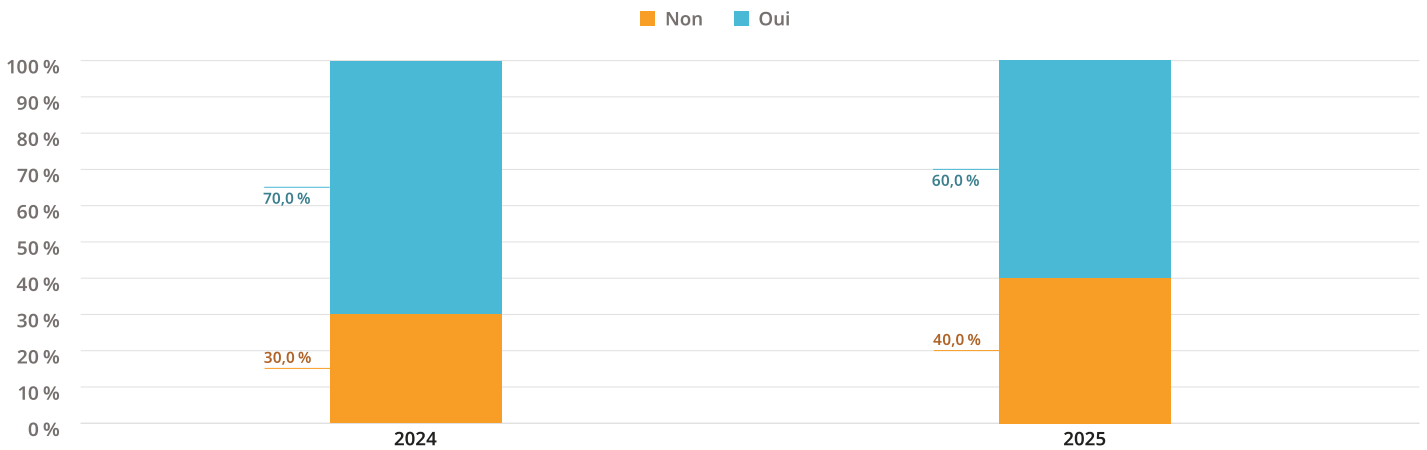
Montant moyen des opérations de reclassement réalisées dans le cadre des financements, selon le tour de financement, par année (en M\$ US)

En 2025, le montant moyen des opérations de reclassement selon le tour de financement a considérablement augmenté pour presque tous les stades de financement, par rapport aux années précédentes couvertes par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*. Cela correspond à nos attentes, car les investisseurs se tournent de plus en plus vers les opérations de reclassement comme autre moyen de générer de la liquidité pour leurs investissements dans des entreprises du secteur canadien des technologies.



Avis juridiques, avis sur la structure du capital

Le graphique qui suit indique les financements réalisés en 2025 dans le cas desquels le conseiller juridique de l'entreprise a produit un avis juridique incluant un « avis sur la structure du capital » (c.-à-d. un avis portant confirmation de l'exhaustivité et de l'exactitude du tableau de la structure du capital de l'entreprise). En 2025, parmi les financements comportant un avis juridique produit par le conseiller juridique de l'entreprise, 60 % d'entre eux comprenaient un avis sur la structure du capital (en baisse par rapport à 70 % en 2024). Conformément aux tendances observées aux États-Unis, dans le but d'écourter les délais et de réduire les coûts, les investisseurs sont de plus en plus enclins à conclure des financements sans avis sur la structure du capital.

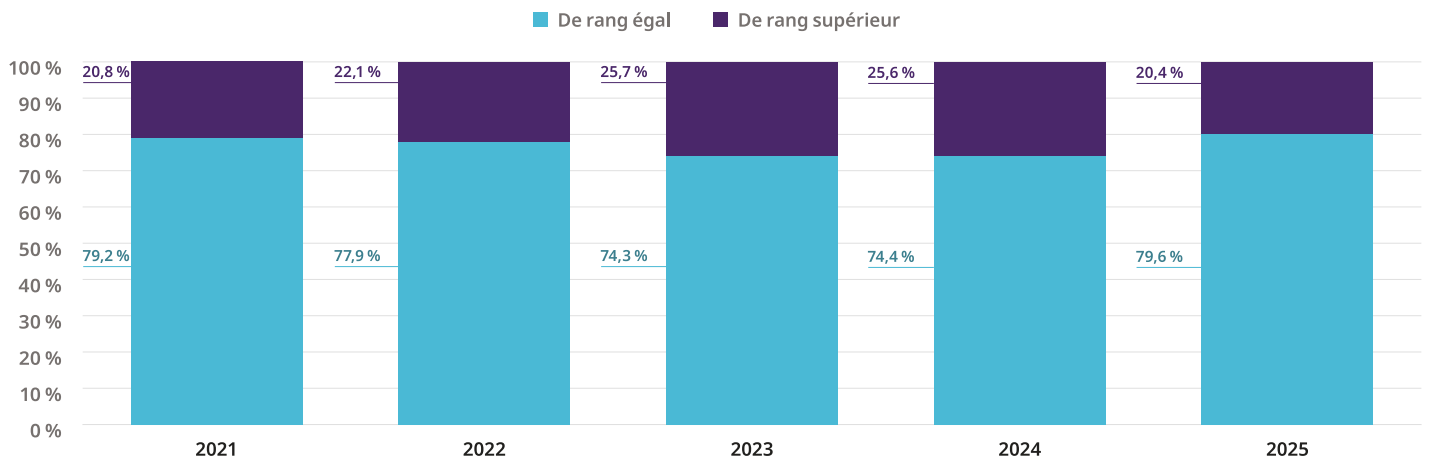


4

Renseignements sur les modalités de financement : financements par actions privilégiées

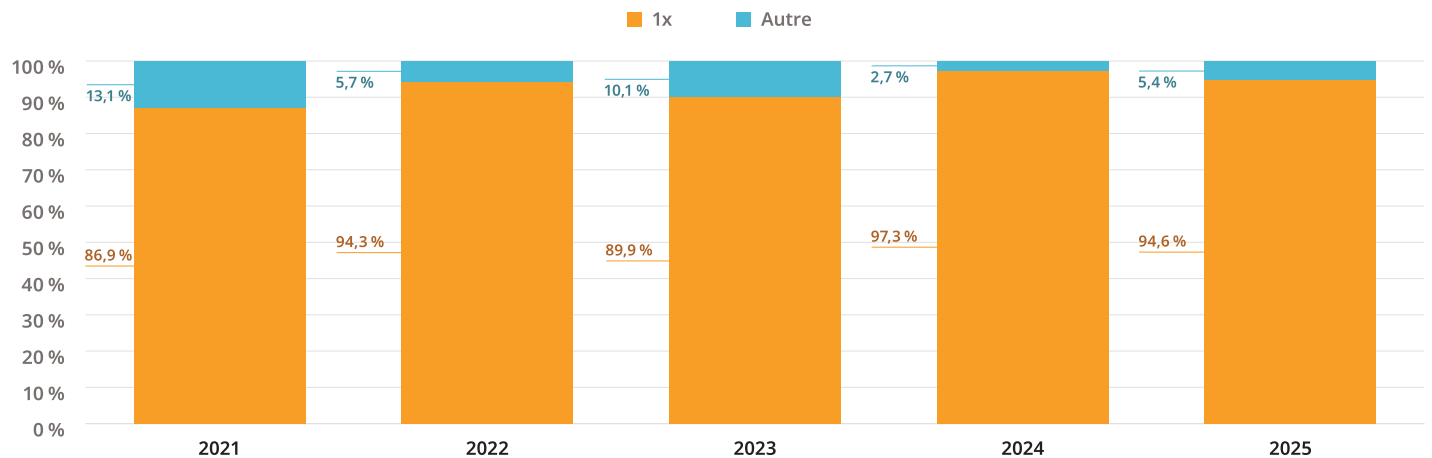
Financements conférant une priorité en cas de liquidation de rang supérieur

En 2025, dans le cadre de 20,4 % des tours de financement, l'entreprise a émis aux investisseurs une action privilégiée de rang supérieur à tous les titres existants précédemment (contre 25,6 % en 2024). Ces données reflètent les données des études réalisées aux États-Unis en 2025, comme en fait foi [l'étude de Wilson Sonsini](#) (disponible en anglais seulement), selon laquelle 21 % des financements réalisés aux États-Unis conféraient une priorité en cas de liquidation de rang supérieur.



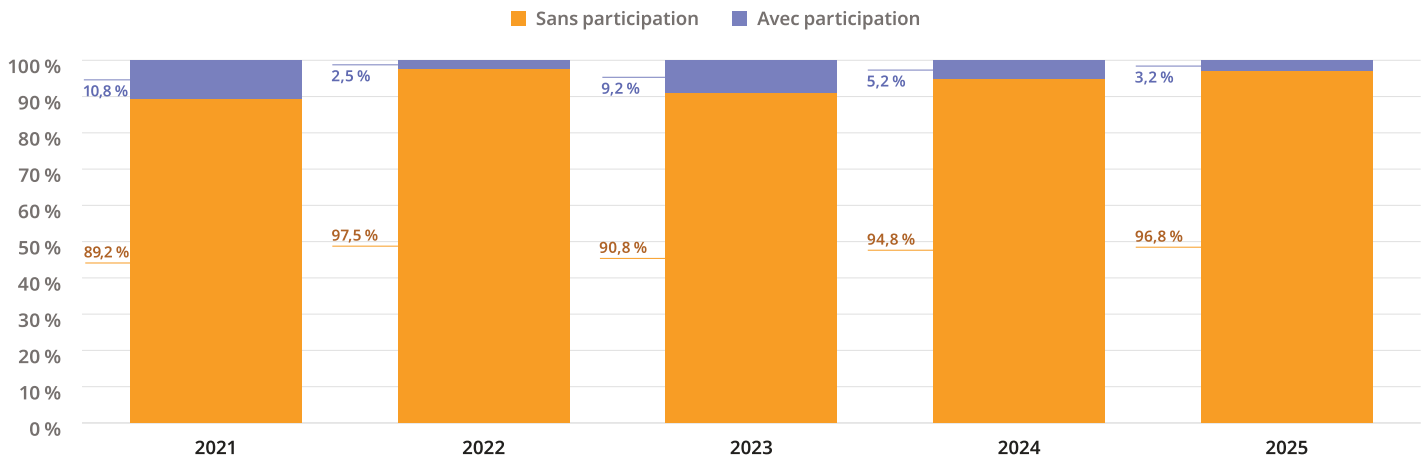
Financements prévoyant un multiple sur les priorités en cas de liquidation

Le graphique qui suit présente la proportion de financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* prévoyant l'émission de titres comprenant un multiple sur les priorités en cas de liquidation (par exemple, 1,5x le montant investi). Les résultats sont conformes aux attentes, en ce sens qu'un multiple de 1x sur les priorités en cas de liquidation est resté la norme du marché pour les opérations de financement par capital de risque en 2025 (94,6 %).



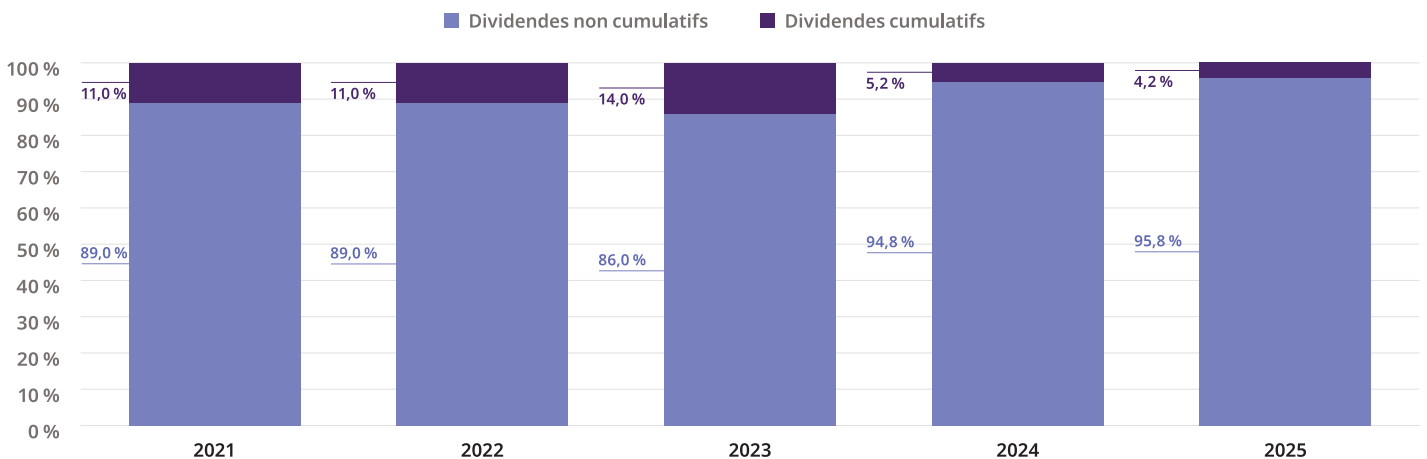
Financements avec actions privilégiées de participation

Le graphique qui suit présente la proportion des financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient des actions privilégiées de participation. Les résultats sont conformes à nos attentes, dans la mesure où les actions privilégiées de participation sont généralement atypiques dans le cadre des opérations de financement au Canada. La proportion de financements comportant des actions privilégiées de participation en 2025 (3,2 %) a été inférieure à la moyenne des quatre années précédentes (6,9 %). D'après des études américaines portant sur le même sujet, la proportion des financements réalisés aux États-Unis comportant des actions privilégiées de participation s'est élevée à environ 5 %.



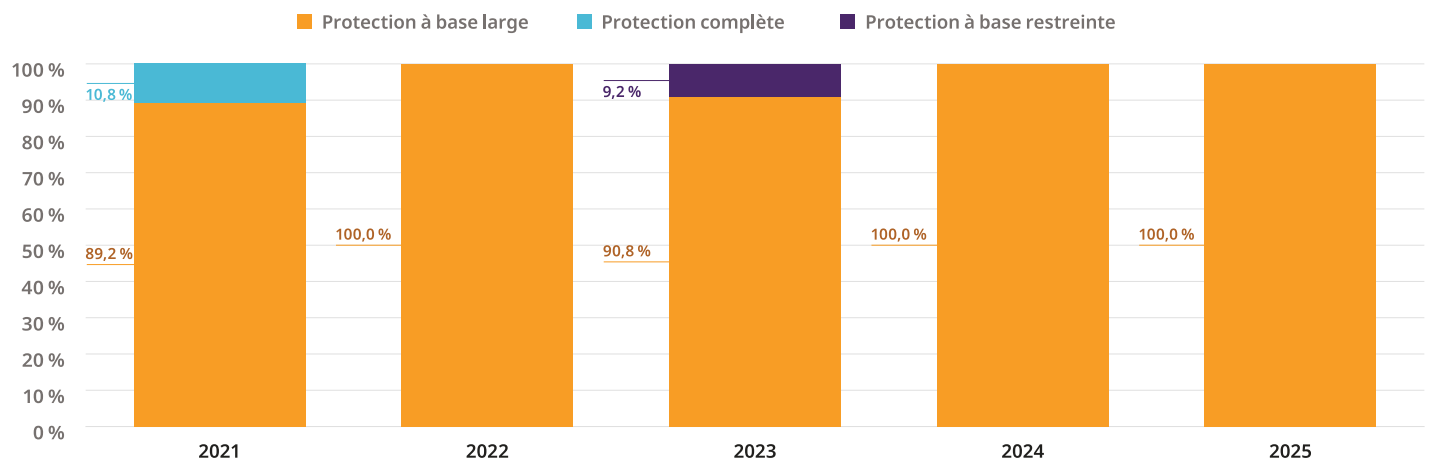
Financements avec dividendes cumulatifs ou dividendes non cumulatifs

Le graphique qui suit met en évidence la proportion des financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient des droits à des dividendes cumulatifs. En 2025, la proportion de financements comprenant des droits à des dividendes cumulatifs a été de 4,2 % (contre 5,2 % en 2024). Ces résultats sont conformes aux attentes du marché, dans la mesure où les dividendes cumulatifs sont généralement peu fréquents dans le cadre des opérations de financement.



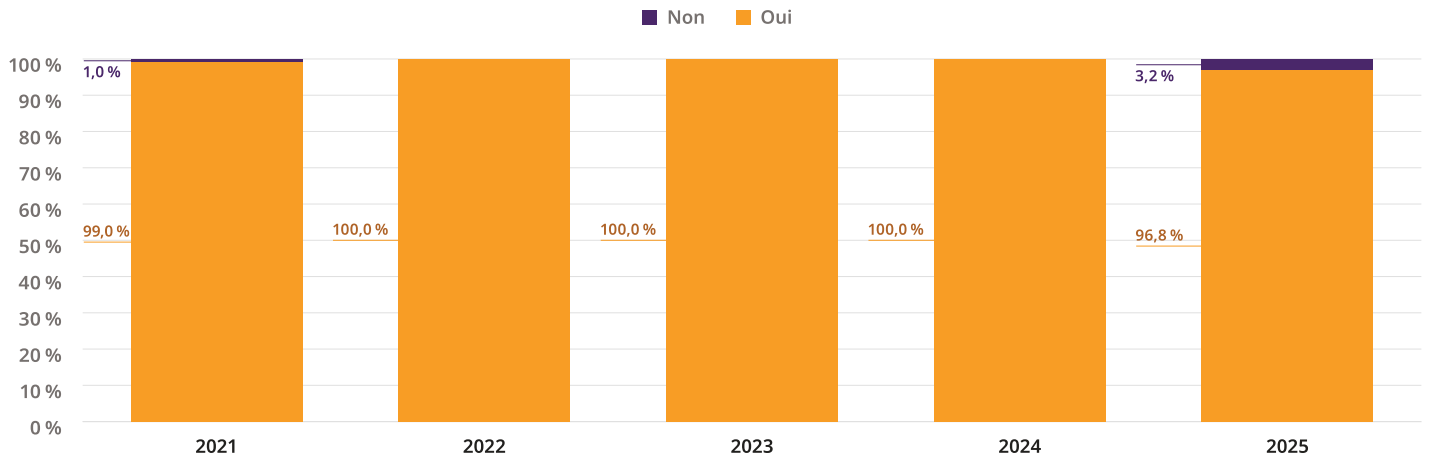
Financements avec droits de protection anti-dilution, types de protection anti-dilution

Comme pour les années précédentes, en 2025, la protection anti-dilution fondée sur la moyenne pondérée à base large a continué d'être la norme du marché au Canada (100 % des financements de 2025 répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*), que le financement en question ait été un tour haussier, un tour baissier ou un tour stable. Ces résultats sont conformes à ceux d'études américaines similaires, comme en fait foi l'étude de [Wilson Sonsini](#) (disponible en anglais seulement), selon lesquelles une protection anti-dilution à base large a été incluse dans 100 % des financements réalisés aux États-Unis, que le financement en question ait été un tour haussier, baissier ou stable.



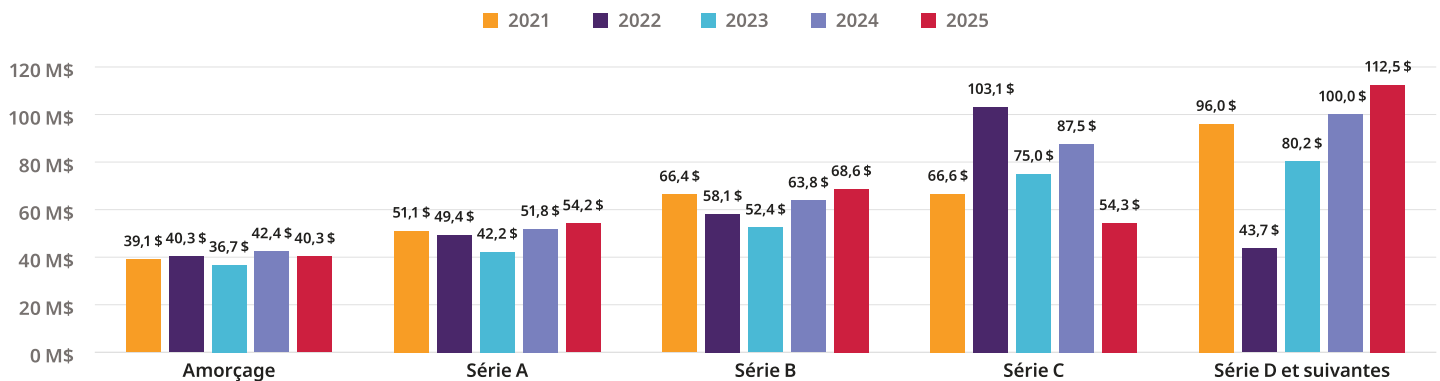
Financements avec droits de conversion automatique lors d'un premier appel public à l'épargne

En 2025, 96,8 % des financements comprenaient un mécanisme de conversion automatique lors d'un premier appel public à l'épargne admissible (contre 100 % en 2024). Ce pourcentage est resté stable tout au long de la période de cinq ans couverte par le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*.

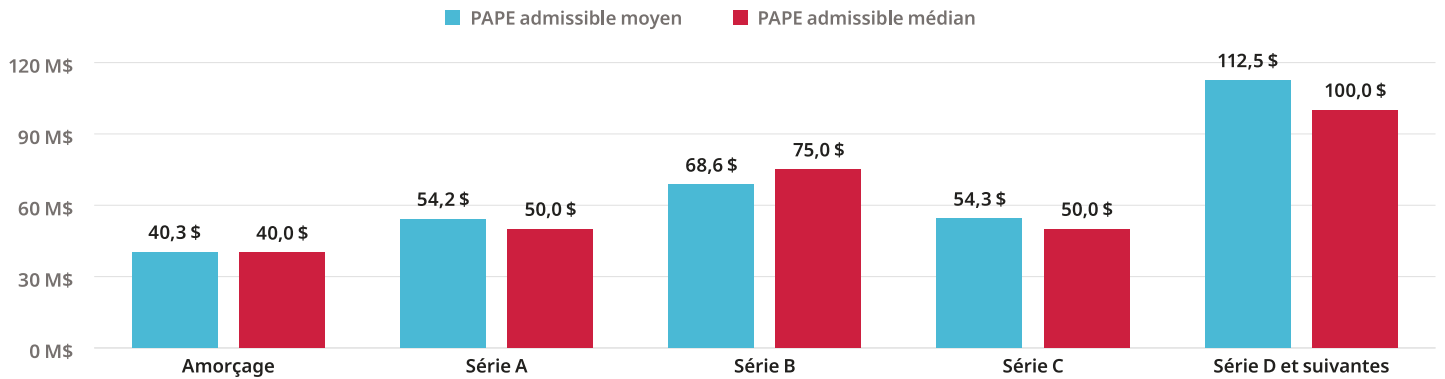


Financements avec droits de conversion automatique lors d'un premier appel public à l'épargne, valeurs moyennes des premiers appels publics à l'épargne admissibles selon le tour de financement (en M\$ US)

En ce qui concerne les financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* qui comprenaient un mécanisme de conversion automatique, les graphiques qui suivent indiquent le produit brut minimal moyen et médian que l'entreprise devait lever dans le cadre d'un premier appel public à l'épargne admissible pour que son mécanisme de conversion automatique des actions privilégiées soit déclenché.

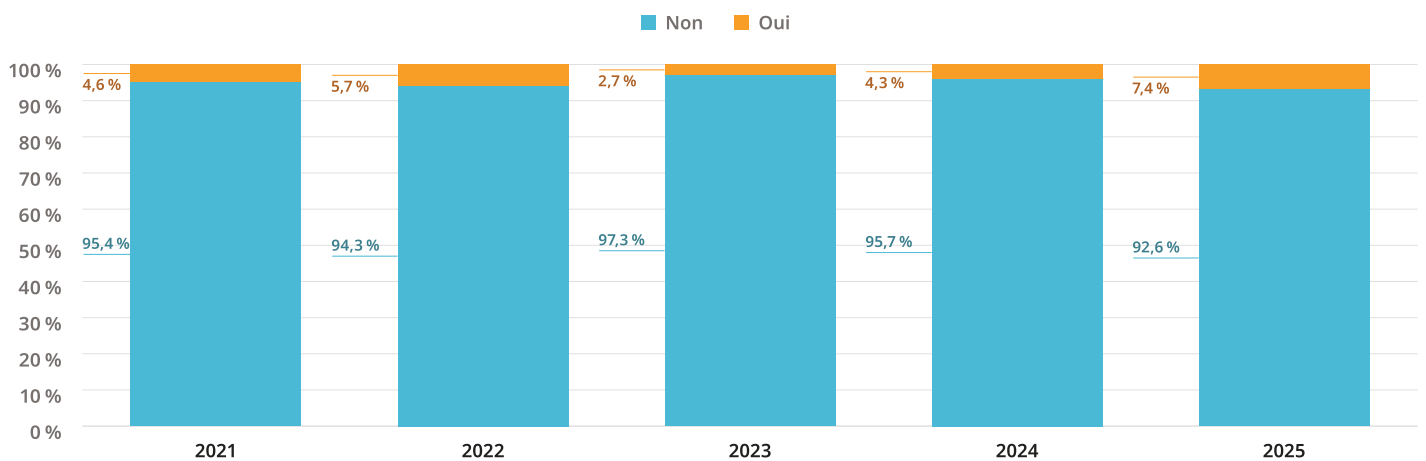


Pour 2025, le seuil médian des premiers appels publics à l'épargne admissibles est plus représentatif de la pratique du marché, comme l'indique le graphique ci-dessous.



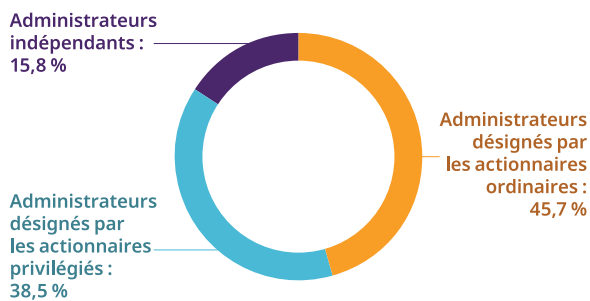
Financements avec droits de rachat

Le graphique qui suit présente la proportion des financements qui comprenaient des droits de rachat. Une telle proportion est conforme à nos attentes, en ce sens que les droits de rachat sont généralement rares dans le cadre des opérations de financement au Canada. En 2025, la proportion des financements comprenant des droits de rachat (7,4 %) a été légèrement supérieure qu'en 2024 (4,3 %). Ces résultats reflètent également ceux des études sur les opérations de financement réalisées aux États-Unis en 2025, comme en font foi les études de [Wilson Sonsini](#) (4 %) et de [Cooley](#) (3,2 %) (disponibles en anglais seulement).



Représentation au conseil

En ce qui concerne les financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, le graphique qui suit 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, tous tours de financement confondus. En 2025, la taille moyenne des conseils, tous tours de financement confondus, était de 4,9 administrateurs. En outre, dans le cas de 58,9 % de ces financements, l'entreprise a réservé un siège au conseil au chef de la direction en exercice.



Représentation au conseil, selon le tour de financement

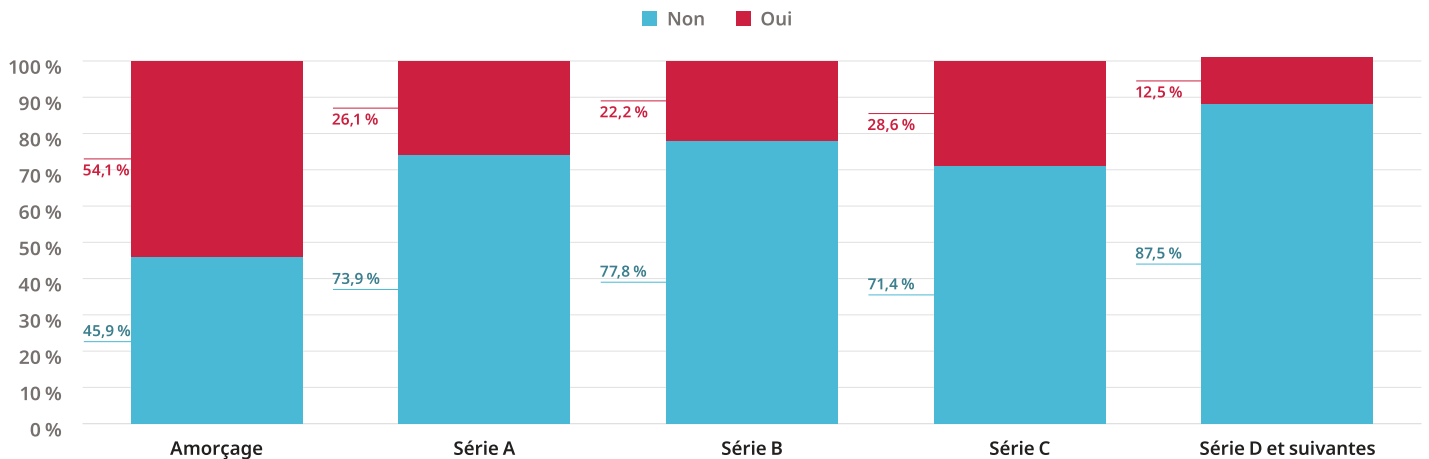
En ce qui concerne les financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, le graphique qui suit présente la ventilation de la composition moyenne du conseil (exprimée en pourcentage de la taille totale du conseil) entre les administrateurs désignés par les actionnaires 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, a progressivement diminué au fur et à mesure que l'entreprise réalisait des tours de financement subséquents.
- La proportion d'administrateurs désignés par les actionnaires privilégiés, par rapport à la taille totale du conseil, a progressivement augmenté au fur et à mesure que l'entreprise réalisait des tours de financement subséquents.
- D'après les données analysées relativement aux financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* en 2025, les administrateurs désignés par les actionnaires ordinaires ont commencé à représenter moins de la majorité du conseil à l'issue du tour de financement de série A, par suite de l'ajout d'administrateurs indépendants au conseil (il convient de noter que les fondateurs, ou une combinaison d'entre eux, se voient souvent accorder le droit de nommer une partie de ces administrateurs indépendants).



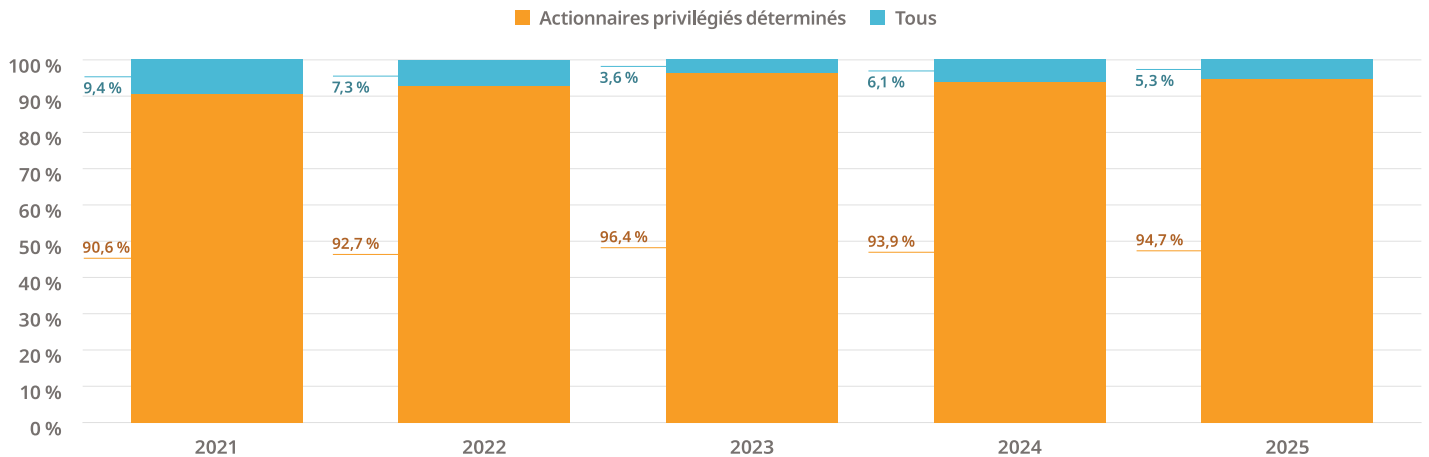
Acquisition inversée (reverse vesting)

En ce qui concerne les financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* en 2025, le graphique qui suit illustre la ventilation des cas, selon le tour de financement, où les fondateurs ont dû rajuster partiellement ou totalement le calendrier d'acquisition inversée applicable à leurs actions de fondateur existantes, ou mettre en place une nouvelle entente d'acquisition s'il n'y en avait pas déjà une en place. Il importe de noter que les chiffres ci-dessous ne rendent pas compte des cas où les fondateurs disposaient d'ententes d'acquisition au moment du financement; ils portent uniquement sur les cas comportant l'obligation d'imposer une entente d'acquisition nouvelle ou supplémentaire. Il est extrêmement rare qu'un fondateur soit tenu de rétrocéder une partie de ses actions au-delà d'un financement de début de croissance.



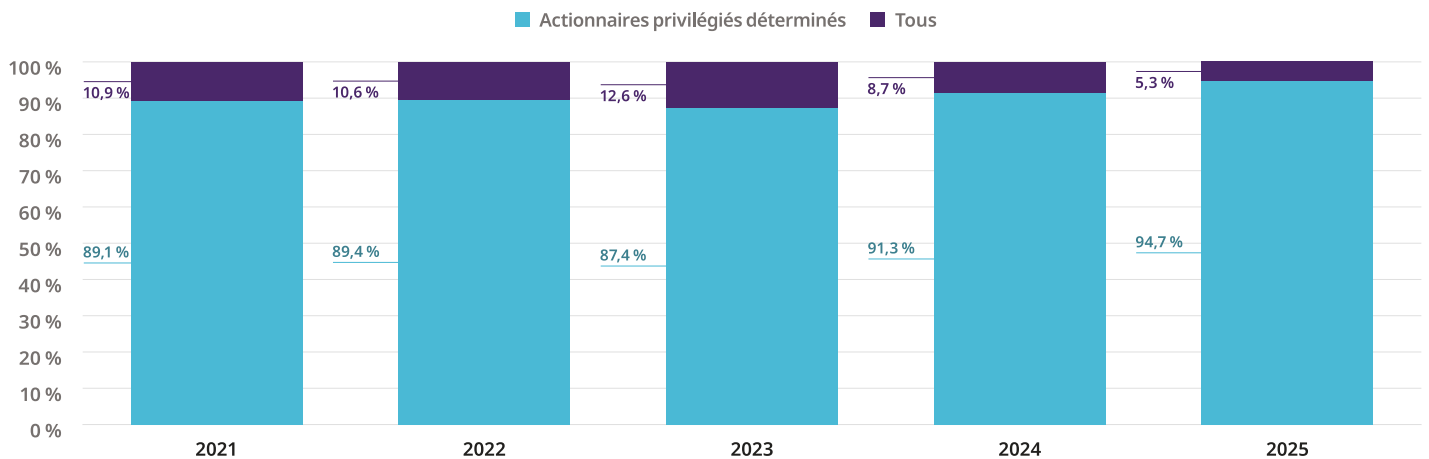
Droits d'information et droits d'inspection accordés aux actionnaires privilégiés

La convention de droits des investisseurs confère à certains actionnaires privilégiés des droits d'information (par exemple, le droit de recevoir des états financiers annuels et trimestriels sur l'entreprise) et des droits d'inspection (par exemple, le droit d'examiner les livres et les registres de l'entreprise). En 2025, 94,7 % des financements n'accordaient ces droits qu'à des actionnaires privilégiés déterminés, tandis que 5,3 % les accordaient à tous les actionnaires privilégiés. Ces résultats correspondent à nos attentes, dans la mesure où de tels droits d'information et d'inspection ne sont généralement accordés qu'à un petit sous-ensemble des actionnaires privilégiés, surtout aux « gros investisseurs » ou aux actionnaires privilégiés qui détiennent un pourcentage minimal négocié d'actions privilégiées.



Droits de souscription au prorata accordés aux actionnaires privilégiés

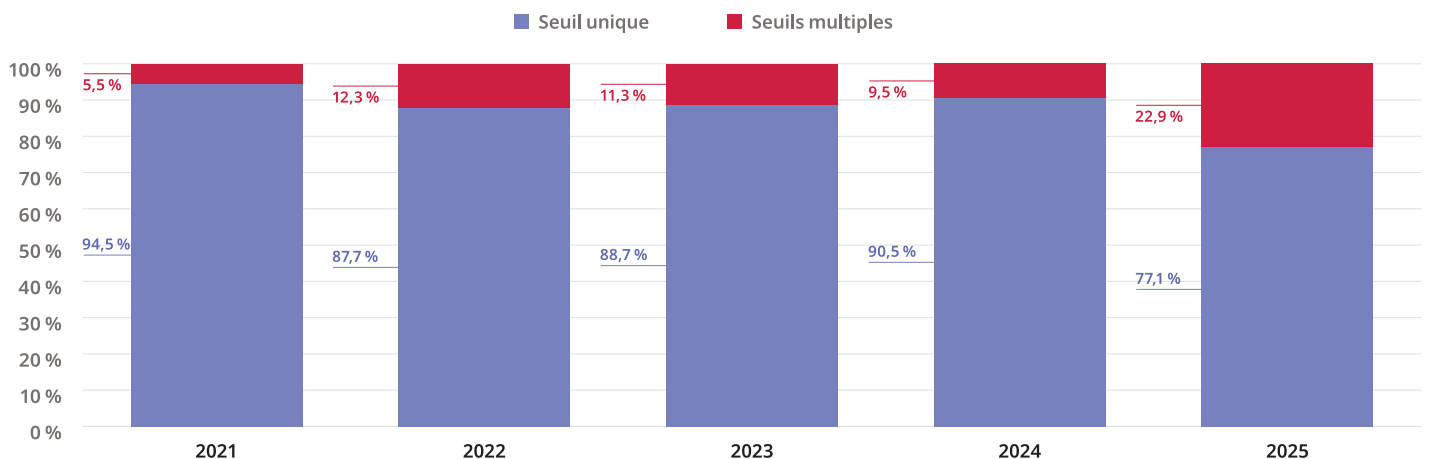
De même, la convention de droits des investisseurs confère à certains actionnaires des droits de souscription au prorata (souvent appelés droits de préemption). Les droits de souscription au prorata confèrent à un investisseur le droit (mais non l'obligation) de participer aux tours de financement subséquents de l'entreprise, ce qui lui permet de maintenir son pourcentage de participation (sous réserve de certaines exceptions standard). En 2025, 94,7 % des financements n'ont accordé des droits de souscription au prorata qu'à des actionnaires privilégiés déterminés, tandis que 5,3 % en ont accordé à tous les actionnaires privilégiés. Conformément aux données sur les droits d'information, la grande majorité des financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* n'ont accordé ces précieux droits de souscription au prorata ou droits de préemption qu'à un petit sous-ensemble d'actionnaires privilégiés (généralement limités aux seuls actionnaires privilégiés considérés comme de « gros investisseurs »).



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

En règle générale, la convention de vote prévoit une clause d'entraînement aux termes de laquelle, si les actionnaires (et le conseil), dans une proportion égale ou supérieure au seuil convenu, approuvent une opération de sortie, tous les autres actionnaires sont tenus d'y participer. En règle générale, 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 2025, 77,1 % des conventions de vote conclues dans le cadre des financements répertoriés 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), alors que 22,9 % de ces financements prévoyaient des seuils multiples (contre 9,5 % en 2024). Cette évolution semble liée, en partie, à l'élargissement des écarts d'évaluation en 2025 – en particulier dans les financements liés à l'IA – qui a accru la divergence économique entre les investisseurs existants et les nouveaux investisseurs. En conséquence, les nouveaux investisseurs ont de plus en plus cherché à obtenir des droits d'approbation liés à des séries particulières sur des questions clés telles que le seuil de déclenchement de la clause d'entraînement (ainsi que, de manière générale, les seuils à atteindre pour la modification des conventions entre actionnaires) afin de mieux protéger leur position.



5

Renseignements sur les titres convertibles

Pour la première fois cette année, le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* présente une analyse approfondie des modalités des financements par titres convertibles, en particulier 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. Les données sur les financements par titres convertibles présentées ici, qui s'appuient sur 240 opérations réalisées par Osler en 2024 et en 2025, totalisant plus de 1,3 milliard de dollars américains, font ressortir les principales modalités des opérations ainsi que les nouvelles tendances du marché pour ces instruments.

En dehors des financements de pré-amorçage, les titres convertibles sont souvent utilisés dans le cadre de financements relais que des investisseurs accordent à des entreprises qui ont besoin de liquidités à court terme pour maintenir leur fonds de roulement, soit lorsque l'entreprise ne dispose pas des indicateurs commerciaux qui lui permettraient d'obtenir une évaluation cadrant avec son stade de financement (ce qui lui donne plus de temps pour atteindre la valeur requise), ou lorsque les investisseurs investissent de manière opportuniste dans l'entreprise en amont d'un futur tour de financement afin de s'assurer de conditions économiques avantageuses pour leur investissement.

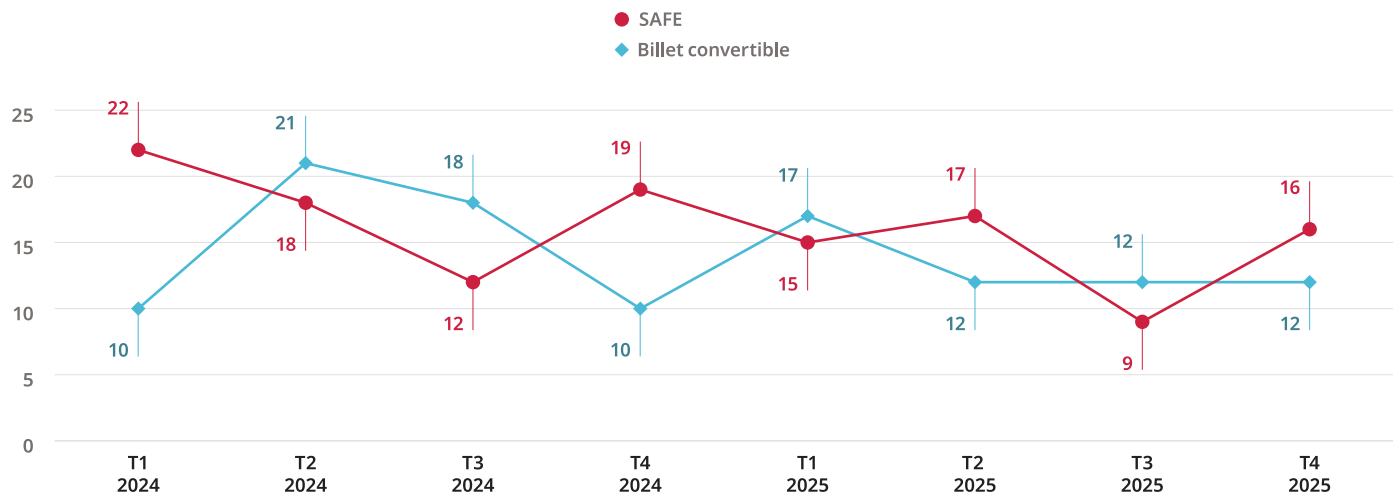
Financements par titres convertibles : nombre réalisé et montant levé, par trimestre

Les graphiques qui suivent indiquent le nombre total de financements par titres convertibles répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération* réalisés au cours de 2024 et de 2025 ainsi que le montant total levé dans le cadre de ces financements, par trimestre et par type de titre (SAFE ou billet à ordre convertible).

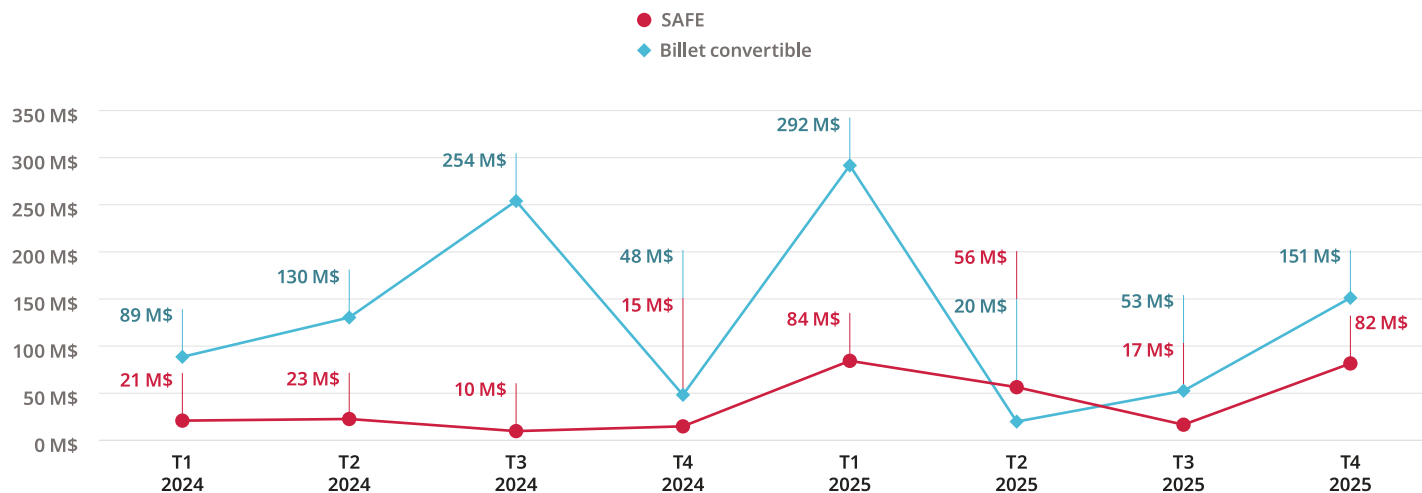
En 2025, les SAFE ont continué de représenter la forme la plus courante de titre convertible utilisée dans l'ensemble des financements. Ils ont représenté 51,8 % de tous les titres convertibles émis, tandis que les billets à ordre convertibles ont représenté 48,2 % de ceux-ci. Il importe de noter que ces pourcentages sont présentés tous tours de financement confondus, et qu'une analyse plus approfondie des données montre que les SAFE étaient principalement des outils de financement de début de croissance (financement de pré-amorçage, financement relais post-amorçage), tandis que les billets à ordre convertibles étaient plus courants dans les financements de croissance ultérieure (en tant que titre relais en attendant le prochain tour de financement).

En termes de capitaux investis, la tendance s'inverse. En 2025, les SAFE ont représenté 31,7 % du total des capitaux investis (contre 11,6 % en 2024), tandis que les billets à ordre convertibles ont représenté 68,3 % de ce total (contre 88,4 % en 2024). Cette divergence corrobore l'observation ci-dessus : les entreprises émettant des titres convertibles dans le cadre de financements de croissance ultérieure, qui se traduisent généralement par des capitaux investis de taille supérieure, ont plus souvent recours aux billets à ordre convertibles, tandis que celles qui en émettent dans le cadre de financements de début de croissance, qui se traduisent généralement par des capitaux investis de taille inférieure, continuent de recourir à des SAFE.

Nombre de financements par titres convertibles, par trimestre (2024 et 2025)



Capitaux investis selon l'instrument convertible, par trimestre (2024 et 2025)

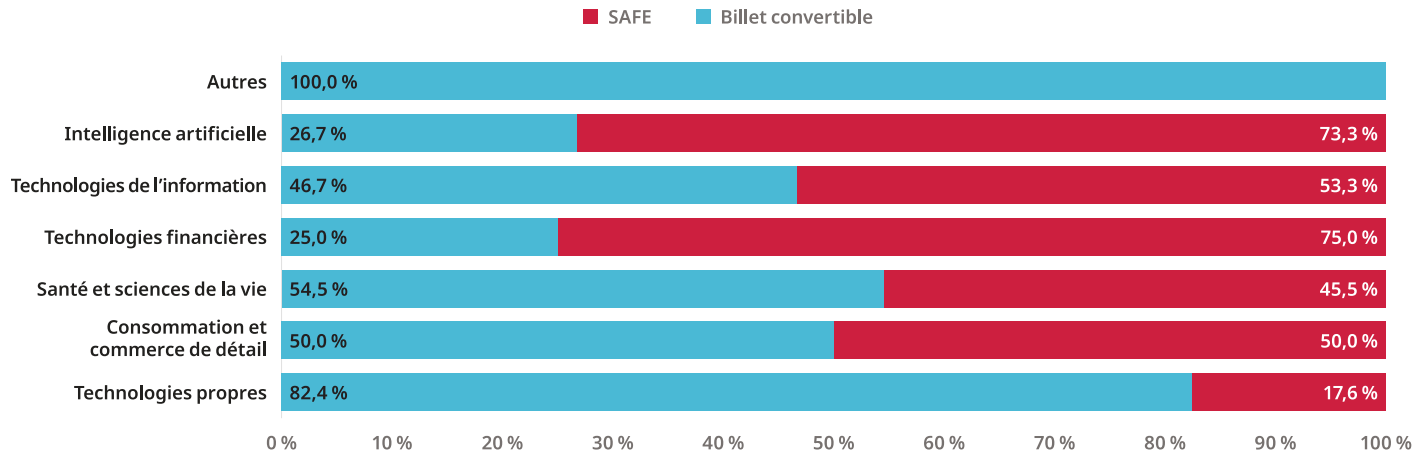


SAFE ou billet à ordre convertible, par secteur

En 2025, les SAFE ont dominé les financements comportant des titres convertibles dans les secteurs de l'IA, des technologies de l'information et des technologies financières, représentant respectivement 73,3 %, 53,3 % et 75 % des titres convertibles émis dans le cadre de ces financements. En revanche, les données du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* montrent que, en 2025, ce sont des billets à ordre convertibles qui ont été émis le plus souvent dans le cadre des financements comportant des titres convertibles réalisés dans le secteur de la santé et des sciences de la vie et, en particulier, celui des technologies propres, représentant respectivement 54,5 % et 82,4 % des titres convertibles émis dans le cadre de ces financements. Il est intéressant de noter qu'une toute autre image se dégage lorsque l'on examine le montant total des capitaux levés. Bien que 45,5 % des financements par titres convertibles réalisés dans le secteur de la santé et des sciences de la vie aient comporté des SAFE, 73,5 % des capitaux levés dans le cadre de ces financements l'ont été au moyen de billets à ordre convertibles. De même, si 46,7 % des financements par titres convertibles réalisés dans le secteur des technologies de l'information ont comporté des billets à ordre convertibles, 68,4 % des capitaux levés dans le cadre de ces financements l'ont été au moyen de billets à ordre convertibles.

Ces résultats correspondent aux attentes, en particulier dans la mesure où les entreprises de ces secteurs sont à forte intensité capitalistique et ont des horizons d'investissement de longue durée, ce qui nécessite souvent des instruments d'investissement très structurés.

Répartition des SAFE par rapport aux billets convertibles, par secteur (2025)



Titres convertibles avec un plafond d'évaluation établi avant ou après le financement

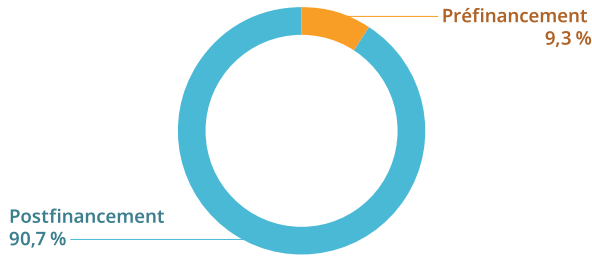
En 2025, les SAFE postfinancement ont continué de dominer, représentant 90,7 % de tous les SAFE émis dans le cadre des financements répertoriés dans le *Rapport sur les éléments clés d'une opération*, contre 81,2 % en 2024. Cette tendance reflète l'adoption continue de la structure SAFE postfinancement de Y Combinator, qui offre une plus grande certitude quant à l'effet de dilution tant pour les fondateurs que pour les investisseurs. Ces données concordent également avec les données publiées par Carta, selon lesquelles 88 % de tous les tours de financement de début de croissance comportant des SAFE visaient des SAFE postfinancement. En ce qui concerne les billets à ordre convertibles, la préférence pour les structures postfinancement a également augmenté en 2025, 64,9 % des billets à ordre convertibles utilisant une structure postfinancement contre 52,2 % en 2024. Cela suggère une convergence continue des pratiques du marché, les modalités des billets à ordre convertibles s'alignant de plus en plus sur les paramètres économiques postfinancement qui sont désormais la norme pour les SAFE.

Entretien avec Lise Birikundavyi (BKR Capital)

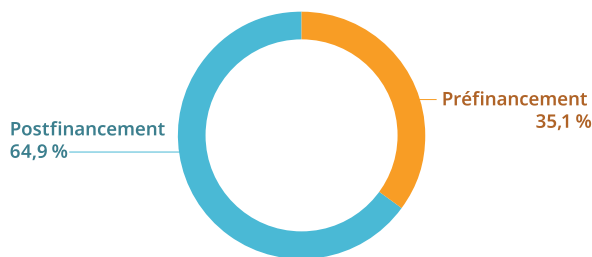
Les clients d'Osler nous font part de leurs réussites.

[Visionnez l'entretien](#)

Répartition des SAFE préfinancement et postfinancement (2025)



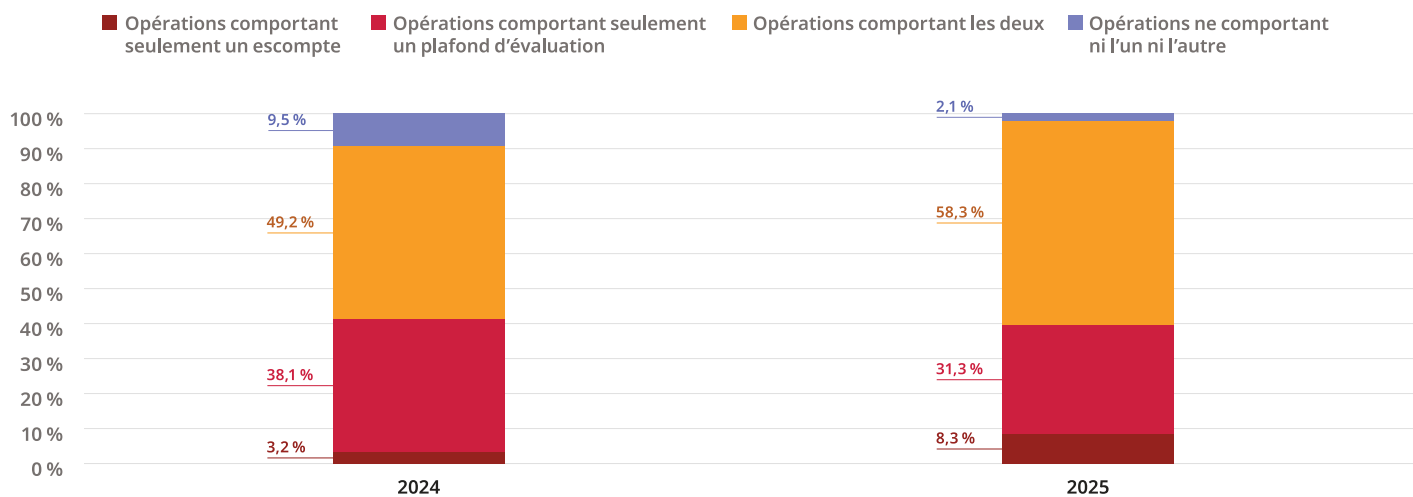
Répartition des billets convertibles préfinancement et postfinancement (2025)



Plafonds d'évaluation et escomptes

La proportion de SAFE comprenant à la fois un escompte et un plafond d'évaluation est passée de 49,2 % en 2024 à 58,3 % en 2025 (contre 31 % aux États-Unis selon les données publiées par Carta), tandis que la proportion de billets à ordre convertibles comportant ces deux dispositions a diminué, passant de 57,9 % en 2024 à 45,5 %. Cette divergence suggère que les investisseurs en SAFE recherchent de plus en plus une protection à plusieurs niveaux contre les baisses grâce à ces deux mécanismes, tandis que les investisseurs en billets à ordre convertibles pourraient accepter des structures plus simples en échange d'autres conditions telles que la capitalisation des intérêts et des dates d'échéance qui précisent quand les montants dus au titre des billets à ordre convertibles deviennent exigibles et payables à l'investisseur. Nous prévoyons que les pratiques continueront de converger vers celles des États-Unis, où 61 % de tous les SAFE ont été émis avec un plafond d'évaluation uniquement.

2024 c. 2025 : proportion des SAFE comportant un escompte ou un plafond d'évaluation

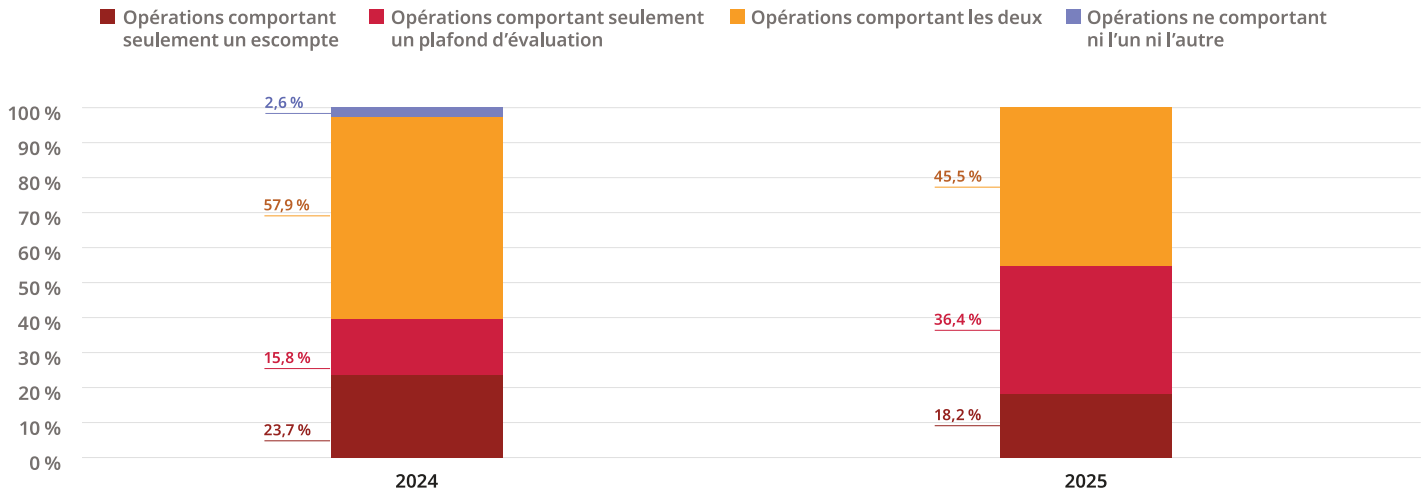


Entretien avec Noah Palansky (Taiv)

Les clients de Osler nous font part de leurs réussites.

[Visionnez l'entretien](#)

2024 c. 2025 : proportion des billets convertibles comportant un escompte ou un plafond d'évaluation



Taux d'intérêt (billets à ordre convertibles)

Le graphique qui suit présente le taux d'intérêt médian et le taux d'intérêt moyen des billets à ordre convertibles en 2024 et en 2025.

En 2025, les taux d'intérêt des billets à ordre convertibles sont restés globalement stables par rapport à 2024, avec un taux médian de 7,0 % en 2025 et de 8,0 % en 2024. Le taux d'intérêt moyen a légèrement baissé, passant de 8,1 % en 2024 à 5,9 % en 2025, ce qui suggère des conditions de financement légèrement plus favorables pour les entreprises sur le marché actuel.

Comme il est décrit à la rubrique « Méthodologie et contexte », cette analyse se limite aux tours de financement d'amorçage et de stade antérieur.

Entretien avec Saad Dara (Mangrove Lithium)

Les clients d'Osler nous font part de leurs réussites.

[Visionnez l'entretien](#)

Billets convertibles : taux d'intérêt



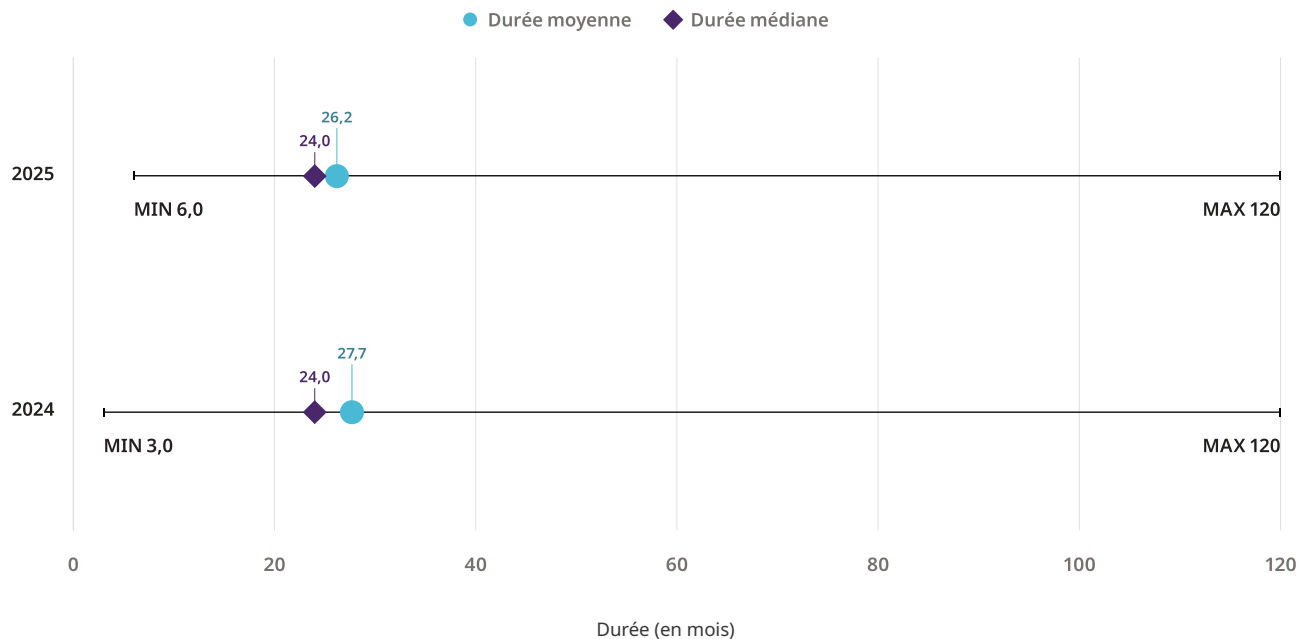
Durée (billets à ordre convertibles)

Le graphique qui suit présente la durée médiane et la durée moyenne des billets à ordre convertibles en 2024 et en 2025. Pour les billets à ordre convertibles, la durée correspond à la période commençant à leur date d'émission et se terminant à la date d'exigibilité du capital impayé et des intérêts dus à leur égard.

La durée médiane des billets à ordre convertibles est demeurée la même en 2024 et en 2025, soit 24 mois, tandis que la durée moyenne a diminué pour s'établir à 26,2 mois en 2025 (contre 27,7 mois en 2024).

Comme il est décrit à la rubrique « Méthodologie et contexte », cette analyse se limite aux tours de financement d'amorçage et de stade antérieur.

Billets convertibles : durée (en mois)



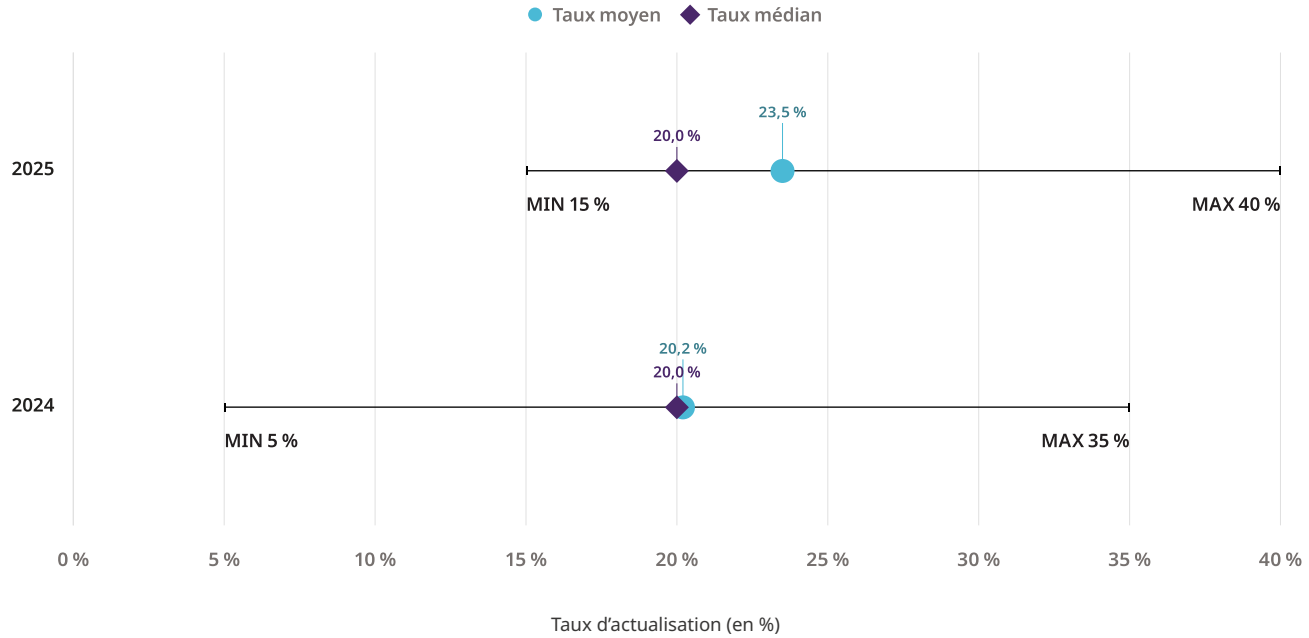
Taux d'actualisation (SAFE et billets à ordre convertibles)

Les graphiques qui suivent présentent les taux d'actualisation médians et les taux d'actualisation moyens applicables aux SAFE et aux billets à ordre convertibles émis en 2024 et en 2025. Les taux d'actualisation déterminent le prix par action de l'émetteur (et donc le nombre d'actions de l'émetteur) en lequel le prix d'achat d'un SAFE ou d'un billet à ordre convertible est converti lors d'un événement de conversion, ce prix bénéficiant d'un « escompte » par rapport au prix par action attribué aux actions nouvellement émises par l'émetteur lors de l'événement de conversion. Dans certains cas, les SAFE et les billets à ordre convertibles peuvent comporter à la fois un escompte et un plafond d'évaluation (aspects abordés plus en détail ci-dessous) qui déterminent chacun un prix par action de l'émetteur (et donc le nombre d'actions de l'émetteur) en lequel le prix d'achat d'un SAFE ou d'un billet à ordre convertible est converti dans le cadre d'un événement de conversion. Dans ces circonstances, le prix par action applicable au porteur sera le plus bas entre le prix établi au moyen du taux d'actualisation et le prix établi au moyen du plafond d'évaluation.

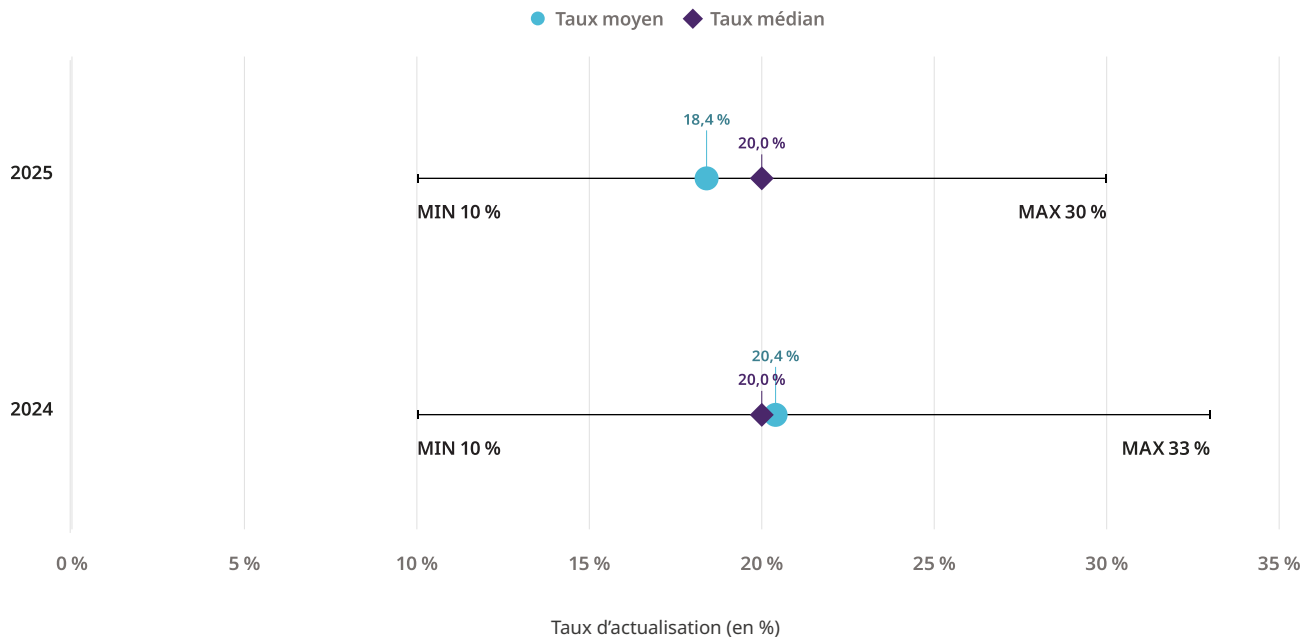
En 2024 et 2025, les taux d'actualisation médians sont demeurés les mêmes tant pour les billets à ordre convertibles que pour les SAFE, soit 20 %, mais les taux moyens ont affiché des tendances légèrement divergentes. Pour les billets à ordre convertibles, le taux d'actualisation moyen est passé de 20,2 % en 2024 à 23,5 % en 2025, tandis que, pour les SAFE, il est passé de 20,4 % en 2024 à 18,4 % en 2025, ce qui représente une fourchette plus étroite. Cela concorde avec les données publiées par Carta, selon lesquelles 63 % de tous les titres convertibles comportaient un taux d'actualisation de 20 %.

Comme il est décrit à la rubrique « Méthodologie et contexte », cette analyse se limite aux tours de financement d'amorçage et de stade antérieur.

Billets convertibles : taux d'actualisation



SAFE : taux d'actualisation

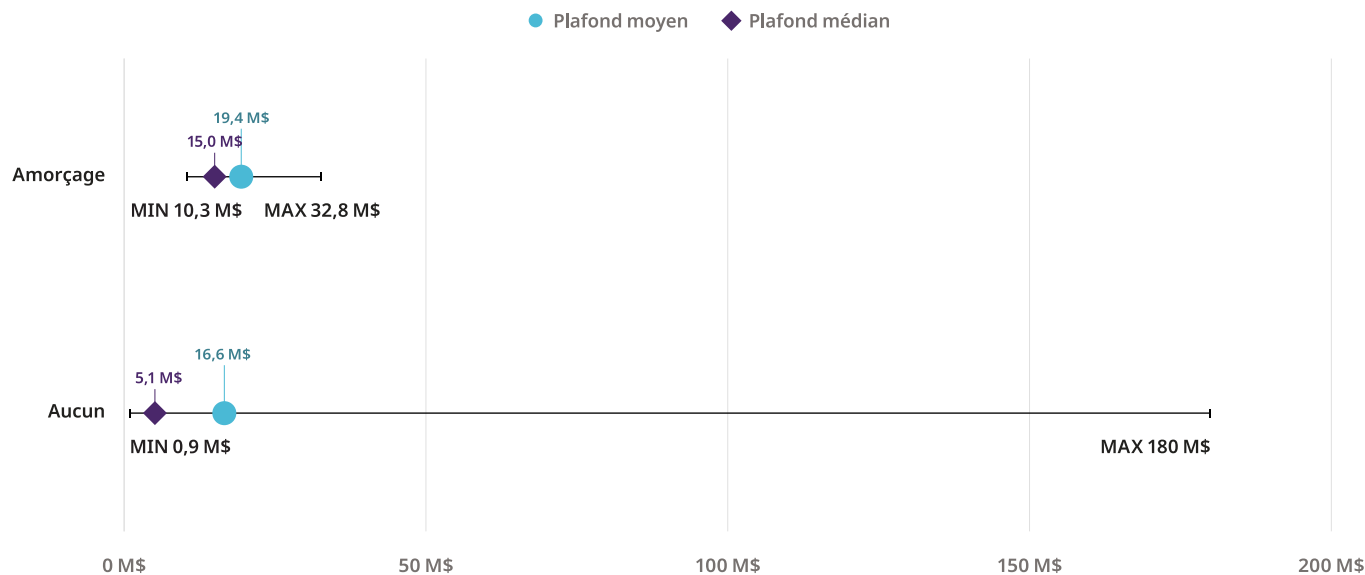


Plafonds d'évaluation selon le tour de financement (billets à ordre convertibles)

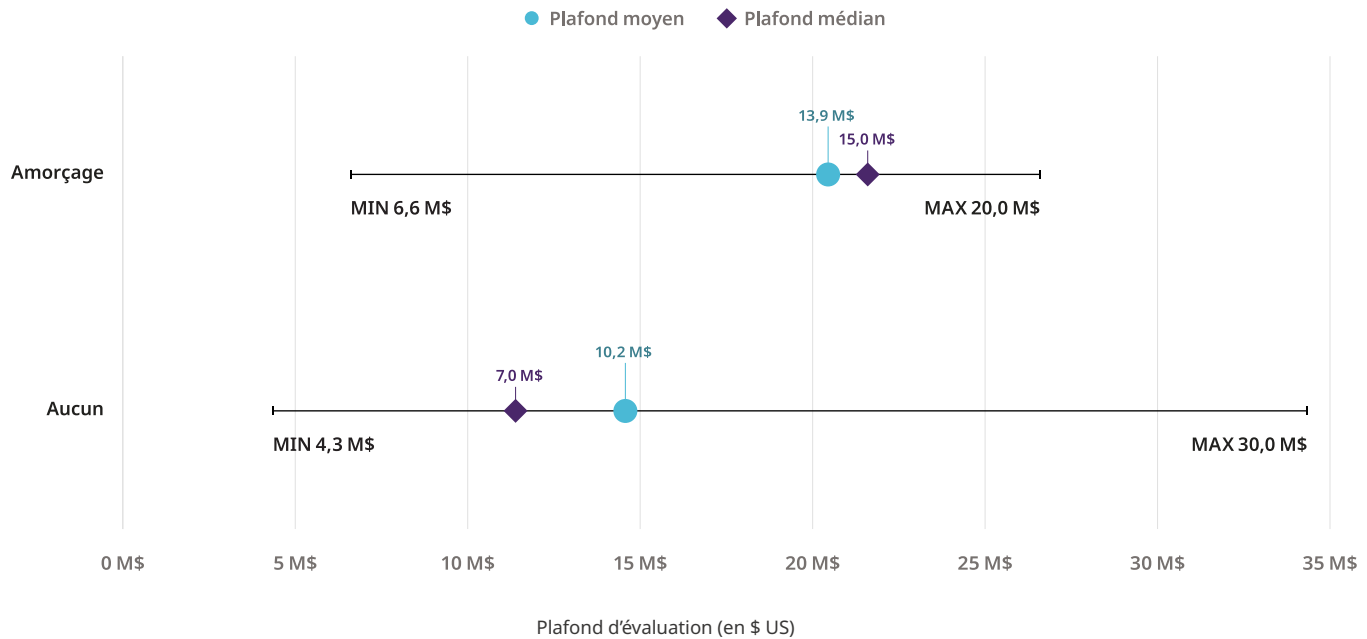
Les graphiques qui suivent présentent les plafonds d'évaluation médians et les plafonds d'évaluation moyens applicables aux billets à ordre convertibles émis en 2024 et en 2025. Les plafonds d'évaluation déterminent le prix par action de l'émetteur (et donc le nombre d'actions de l'émetteur) en lequel le capital et les intérêts des billets à ordre convertible sont convertis lors d'un événement de conversion. Ce prix correspondra à une « évaluation plafonnée » maximale, quelle que soit l'évaluation attribuée aux actions nouvellement émises par l'émetteur dans le cadre de l'événement de conversion. Comme il est indiqué ci-dessus, les billets à ordre convertibles peuvent comporter à la fois un plafond d'évaluation et un escompte. Ce concept s'applique également à un SAFE, lorsque celui-ci inclut un plafond d'évaluation.

Les données relatives aux plafonds d'évaluation des billets à ordre convertibles en 2025 montrent des augmentations significatives des plafonds d'évaluation médians au stade de pré-amorçage. Pour les entreprises n'ayant réalisé aucun financement de stade antérieur, le plafond d'évaluation médian est passé d'environ 5,1 millions de dollars américains en 2024 à 7,0 millions de dollars américains en 2025.

Comme il est décrit à la rubrique « Méthodologie et contexte », cette analyse se limite aux tours de financement d'amorçage et de stade antérieur.



Plafonds d'évaluation des billets convertibles selon le dernier tour de financement en 2024 (en \$ US)



Plafonds d'évaluation des billets convertibles selon le dernier tour de financement en 2025 (en \$ US)

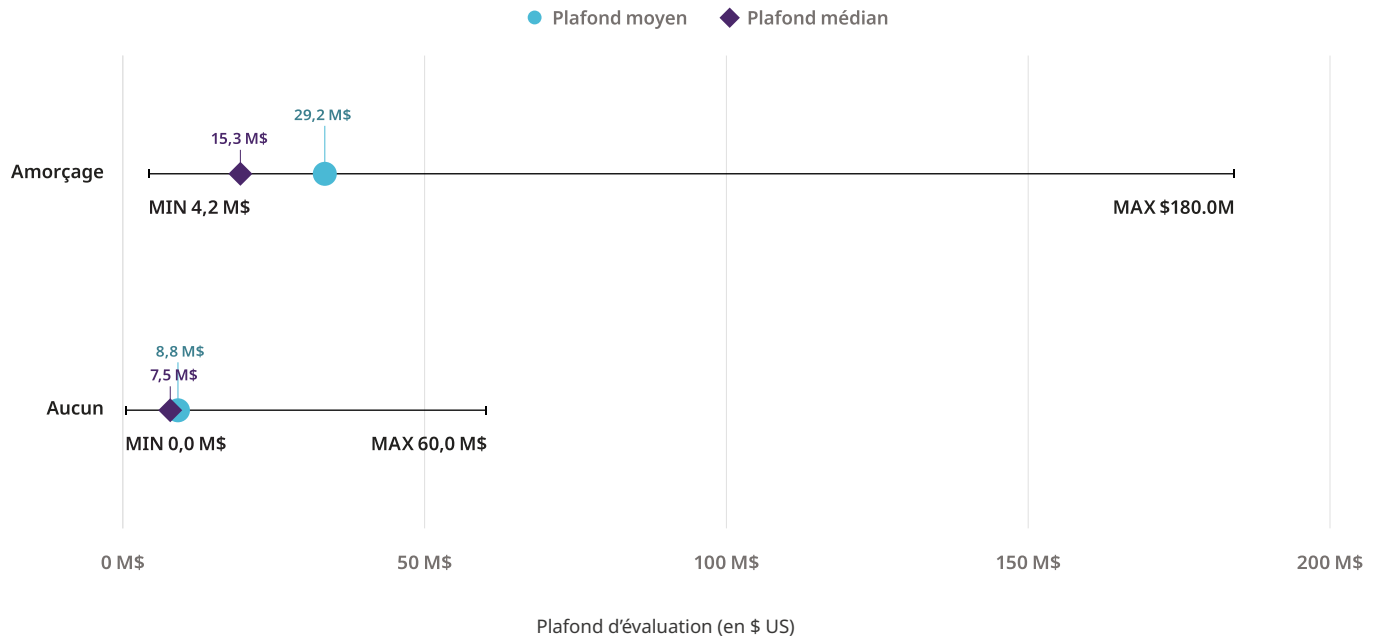
Plafonds d'évaluation selon le tour de financement (SAFE)

Les graphiques qui suivent présentent les plafonds d'évaluation médians et les plafonds d'évaluation moyens applicables aux SAFE émis en 2024 et en 2025, selon le tour de financement.

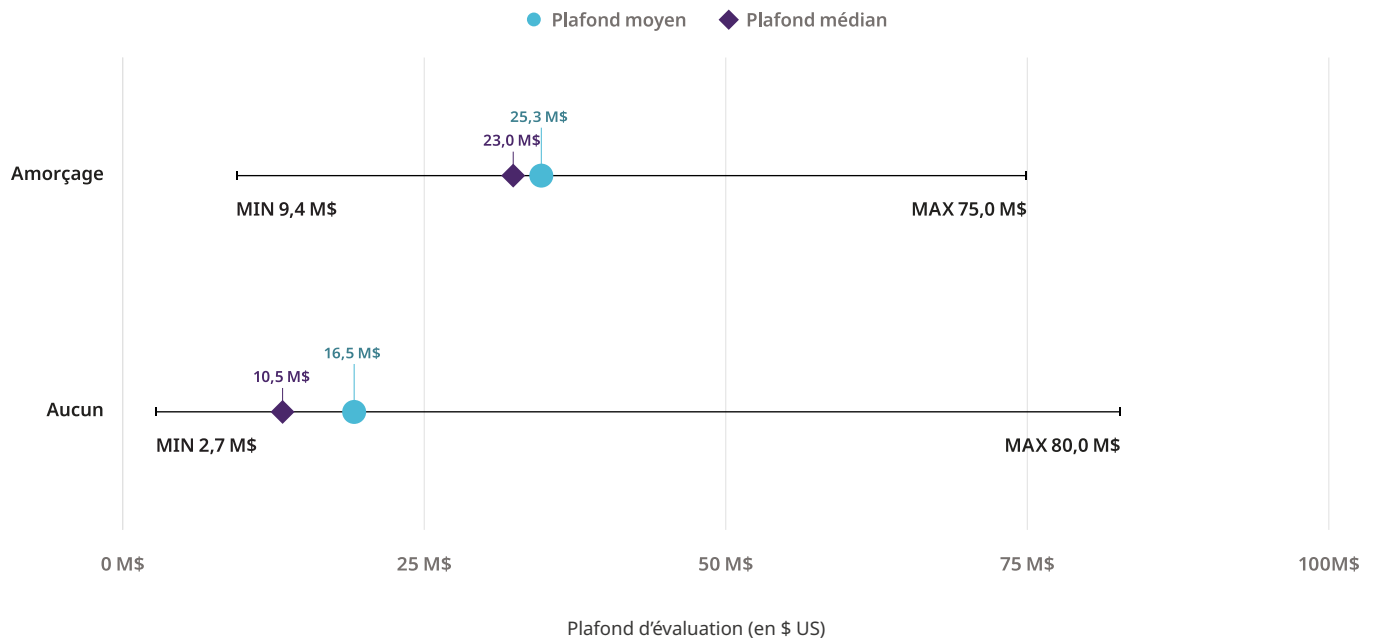
Pour les SAFE émis en 2025, les plafonds d'évaluation médians ont augmenté au stade du financement de pré-amorçage et aux stades ultérieurs, reflétant une dynamique haussière continue des évaluations. Le plafond d'évaluation médian pour les entreprises n'ayant réalisé aucun financement de stade antérieur est passé de 7,5 millions de dollars américains en 2024 à environ 10,5 millions de dollars américains, et celui pour les entreprises ayant réalisé un financement d'amorçage s'est établi à 23,0 millions de dollars américains (contre 15,3 millions de dollars américains en 2024). Dans le même temps, les plafonds d'évaluation moyens ont augmenté au stade du financement de pré-amorçage entre 2024 et 2025, tandis que les plafonds d'évaluation moyens des entreprises ayant réalisé un financement de stade ultérieur à celui d'amorçage ont légèrement baissé entre 2024 et 2025.

Comme il est décrit à la rubrique « Méthodologie et contexte », cette analyse se limite aux tours de financement d'amorçage et de stade antérieur.

Plafonds d'évaluation des SAFE selon le dernier tour de financement en 2024 (en \$ US)



Plafond d'évaluation des SAFE selon le dernier tour de financement en 2025 (en \$ US)

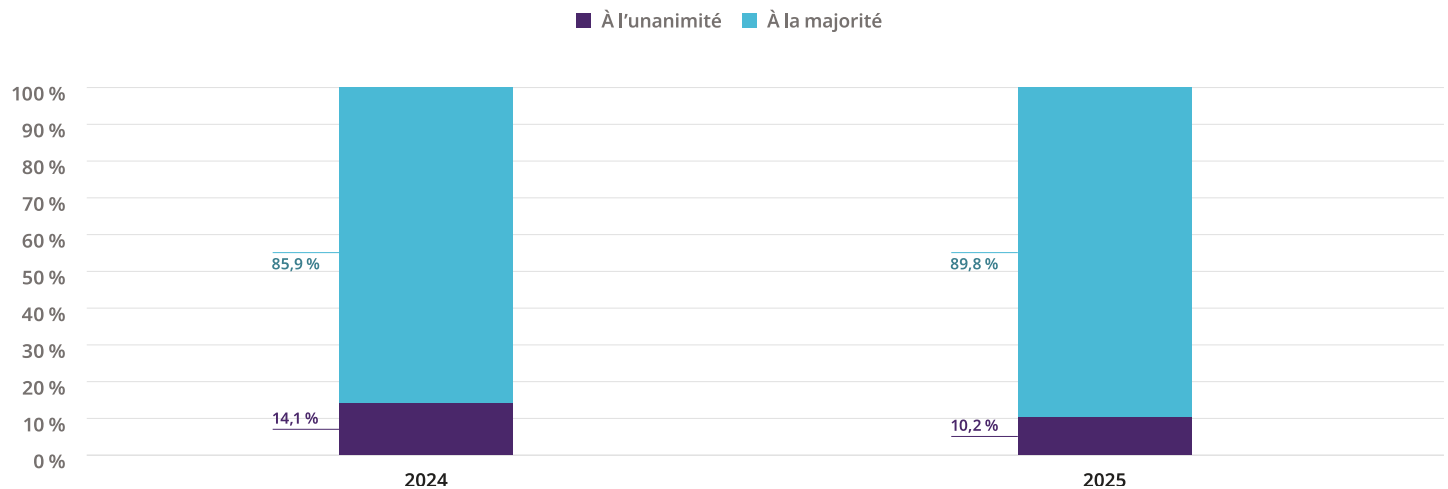


Seuils de consentement requis pour la modification des titres convertibles

Les tableaux qui suivent présentent les seuils de consentement requis pour la modification des SAFE et des billets à ordre convertibles. En 2025, le seuil le plus courant tant pour les SAFE (89,8 %) que pour les billets à ordre convertibles (86,4 %) était que les modifications pouvaient être effectuées avec le consentement des porteurs représentant la majorité du capital investi lors du tour de financement, ce qui reflète une tendance continue à s'éloigner de l'obligation d'obtenir le consentement unanime de tous les porteurs.

Dans la pratique, ces seuils de consentement permettent aux porteurs représentant la majorité du prix d'achat total (dans le cas des SAFE) ou du capital et des intérêts courus (dans le cas des billets à ordre convertibles) d'approuver les modifications au nom de tous les porteurs de la même série. Cette structure empêche les investisseurs individuels d'exercer un droit de veto effectif sur les modifications apportées à une émission donnée, tout en exigeant un large consensus des porteurs et en améliorant l'efficacité administrative.

SAFE : seuils de consentement (2024 et 2025)

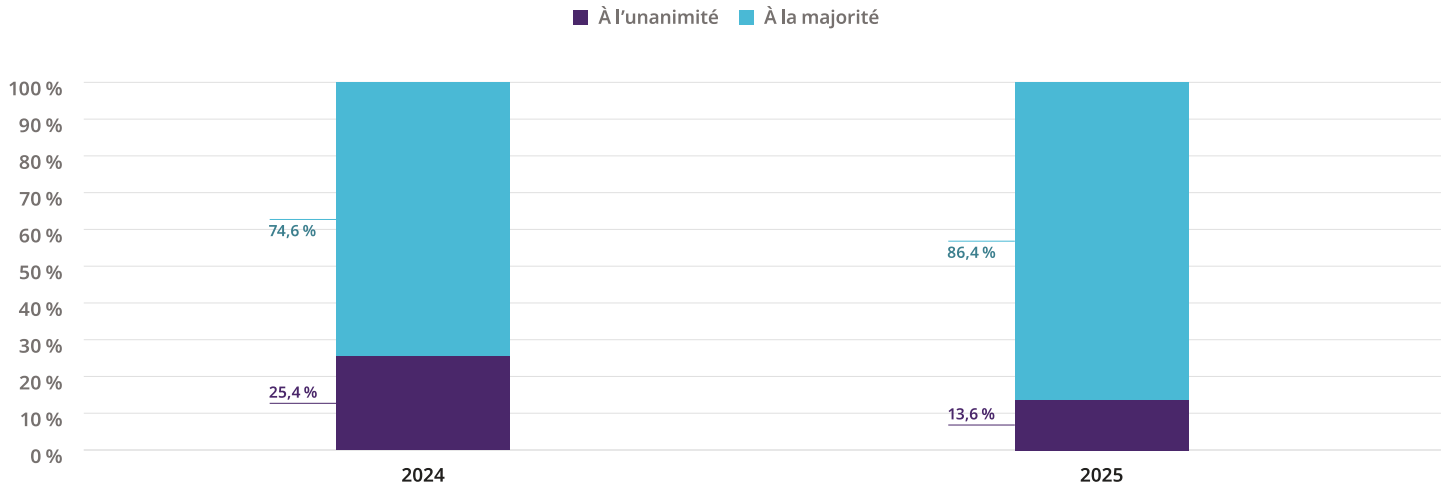


Entretien avec Étienne Mérineau

Les clients d'Osler nous font part de leurs réussites.

[Visionnez l'entretien](#)

Obligations convertibles : seuils de consentement (2024 et 2025)



Remerciements

Nous tenons à remercier chaleureusement les membres de notre équipe [Osler à l'œuvre – Services transactionnels](#), en particulier Natalie Munroe et Oren Kedmi, ainsi que nos spécialistes en analytique d'affaires, Andrey Serdyukov et Diana Lau, dont la contribution a été essentielle à la réalisation de la présente édition. Nous tenons également à remercier Jacques Du Plessis, associé au sein du groupe Sociétés émergentes et à forte croissance d'Osler, basé à Vancouver, qui a dirigé la préparation des données et des commentaires pour la section consacrée aux titres convertibles du *Rapport sur les éléments clés d'une opération* de cette année.

Groupe Sociétés émergentes et à forte croissance d'Osler

Nous accompagnons les entreprises tout au long de leur cycle de vie, en leur fournissant des conseils juridiques sur un large éventail de questions.

Comment Osler peut vous aider

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 Montréal, Toronto, 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 600 avocats afin de fournir des solutions juridiques efficaces, proactives et pratiques dictées par vos besoins. Depuis plus de 160 ans, nous avons bâti notre réputation à fournir les réponses dont vous avez besoin, quand vous en avez besoin.