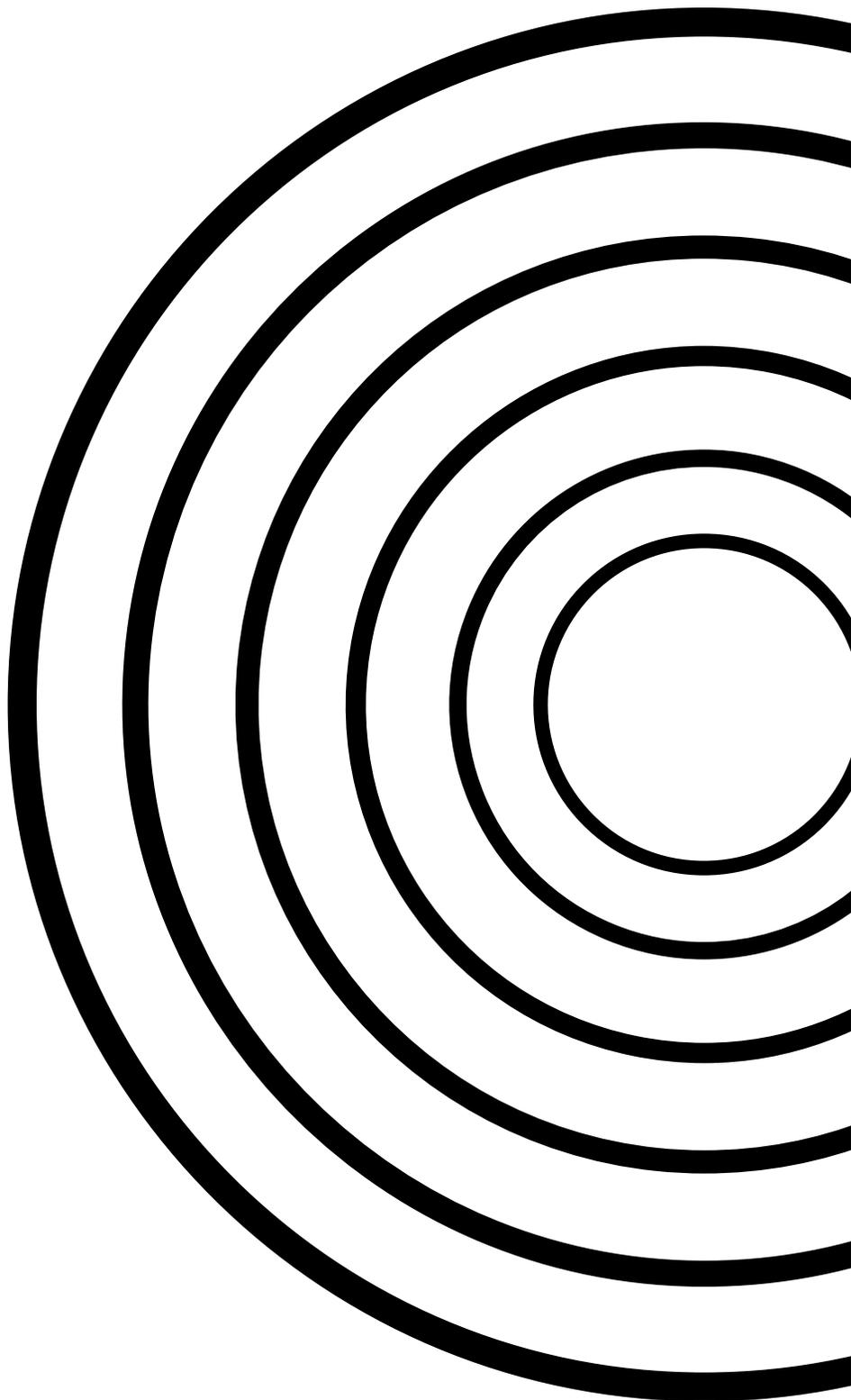


Dossier stratégique

Du financement des PME à l'inscription en bourse

Édition 2019



Avant-propos



Gilles Seguin
associé, avocat, vice-président
du conseil

—
T. 514 397-5570
E. gilles.seguin@bcf.ca

Le nombre de sociétés publiques canadiennes établies au Québec se chiffre à seulement 7 % du total des émetteurs au pays.

Pourtant, le Québec est la terre des petites et moyennes entreprises, tant son bassin renferme un grand nombre de candidats possibles. Ce dossier stratégique sur le financement d'entreprises s'inscrit au sein d'une volonté globale où le Québec reprend la place qui lui est due dans le domaine du financement corporatif, par le biais des différents outils de financement offerts aux entreprises du Québec.

Une des solutions alternatives au financement privé par voie de capital de risque est l'utilisation des marchés publics. En effet, la Bourse constitue une avenue intéressante pour la relève d'entreprises. Nous avons le privilège au Canada d'avoir deux bourses crédibles qui s'adressent aux émetteurs juniors soit la Bourse de croissance TSX et la Bourse canadienne des valeurs mobilières CSE. Les entreprises québécoises en croissance auraient tout intérêt à explorer cette option dans leurs recherches de financement.



Mireille Fontaine
associée, avocate

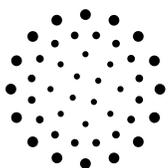
—
T. 514 397-4561
E. mireille.fontaine@bcf.ca

L'industrie canadienne et québécoise du capital de risque et du démarrage d'entreprises est l'une des plus importantes priorités de BCF.

C'est pourquoi nous avons décidé de présenter dans cette première édition de notre dossier stratégique des articles distincts pouvant vous amener à réfléchir sur les différents instruments de financement à votre disposition, sur comment procéder lors de vos rondes de pré-amorçage et d'amorçage ainsi qu'aux prochaines séries de financement (Séries A, B et C). Nous vous avons également dévoilé nos prévisions pour l'année prochaine afin que celles-ci puissent vous aider à mieux vous positionner par rapport à l'évolution de l'industrie, les tendances, où l'argent est et sera le mieux investi.

Nous croyons important d'entamer cette réflexion, car les investissements en capital de risque dans les entreprises en démarrage pourraient être amenés à diminuer, ce qui laisserait plus de capitaux pour les investissements dans les entreprises en phase finale. Heureusement, nous pouvons vous aider à trouver des solutions. Les investissements américains vont certainement augmenter, les modes de financement alternatifs et efficaces actuellement en place, devenant de plus en plus populaires.

Table des matières



1

Comment s'est porté le capital de risque en 2018, au Québec, et qu'entrevoit-on pour la suite?

2

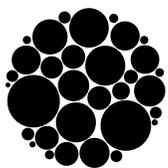
La Commission des valeurs mobilières du Canada?

3

Le financement public dans l'industrie du cannabis

4

Le marché dispensé, un monde de possibilité



5

Les instruments financiers du capital de risque : vers quoi se tourner?

6

Les sociétés de capital de démarrage : un véhicule de financement méconnu, mais efficace

7

L'impact des clauses restrictives lors d'un financement bancaire

8

L'inscription en bourse est-elle une fin en soi? Survol de ce à quoi les licornes pourront s'attendre en 2019

9

L'investissement en prédémarrage et démarrage, comment procéder?

10

Outil flexible pour accompagner la croissance d'une entreprise : la dette mezzanine

11

Quand la ronde de financement de série A survient, quels sont les enjeux?

12

Une demande de rachat d'actions peut-elle entraîner la perte des attributs d'actionnaire?

Comment s'est porté le capital de risque en 2018, au Québec, et qu'entrevoit-on pour la suite?

Par Mireille Fontaine,
associée et avocate,
et Jean-François Noël,
associé et avocat

1

Comment s'est porté le capital de risque en 2018, au Québec, et qu'entrevoit-on pour la suite?

Le nerf de la guerre pour un entrepreneur en démarrage et lors de la croissance de son entreprise est sans contredit l'apport de capitaux.

Posséder la meilleure des idées ou un produit révolutionnaire ne suffit pas si l'argent n'y est pas pour développer le concept et le produit (stade d'amorçage), entrer en phase d'essai ou de production pilote (stade de démarrage), le produire et le rendre disponible sur le marché (stade de développement post-démarrage, financement de Série A et subséquents).

Le Québec se targue d'être un terreau fertile pour les entreprises en démarrage, mais encore faut-il être en mesure de fournir les outils nécessaires, notamment le financement, aux entrepreneurs afin qu'ils puissent faire croître leur entreprise et devenir la prochaine licorne. L'un des moyens de financement préconisé par les entrepreneurs s'effectue via le capital de risque.

Qu'est-ce que le capital de risque?

Tout d'abord, il importe de définir le capital de risque. Le capital de risque consiste en un investissement, en équité ou quasi-équité, servant à financer une entreprise en démarrage à fort potentiel de croissance. Comme son nom l'indique, il s'agit d'un investissement risqué pour celui qui finance l'entreprise, mais qui, dans le cas du succès de l'entreprise financée, peut lui procurer un haut retour sur l'investissement.

Au Québec, selon les données recueillies par Réseau Capital dans son rapport sur l'« Aperçu du marché québécois du capital de risque et du capital de développement/T3 2018 », il y a eu plus de 125 transactions en capital de risque pour les trois premiers trimestres de 2018 pour un montant total investi dépassant les 575 millions de dollars. Cependant, ces chiffres démontrent un recul comparativement aux données de 2017 où, durant la même période, pour un nombre équivalent de transactions, un montant total de plus d'un milliard de dollars avait été investi.

Qui a bénéficié des dollars investis en 2018?

Le Québec fait belle figure au niveau canadien, le nombre de transactions de capital de risque y ayant été réalisées représentant 29% du nombre total des transactions au Canada, et 24% des dollars investis. Encore une fois cette année, les entreprises œuvrant dans le domaine des technologies de l'information ont reçu la plus grosse part des investissements, soit un montant total investi de plus de 350 millions de dollars (i.e. plus de 60% de la totalité des dollars investis).

Les investissements en capital de risque touchant les entreprises en stade d'amorçage n'ont représenté que 6% du total des dollars investis, comparativement à 94% pour les entreprises à stade de démarrage et de développement post-démarrage (investissement Série A et subséquents).

Ceci nous indique que les entreprises en stade d'amorçage souffrent du manque de fonds leur étant alloués et, pour la plupart, n'ont pas les capitaux nécessaires pour atteindre le stade de démarrage et conséquemment assurer la survie de leur entreprise. Est-ce que les entreprises en stade d'amorçage demeureront les enfants pauvres du capital de risque au Québec pour l'année 2019? Voici ce que nous anticipons.

« Les investissements en stade d'amorçage n'ont représenté que 6% du total des dollars investis, comparativement à 94% en stade de démarrage et de développement. »

Nos prévisions pour 2019

Nous vivons présentement une effervescence des entreprises en démarrage au Québec. De nombreux accélérateurs et incubateurs ont vu le jour dans les dernières années, et de nombreuses initiatives ont été créées afin d'encourager l'entrepreneuriat. Conséquemment, plusieurs entreprises, et beaucoup plus que par le passé, requièrent l'apport de capitaux de risque en stade d'amorçage. Selon nos observations, le marché du capital de risque s'est adapté à cette situation et plusieurs fonds ont été ou seront créés à brève échéance afin de répondre à cette demande grandissante.

De plus, plusieurs joueurs ont marqué le marché en finançant ces entreprises via de la dette ou de la quasi-équité et cette formule fonctionne extrêmement bien pour les entreprises de concert avec des injections de capitaux par d'autres entreprises.

Nous voyons aussi d'une part la création de « family offices » où des investisseurs fortunés s'entourent de gens compétents et investissent régulièrement dans diverses entreprises notamment en amorçage. D'autre part, nos entreprises québécoises et canadiennes sont en vue et attirent de plus en plus les fonds étrangers, dont notamment américains. Ils sont agressifs et nos investisseurs se doivent donc de foncer pour assurer la croissance de nos belles entreprises québécoises et canadiennes afin de les garder ici, chez nous! L'équipe de capital de risque de BCF est aguerrie pour vous assister à tous ces niveaux et vous guider à travers ce processus.



Mireille Fontaine
associée, avocate

—
T. 514 397-4561
E. mireille.fontaine@bcf.ca



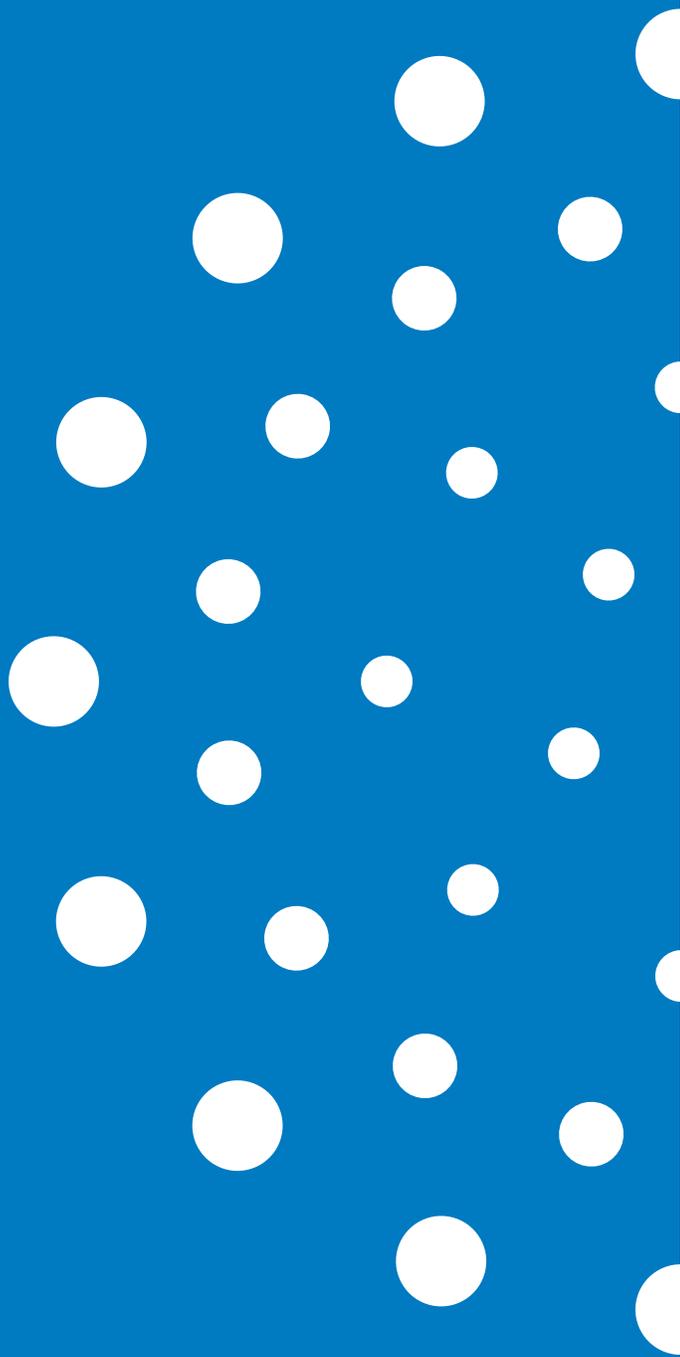
Jean-François Noël
associé, avocat

—
T. 514 397-6942
E. jean-francois.noel@bcf.ca

La Commission des valeurs mobilières du Canada?

Par Michel Rochefort,
associé et avocat

2



La Commission des valeurs mobilières du Canada?

Depuis le 9 novembre 2018, c'est maintenant plus que jamais une possibilité. En effet, c'est à cette date que la Cour suprême du Canada a statué dans une décision unanime que le gouvernement fédéral avait bel et bien le pouvoir de mettre sur pied une commission pancanadienne des valeurs mobilières.

Ce jugement de la Cour suprême met donc fin à près d'une dizaine d'années de procédures et de tentatives diverses initiées par le gouvernement Harper suite à la crise financière de 2008.

Un projet fédéral de longue haleine

La première mouture du projet avait effectivement été jugée inconstitutionnelle par la Cour suprême en décembre 2011 alors qu'elle qualifiait le projet fédéral « d'intrusion massive » dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières, celui-ci étant de compétence provinciale.

Que s'est-il donc passé depuis décembre 2011 et qu'est-ce qui explique que la Cour suprême autorise maintenant le gouvernement fédéral à aller de l'avant avec son projet? En un mot : la coopération.

En effet, contrairement à la première tentative du fédéral soumise à la Cour suprême en juin 2010 où le gouvernement Harper proposait de procéder unilatéralement à la création d'une commission pancanadienne des valeurs mobilières, le projet actuel est totalement coopératif, ce qui signifie que chaque province ou territoire peut décider ou non d'y participer.

D'ailleurs, dans sa décision de décembre 2011, la Cour avait déjà suggéré une telle piste de solution en mentionnant qu'une « démarche coopérative qui, tout en reconnaissant la nature essentiellement provinciale de la réglementation des valeurs mobilières, habiliterait le Parlement à traiter des enjeux véritablement nationaux ».

Jusqu'à maintenant, les six juridictions suivantes ont déjà officialisé leur participation au régime coopératif : la Colombie-Britannique, la Saskatchewan, l'Ontario, l'Île-du-Prince-Édouard, le Nouveau-Brunswick et le Yukon. De plus, la Nouvelle-Écosse a récemment annoncé son intention d'y participer. Il est toutefois difficile d'imaginer un scénario dans lequel le Québec et l'Alberta décideraient de se joindre à ces juridictions dans l'élaboration d'un tel régime coopératif. En effet, les gouvernements provinciaux de ces deux provinces ont constamment résisté aux tentatives du gouvernement fédéral ayant pour but de créer une autorité nationale dans le domaine des valeurs mobilières. Il est important à ce stade-ci de rappeler que cette idée de créer une autorité nationale en valeurs mobilières n'est pas nouvelle et des discussions en ce sens ont eu lieu à différents niveaux depuis des décennies.

Au Canada, le système actuel est composé de 13 juridictions différentes où chaque province et territoire dispose de sa propre réglementation et de sa propre autorité en valeurs mobilières. Les partisans du projet de régime coopératif se plaisent d'ailleurs à répéter que le Canada est présentement le seul pays du G20 ne disposant pas d'une autorité nationale en valeurs mobilières, comme par exemple les États-Unis où la « Securities and Exchange Commission » a juridiction sur l'ensemble du pays. Ceux-ci oublient toutefois de mentionner que le système canadien actuel a atteint un niveau d'uniformisation et d'efficacité inégalé dans notre histoire. Mentionnons uniquement l'élaboration du régime de passeport permettant par exemple à un émetteur qui dépose un prospectus dans chacune des

« Qu'est-ce qui explique que la Cour suprême autorise maintenant le gouvernement fédéral à aller de l'avant avec son projet? En un mot : la coopération. »

provinces du pays de pouvoir procéder à un tel placement tout en ne traitant qu'avec l'autorité en valeurs mobilières de sa propre juridiction.

Qu'à cela ne tienne, les objectifs poursuivis par les partisans du régime coopératif sont surtout reliés à des questions touchant l'harmonisation et l'efficacité, ce régime coopératif permettant la mise en place d'un seul régime national en valeurs mobilières devant être supervisé par un conseil des ministres des Finances fédéraux et provinciaux.

Retour sur le jugement de la Cour suprême du Canada

Dans son renvoi du 9 novembre 2018, la Cour suprême du Canada devait répondre à deux questions bien précises, soit :

1. La constitution du Canada autorise-t-elle la mise en place d'un régime coopératif sous la gouvernance d'un organisme unique chargé de sa mise en œuvre?
2. Le projet de loi intitulé *La loi sur la stabilité des marchés des capitaux* excède-t-il la compétence du parlement canadien en matière de commerce selon la *Loi constitutionnelle de 1867*?

En répondant par l'affirmative à la première question, la Cour a mentionné qu'étant donné qu'il s'agissait d'un système coopératif dans lequel chaque province et territoire conserve le droit de participer ou non au régime : « Nous concluons que le régime coopératif n'entrave pas indûment la souveraineté des législatures, pas plus qu'il ne comporte une délégation inacceptable de légiférer ».

Pour ce qui est de la deuxième question, la Cour y a répondu négativement en mentionnant dans un premier temps : « Nous estimons que l'objet de l'ébauche de la loi fédérale relève du volet général de la compétence du Parlement en matière de trafic et de commerce conférée par le paragraphe 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867* ». De plus, la Cour a ajouté : « Si l'on considère l'ébauche de la loi fédérale dans son ensemble, il est clair que son caractère véritable n'est pas, comme l'affirme le Québec, la réglementation du commerce des valeurs mobilières en général. L'objet de l'ébauche de la loi fédérale concorde plutôt avec ses objectifs énoncés, soit de promouvoir et de protéger la stabilité du système financier canadien par la gestion des risques systémiques liés (aux marchés de capitaux) et de protéger notamment ces marchés et les investisseurs contre les crimes financiers ».

Qu'entrevoit-on pour la suite?

Ceci est évidemment une question davantage de nature politique que légale. Étant donné les multiples changements de gouvernement (tant au niveau fédéral que provincial) intervenus depuis l'élaboration du projet actuel, il n'est pas facile de déterminer exactement où se situera cette question dans l'ensemble des priorités gouvernementales de ces multiples législatures, sans compter que des élections fédérales auront lieu d'ici la fin de l'année 2019. À suivre...

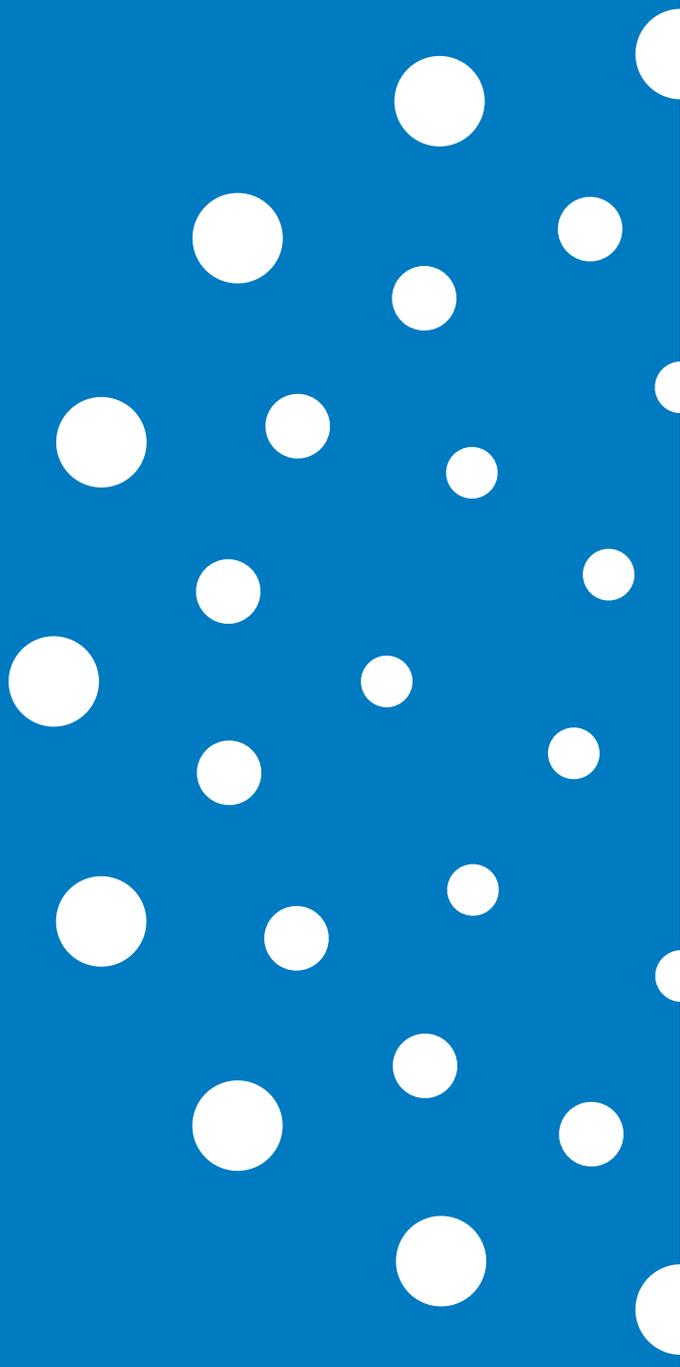


Michel Rochefort
associé, avocat

—
T. 514 397-5576
E. michel.rochefort@bcf.ca

Le financement public dans l'industrie du cannabis

3



Le financement public dans l'industrie du cannabis

Les marchés financiers dans l'industrie du cannabis sont depuis un certain temps en émergence, notamment depuis la légalisation du cannabis à des fins récréatives l'automne dernier.

En effet, 145 entreprises canadiennes (environ 10 québécoises) sont actuellement détentrices d'une licence émise par Santé Canada aux fins de cultiver, transformer ou vendre du cannabis et, de ce nombre, une grande partie d'entre elles financent leur projet et leurs besoins de capitaux par la vente d'actions au grand public par voie d'appel public à l'épargne (PAPE), soit l'inscription à la cote d'une bourse.

À cet effet, 1,2 milliard de dollars en capitaux au Canada au cours du premier trimestre de l'année 2018 sont liés à l'industrie du cannabis et ont été obtenus par des détenteurs de licences de cannabis inscrits à la cote de bourses¹.

Les grands producteurs de cannabis canadiens autorisés par Santé Canada, tels que Aurora Cannabis, Hexo, Canopy Growth Corporation, Apria ou CanTrust Holdings, sont notamment inscrits à la bourse de Toronto (TSX). Certains producteurs sont quant à eux inscrits à la bourse de New York au New York Stock Exchange (NYSE) et d'autres, tel que Cronos Group inc., désirant accéder à des capitaux américains, se sont récemment inscrits au National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ), et ce, malgré que le cadre réglementaire aux États-Unis demeure incertain pour les entreprises de cannabis. En effet, le cannabis demeure illégal aux États-Unis au niveau fédéral, ainsi qu'à l'égard de 40 états qui n'ont pas légalisé le cannabis à des fins récréatives, mais dont 33 états ont toutefois accepté la légalisation à des fins médicales.

Plusieurs entreprises canadiennes dans ce secteur d'activités, soit plus d'une soixantaine à l'heure actuelle, incluant des entreprises américaines, tel que Green Thumb Industries inc., pour lesquelles le capital est encore difficile d'accès aux États-Unis, se tournent vers le Canadian Securities Exchange (CSE). Cette bourse accepte les demandes d'inscriptions d'entreprises ne détenant pas encore leur licence, mais ayant déposé leur demande auprès de Santé Canada. Le CSE constitue un marché alternatif dont les exigences relatives aux déclarations d'informations par les émetteurs sont simplifiées et les obstacles aux fins de l'inscription sont plus faciles à surmonter pour les entreprises en démarrage du secteur du cannabis.

Les apports en capitaux aux fins de financer les entreprises de l'industrie du cannabis sont très élevés, notamment en raison des coûts liés à la préparation d'une demande de licence (frais comptables, consultants, frais légaux, etc.), des coûts liés à l'acquisition des terrains, à la construction des serres, à l'achat des équipements, à la rétention de personnel qualifié et à la mise en place de systèmes de sécurité. Toutefois, de tels capitaux demeurent difficiles à obtenir pour ces entreprises, et ce, pour divers motifs, dont notamment la réticence encore à ce jour par plusieurs prêteurs traditionnels à financer ce secteur d'activités qui sont soucieux de la perception négative du public des institutions financières qui soutiennent l'industrie du cannabis. Aussi, telle que mentionnée précédemment, l'incertitude réglementaire aux États-Unis constitue pour plusieurs investisseurs un frein à l'achat d'actions dans une entreprise opérant dans ce secteur en raison du risque d'être considéré par les autorités américaines comme un étranger inadmissible et banni à vie de ce pays lors d'un passage transfrontalier puisqu'ayant des intérêts financiers dans cette industrie.

« À cet effet, 1,2 milliard de dollars en capitaux au Canada au cours du premier trimestre de l'année 2018 sont liés à l'industrie du cannabis et ont été obtenus par des détenteurs de licences de cannabis inscrits à la cote de bourses. »

Ainsi, depuis la légalisation, les entreprises du cannabis ont fait appel en majorité au marché public, à titre de stratégie de financement, étant donné le manque de capitaux privés, pour ainsi contourner la problématique liée à la quasi-impossibilité d'emprunter auprès des prêteurs traditionnels.

L'appel public à l'épargne (PAPE)

Ce mode de financement a permis, et ce, depuis la légalisation au Canada du cannabis à des fins médicales en 2001, à de nombreuses entreprises de cette industrie d'obtenir des capitaux auprès du public. Cela signifie toutefois que l'entreprise qui s'introduit en bourse devient un émetteur assujéti aux exigences des commissions des valeurs mobilières compétentes. En plus de permettre l'obtention de capitaux, l'appel public à l'épargne (PAPE) peut constituer un avantage puisqu'il permet aux entreprises d'attirer l'attention des médias et du public pour ainsi mieux se faire connaître et potentiellement renforcer leurs marques de commerce. À noter toutefois que la *Loi sur le cannabis* est plutôt restrictive quant au choix d'une marque et qu'il a lieu de bien s'informer au préalable. Devenir une société publique peut également être une stratégie de levier financier puisque l'entreprise doit démontrer sa solidité financière et fournir de l'information continue à l'égard de sa performance, ce qui peut faciliter les fusions et acquisitions.

Bien qu'attrayant pour les entreprises de l'industrie du cannabis, ce mode de financement peut être long, risqué et coûteux, demande de la préparation et nécessite une gouvernance forte et structurée. Les règles d'admission, les exigences à satisfaire de façon continue, le contexte réglementaire, l'accès au marché et les conditions d'admission en bourse ne sont pas les mêmes pour chacune des bourses, ce qui requiert un travail important d'analyse de ces divers éléments au préalable. Aussi, lorsqu'une société devient ouverte, les dirigeants sont soumis au public, soit à l'examen des actionnaires et des autorités en valeurs mobilières, et celle-ci doit notamment fournir et produire des rapports trimestriels, des états financiers, des rapports de gestion, une notice annuelle, une déclaration de changement, etc., le tout en vertu de la réglementation applicable. Plusieurs étapes doivent être franchies aux fins de la mise place d'un appel public à l'épargne (PAPE), dont la préparation et le dépôt auprès des autorités en valeurs mobilières d'un prospectus visant à fournir aux investisseurs potentiels des renseignements détaillés à l'égard de l'entreprise, incluant les facteurs de risques liés à celle-ci et son secteur d'activités, ainsi que le dépôt d'une demande d'inscription à la cote d'une bourse, lesquelles nécessitent d'énormes ressources.

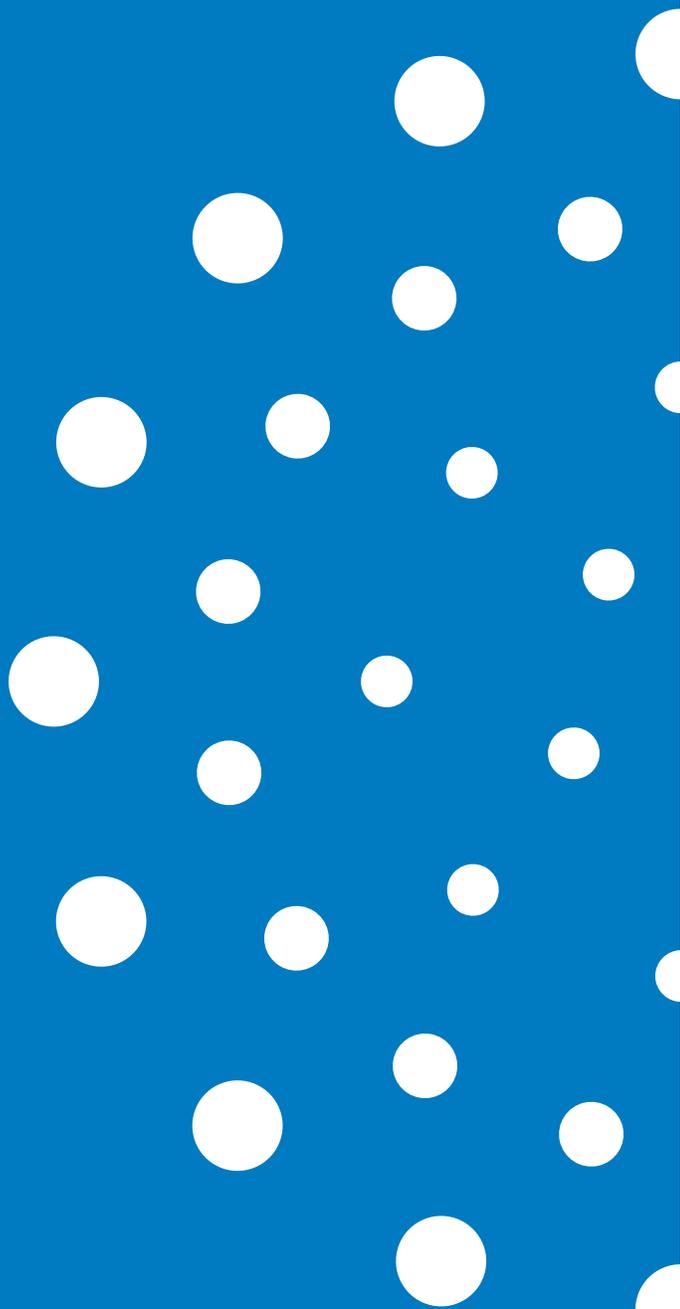
La préparation d'un prospectus s'échelonne sur une période importante de temps et une fois complété, le prospectus doit être déposé auprès d'une bourse, auprès de l'autorité en valeurs mobilières de sa province et auprès des autorités où les titres sont éventuellement offerts. Suivant l'analyse du prospectus et les corrections apportées à la satisfaction des autorités en valeurs mobilières, la société peut déposer le prospectus pour ensuite vendre ses actions dans les provinces où l'entreprise est autorisée.

Bien qu'elle soit une source de financement appréciable et fortement prisée en raison du contexte particulier de l'industrie du cannabis, l'inscription en bourse est un processus coûteux tant en énergie qu'en ressources financières et la reddition de compte aux investisseurs, aux courtiers et aux autorités en valeurs mobilières est contraignante et continue. Il est ainsi essentiel pour une entreprise opérant dans le secteur du cannabis de s'entourer de ressources compétentes aux fins de la mise en place de ce mode de financement afin d'être bien accompagnée pour ainsi respecter les exigences élevées dont les sociétés ouvertes sont assujéties, et ce, à l'intérieur du cadre légal applicable au cannabis.

Le marché dispensé, un monde de possibilités

Par Alexandre McGraw,
avocat

4



Le marché dispensé, un monde de possibilités

Les grandes entreprises de ce monde telles que Google, Amazon et Facebook ont toutes eu recours aux capitaux privés pour assurer leur croissance avant de faire le saut vers les marchés publics. Voici comment les entreprises canadiennes de toute taille peuvent, elles aussi, récolter des capitaux privés sur le marché dispensé.

Historiquement, l'accès aux capitaux privés a été restreint par les autorités en valeurs mobilières puisque les titres de sociétés privées sont moins réglementés et comportent moins d'exigences d'information continue que les titres de sociétés publiques. Cependant, une *personne à valeur nette élevée* qui respecte certains critères de revenu annuel minimum peut, grâce à son revenu élevé et donc à sa capacité à prendre des risques financiers, se prévaloir de la dispense d'investisseur qualifié pour investir dans des sociétés privées. Une dispense signifie le droit pour une entreprise de lever des capitaux auprès de certains investisseurs sans avoir à leur remettre un prospectus. Un investisseur moins fortuné ne se qualifiant pas à titre d'investisseur qualifié pourra cependant se prévaloir de la dispense relative à la notice d'offre et ainsi investir à moindre échelle dans des sociétés privées ayant préparé une notice d'offre. Une notice d'offre est un document informatif traitant des activités de la société, de l'utilisation qui sera faite des capitaux récoltés et des modalités de souscription aux titres de la société.

Les titres de sociétés privées peuvent être vendus sur le marché dispensé par l'entremise de courtiers sur le marché dispensé. Ces courtiers agissent en tant qu'intermédiaires entre les investisseurs et les entreprises et sont inscrits auprès des autorités réglementaires en valeurs mobilières dans les provinces où ils opèrent. Leur clientèle se compose autant d'investisseurs désirant investir sur le marché dispensé que d'entreprises désirant se financer avec des capitaux privés.

Avantages du marché dispensé pour les investisseurs...

Dans ces temps d'incertitude boursière, les investisseurs ont l'opportunité de diversifier leur portfolio d'investissement en y ajoutant des titres de sociétés privées. Cette stratégie est méconnue de la plupart des individus qui placent généralement tous leurs investissements dans les marchés publics. Cependant, l'investissement dans des sociétés privées est chose courante auprès des investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension, les compagnies d'assurance, les fondations, etc.

Par exemple, en date du 31 décembre 2017, les placements privés de la Caisse de dépôt et placement du Québec représentaient 12.5% de son portefeuille global, ce qui équivaut à des investissements de 37 300 000 000 \$.

Si les gros joueurs le font, les plus petits investisseurs devraient également considérer diversifier leurs investissements par l'entremise du marché privé.

Un avantage des titres des sociétés privées est la stabilité relative des prix. Le prix de l'action d'une société inscrite en bourse varie selon plusieurs facteurs qui ne reflètent pas nécessairement la valeur intrinsèque de la société. À l'inverse, un titre de société privée ne fluctuera pas selon l'humeur du marché ni selon l'offre et la demande pour ses titres, mais plutôt selon la valeur réelle de ses actifs et de ses activités.

« Par exemple, en date du 31 décembre 2017, les placements privés de la Caisse de dépôt et placement du Québec représentaient 12.5% de son portefeuille global (...) »

Par ailleurs, plusieurs titres de sociétés privées sur le marché dispensé sont admissibles en tant que placement dans un régime à impôt différé tel qu'un REER, un REEE ou un CELI. Les investisseurs peuvent donc souscrire à des titres de certaines sociétés privées à partir de fonds provenant de leurs REER, tout comme pour leurs investissements en bourse.

... et pour les entreprises

Les entreprises ont avantage à recourir au marché dispensé pour lever des capitaux en raison de la facilité d'accès aux capitaux que celui-ci procure. Règle générale, les lois sur les valeurs mobilières au Canada obligent les entreprises à publier un prospectus et à se conformer à de nombreuses obligations d'information continue lorsqu'ils désirent vendre leurs titres à des investisseurs externes, ce qui est fastidieux et très coûteux. De son côté, le marché dispensé permet aux entreprises de lever des fonds auprès d'investisseurs externes sans avoir à préparer de prospectus et sans devoir se soumettre aux mêmes exigences d'information continue que les sociétés publiques.

Les entreprises sur le marché dispensé n'auront généralement qu'à préparer une notice d'offre et/ou une convention de souscription pour lever des fonds auprès d'investisseurs individuels et à soumettre à ceux-ci leurs états financiers vérifiés. La charge réglementaire et les frais légaux et comptables sont donc grandement réduits, ce qui facilite l'accès aux capitaux privés.

De plus, le marché dispensé procure une flexibilité accrue aux entreprises en leur permettant d'émettre des actions de leur société, des obligations, des débetures convertibles, etc. La société a donc le choix de lever des capitaux sous forme de dette ou d'équité, selon ses préférences et ses besoins à court et à long terme.

En résumé, le marché dispensé est un outil méconnu de plusieurs investisseurs et entreprises qui n'exploitent pas son plein potentiel. Les individus cherchant à diversifier leurs investissements y trouveront leur compte, tout comme les entreprises cherchant à lever des fonds d'une valeur allant de quelques centaines de milliers de dollars à plusieurs millions.



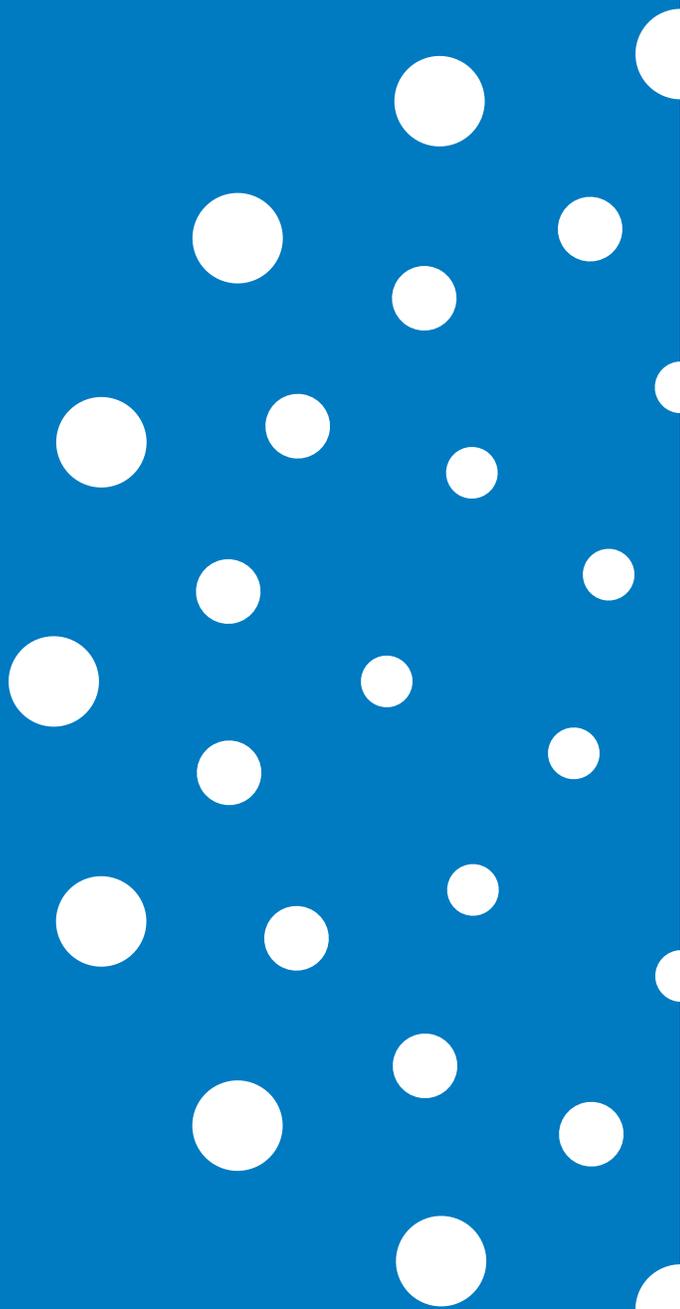
Alexandre McGraw
avocat

—
T. 418 694-2924
E. alexandre.mcgraw@bcf.ca

Les instruments financiers du capital de risque : vers quoi se tourner?

Par Audrey St-Pierre,
associée et avocate

5



Les instruments financiers du capital de risque : vers quoi se tourner?

Afin de financer leur entreprise, les entrepreneurs cognent généralement à la porte de leur institution financière. Dans la mesure où les prêts traditionnels sont bien connus des gens d'affaires, peu invasifs dans la vie de l'entreprise et surtout, ne donnant pas accès au capital-actions, ce mode de financement permet à l'entrepreneur de préserver, sous certaines réserves, le contrôle de la société qu'il opère.

Au stade de l'amorçage ou du démarrage, une entreprise peut toutefois avoir de la difficulté à obtenir du financement bancaire dans la mesure où elle est toujours au stade de l'idéalisation ou du développement d'un produit. Le capital de risque peut donc, en association avec un prêt traditionnel, un prêt subordonné ou non, présenter une source de financement intéressante pour un entrepreneur averti ouvert à partager son capital-actions.

Un marché en croissance au Québec

Le capital de risque consiste en une forme spécialisée de capital d'investissement qui procède à des placements à risque élevé ou très élevé dans des entreprises en amorçage, en démarrage ou en développement intermédiaire ou avancé. Ces financements sont principalement complétés dans le secteur des hautes technologies ou dans le domaine scientifique, secteurs ayant un fort potentiel de croissance. Les capitaux-risqueurs, ou investisseurs, diversifient cependant leurs portefeuilles dans des secteurs dits traditionnels, tel le domaine manufacturier.

Le Québec se hisse parfois au second rang des provinces canadiennes en importance dans le marché du capital de risque (que ce soit en nombre de transactions ou en montant investi). Ce marché demeure toutefois toujours en croissance dans la province, notamment, en raison du nombre de startups et autres entreprises dans les domaines précités y ayant établi leur siège.

Outils de financement généralement utilisés

Le capital de risque s'articule généralement par le biais de deux instruments, soit la débenture convertible ou la souscription d'actions.

La débenture convertible

La débenture convertible est un instrument par le biais duquel un investisseur avance un montant d'argent portant intérêt à l'entreprise. Ce montant (incluant les intérêts) est remboursable à échéance ou convertible en actions d'une catégorie déterminée ou déterminable à un prix escompté à une date prédéterminée, lors d'un défaut ou lors d'un événement de liquidité.

La débenture contient des représentations et garanties quant à tous les aspects de l'entreprise, mais n'est généralement pas assortie d'une sûreté. Cependant, dépendamment du stade de maturité de l'entreprise, l'entrepreneur pourrait devoir être solidaire de ces représentations et garanties avec l'entreprise. Comme cet instrument suppose que l'investisseur devienne actionnaire de l'entreprise, la débenture contient fréquemment les termes envisagés d'une potentielle convention entre actionnaires.

Le capital-actions

La souscription à du capital-actions s'effectue par le biais d'une convention de souscription contenant des représentations et garanties quant à tous les aspects de l'entreprise, qui peuvent, dépendamment de son stade de maturité, être consenties solidairement par l'entrepreneur.

« Le Québec se hisse parfois au second rang des provinces canadiennes en importance dans le marché du capital de risque (que ce soit en nombre de transactions ou en montant investi). »

Les actions se présentent sous deux formes, soit des actions ordinaires ou privilégiées. Les actions ordinaires comportent le droit de vote, le droit à des dividendes ainsi que le droit au reliquat en cas de liquidation. Les investisseurs favoriseront ce type d'actions lorsque la société cible est bien établie, a une forte réputation et concrétise des revenus. En matière de capital de risque, l'investisseur favorisera la souscription à des actions privilégiées. Les droits et restrictions afférents aux actions privilégiées seront négociés entre les parties au stade de la lettre d'intention. Généralement, elles seront votantes et prévoiront un taux annuel de dividende établi en fonction du risque, une priorité de paiement en cas de liquidation ainsi que des clauses « anti-dilution ».

Comme l'investisseur devient propriétaire de l'entreprise en fonction de son pourcentage de détention, il souhaite s'assurer qu'il bénéficiera de certains droits et que l'objet de son placement sera bien protégé. La mise en place d'une convention entre actionnaires sera donc nécessaire pour ce type de placement. En sus des droits usuels, cette convention contiendra :

- un droit de rachat par l'entreprise ou l'entrepreneur suite à une certaine période de temps (à noter qu'il s'agit de capital patient. En général, au Québec, dépendamment des investisseurs, l'horizon de sortie peut varier entre 5 et 10 ans);
- un droit de faire vendre l'entreprise si elle ou l'entrepreneur n'est pas en mesure de procéder au rachat précité.

Et après?

Contrairement à un prêt, suite à l'investissement, l'investisseur participera à la gouvernance de l'entreprise. Sans nécessairement être impliqué dans ses décisions quotidiennes, l'investisseur :

- bénéficiera d'au moins un siège au conseil d'administration et pourra nommer des membres à tout comité de tel conseil;
- pourra nommer un observateur au conseil d'administration et à tout comité du conseil;
- bénéficiera de droits de gestion contrôlée (ou droit de veto) aux termes de la convention entre actionnaires ou de la débenture.

L'union d'une entreprise avec un capital-risqueur doit être étudiée en profondeur par l'entrepreneur. Par conséquent, avant tout ce processus, l'entrepreneur doit s'assurer que le capital-risqueur partage ses valeurs ainsi que la même vision en ce qui a trait à la croissance de l'entreprise.

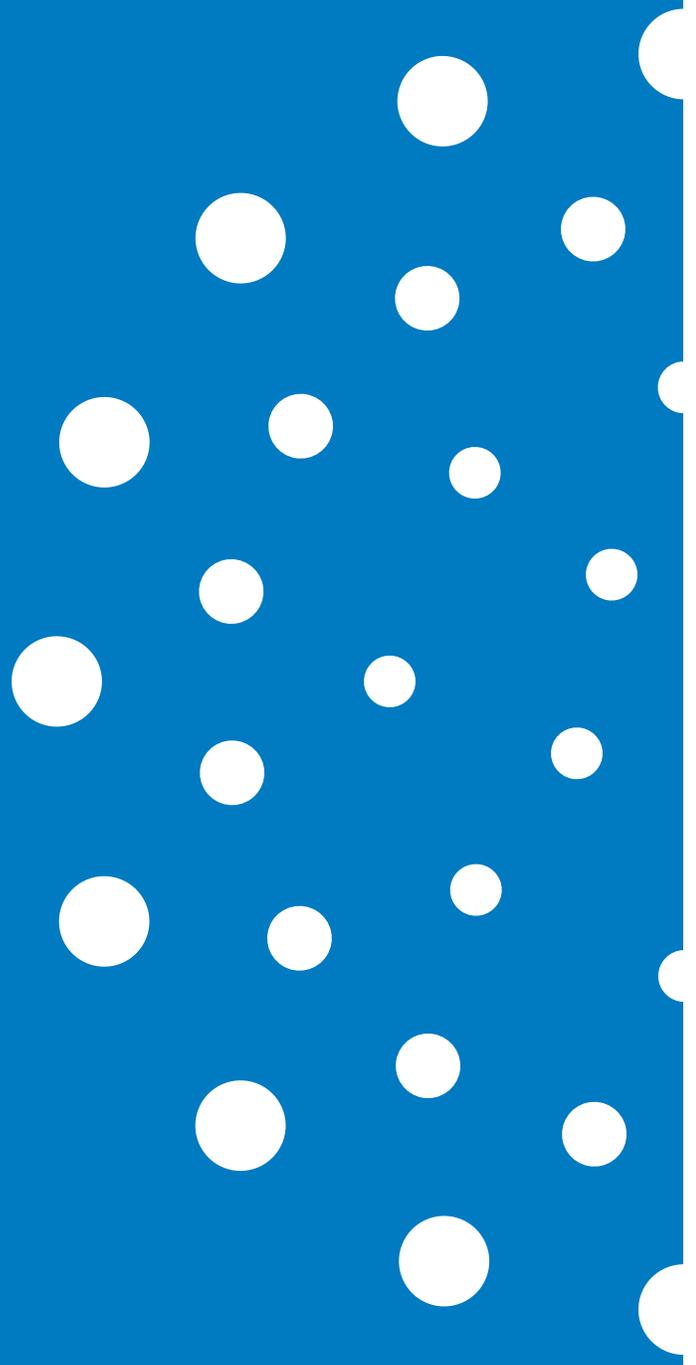


Audrey St-Pierre
associée, avocate

—
T. 418 694-2909
E. audrey.st-pierre@bcf.ca

Les sociétés de capital de démarrage : un véhicule de financement méconnu, mais efficace

Par Marvin Pavot, avocat



Les sociétés de capital de démarrage : un véhicule de financement méconnu, mais efficace

Bien que relativement méconnu des entrepreneurs québécois, le Programme des sociétés de capital de démarrage de la Bourse de croissance TSX a fait preuve de son efficacité auprès des PME désirant un apport de capitaux additionnels pour développer leurs activités.

Le Programme des sociétés de capital de démarrage (le « **programme des SCD** ») de la Bourse de croissance TSX (la « **Bourse** » ou « **TSX-V** ») est une solution intéressante pour les sociétés émergentes. En effet, le programme offre aux PME un moyen de faire un appel public à l'épargne avant qu'elles n'aient atteint le stade de développement et de chiffre d'affaires habituellement requis par les Bourses dites sénières comme la bourse de Toronto TSX.

En quoi consiste ce programme?

Sommairement, le programme permet à une société privée d'inscrire ses actions à la cote de la Bourse selon une procédure simplifiée, en combinant ses opérations avec une autre société spécialement incorporée pour l'occasion : la société de capital de démarrage (« **SCD** »). La SCD est essentiellement une coquille vide n'ayant aucune opération commerciale. Toutefois, l'intérêt du programme est que la Bourse permet à cette coquille vide de réaliser un appel public à l'épargne et de devenir une société publique. Puisque la SCD a bénéficié d'une inscription de ses actions à la cote de la Bourse, la société résultante de l'opération sera conséquemment elle aussi cotée en bourse : on parle alors « d'opération admissible ». Essentially, il s'agit d'une transaction par laquelle la SCD fait l'acquisition de la société privée, et les actionnaires de cette dernière deviennent alors les actionnaires majoritaires de la SCD.

On comprend donc qu'il pourrait être intéressant pour un entrepreneur de profiter du programme dans l'objectif d'inscrire à la cote de la Bourse une société privée plus rapidement que par un appel public à l'épargne. Notons par ailleurs que la TSX-V est une filiale du Groupe TMX, l'entreprise qui possède et exploite la bourse de Toronto TSX et la Bourse de Montréal. La TSX-V a pour principal objectif d'être la Bourse des petites et moyennes entreprises en croissance.

Bénéfique autant pour les sociétés en démarrage que leurs investisseurs

Alternative moins risquée qu'un appel public à l'épargne

En raison de sa structure, le processus dans son ensemble est moins risqué, plus rapide et plus économique qu'un premier appel public à l'épargne (« **PAPE** ») traditionnel. Les coûts associés à la préparation et la réalisation d'un PAPE constituent souvent une barrière pour les entrepreneurs qui désirent attirer des capitaux publics dans le développement de leur entreprise, et le programme a été développé de sorte à apporter des éléments de réponse à cette préoccupation.

Notons également que la conjoncture économique fait en sorte que les marchés des capitaux ne sont pas toujours propices à la réalisation d'un PAPE. Une introduction en bourse via le programme des SCD permet à une société de contourner cette difficulté.

« Une entreprise cotée au TSX-V peut éventuellement demander à être inscrite à la cote de la Bourse de Toronto TSX si certaines conditions sont rencontrées. »

Un autre aspect intéressant du programme est qu'il est possible de profiter d'une SCD déjà existante. Une société privée qui réalise une opération admissible avec une SCD disponible économise ainsi l'ensemble des coûts relatifs à l'appel public à l'épargne, puisque ceux-ci ont déjà été assumés par la SCD.

Moins de dilutions des parts

Par ailleurs, soulignons que le programme des SCD est structuré de sorte à permettre aux fondateurs de sociétés de conserver une part de propriété supérieure à ce que prévoit un PAPE traditionnel.

Crédibilité accrue

Les sociétés qui profitent du programme des SCD deviennent des émetteurs assujettis. Bien que ce nouveau statut entraîne un certain nombre d'obligations supplémentaires, notamment d'information continue, il comporte également son lot d'avantages. Les émetteurs assujettis bénéficient d'une meilleure visibilité et crédibilité auprès des clients et investisseurs, et l'existence d'un marché sur lequel leurs actions peuvent être transigées facilite l'attrait de nouveaux capitaux extérieurs, en raison de la meilleure liquidité qu'il apporte. De plus, la plus grande transparence dont doit faire preuve un émetteur assujetti procure aux investisseurs potentiels et aux créanciers un degré de confiance supérieur à celui qu'ils auraient envers une société privée, soumise à des obligations de divulgation moindres.

Protection des investisseurs

En outre, le programme comprend plusieurs mesures visant à assurer la protection des investisseurs, ce qui facilite davantage l'attrait des capitaux. À titre d'exemple, les administrateurs et les dirigeants d'une SCD sont eux-mêmes tenus d'investir personnellement dans le processus en souscrivant à une certaine proportion des actions de lancement (« seed shares ») de la société.

Potentiel d'opportunités

Finalement, il importe de souligner que le programme présente un grand potentiel de croissance pour les entreprises qui choisissent de s'en prévaloir. En effet, notons qu'une entreprise cotée au TSX-V peut éventuellement demander à être inscrite à la cote de la Bourse de Toronto TSX si certaines conditions sont rencontrées.

Le programme des sociétés de capital de démarrage est un véhicule de financement relativement méconnu, mais dont les dispositions sont grandement adaptées aux besoins des entrepreneurs québécois. Les avocats de BCF ont une longue expérience avec le programme des SCD : le cabinet a notamment agi comme conseiller juridique de la toute première société ayant bénéficié du programme des SCD au Québec.

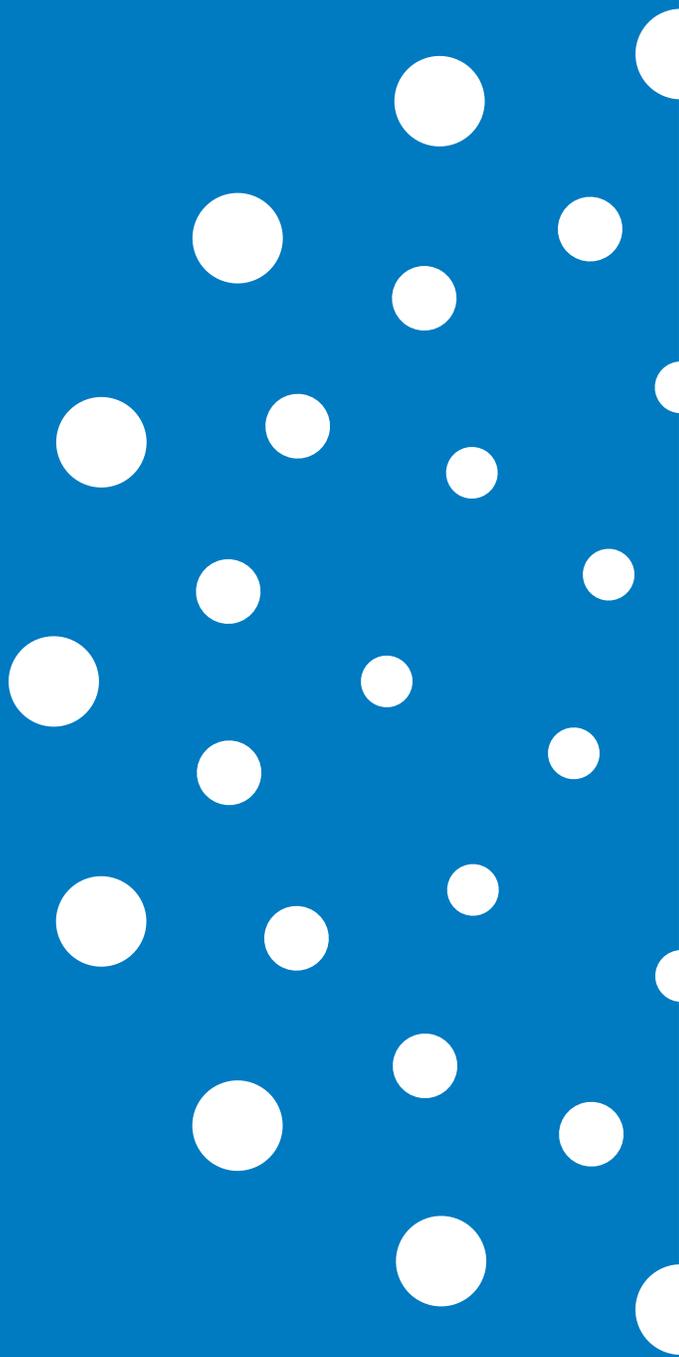


**Marvin Pavot,
avocat**

—
T. 514 397-6946
E. marvin.pavot@bcf.ca

L'impact des clauses restrictives lors d'un financement bancaire

Par Claude Paquet,
associé et avocat,
et Melissa D'Errico-Provencher,
avocate



L'impact des clauses restrictives lors d'un financement bancaire

Quelle que soit leur taille, toute entreprise devra tôt ou tard considérer le financement bancaire comme une option pour supporter sa croissance.

Le financement bancaire joue un rôle significatif en support au développement d'une entreprise, de ses projets d'expansion ou de sa croissance interne. De nombreux contrats encadrent les relations entre les prêteurs et les entreprises. Afin d'assurer la bonne exécution des contrats de prêt, d'évaluer les probabilités de remboursement et de limiter les risques associés au financement, les institutions financières insèrent des clauses restrictives dans les accords de prêt. Par le biais de ces clauses, l'emprunteur garantit notamment la santé financière de l'entreprise et l'accomplissement des conditions du prêt. Bien qu'il existe plusieurs types de clauses restrictives, les plus couramment utilisées sont celles liées aux obligations d'information financière de l'emprunteur et celles mesurant la capacité financière de l'entreprise.

Il est important de bien saisir toute la portée de ces clauses qui engendrent des obligations de résultat.

Des ratios financiers pour une surveillance des risques

L'indicateur BAIIA

Plusieurs ratios financiers sont calculés afin d'évaluer la santé financière d'une entreprise, ce qui permet aux institutions financières de veiller à la surveillance efficace des risques. Ainsi, l'entreprise doit souvent se conformer à des mesures financières contractuelles, comme le maintien de ratios financiers spécifiques. L'EBITDA (« earnings before interest, taxes, depreciation and amortization ») ou « BAIIA » (bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements) est un indicateur financier sur lequel se basent fréquemment les prêteurs afin d'évaluer les revenus d'une entreprise avant la soustraction ou l'influence des intérêts, impôts, amortissements d'actifs et dépenses en immobilisations. Le prêteur est ainsi en mesure de surveiller et de comparer les données relativement à la croissance des revenus et des profits de l'entreprise.

Le calcul du BAIIA est généralement effectué une fois par année, soit à la clôture de l'exercice comptable. Le prêteur jugera qu'une entreprise est profitable lorsque le résultat du calcul du BAIIA est positif. Ainsi, une entreprise peut être tenue de respecter un calcul de BAIIA précis, suivant une clause insérée dans l'offre de financement, et le non-respect de cette clause pourrait placer l'entreprise en situation de défaut envers le prêteur. Par ailleurs, la santé financière d'une entreprise peut également être mesurée par l'évolution de la valeur des actions, la capitalisation boursière et son endettement général.

Le ratio de liquidité générale

Un autre indicateur prisé par les institutions financières est le ratio de fonds de roulement, communément appelé le ratio de liquidité générale, soit les actifs à court terme / les passifs à court terme. Une institution financière pourrait établir, par exemple, qu'une entreprise est en bonne santé financière lorsqu'elle présente un fonds de roulement de plus de 1:1,

soit qu'elle a suffisamment d'actifs afin de couvrir ses passifs à court terme. Par contre, il est à noter qu'un ratio de fonds de roulement trop élevé, par exemple 3:1, n'est pas nécessairement un bon indicateur, étant donné que cela peut signifier que l'entreprise a un surplus d'inventaire désuet.

Dépenses en capital

Enfin, il y a également lieu de mentionner que des clauses sont également insérées dans les contrats de prêt afin de régir et surveiller les dépenses en capital d'une entreprise, aussi appelées dépenses en immobilisations ou « capex », soit les dépenses en capital effectuées par une entreprise lors de l'acquisition d'actifs physiques dans le but d'améliorer sa productivité à long terme. Autres que l'achat d'immeubles, ces dépenses comprennent toute dépense considérée comme un investissement dans l'entreprise, tel que l'achat d'équipement, de machinerie ou de véhicules, et doivent donc être inscrites au bilan de l'entreprise.

Clauses d'engagements « À ne pas faire »

À quelques occasions, dans certaines structures de financement, certaines entreprises doivent respecter des engagements « À ne pas faire », aussi connues dans le milieu financier en tant que des clauses de « Negative Pledge ». En voici quelques exemples :

- ne pas, sans avoir le consentement écrit préalable du prêteur, consentir, créer, assumer ou tolérer l'existence d'une hypothèque, d'une sûreté ou de toute autre charge sur l'une de ses propriétés, ses actifs ou sur d'autres droits;
- ne pas, sans avoir le consentement écrit préalable du prêteur, vendre, transférer, céder vendre ou autrement aliéner ses propriétés ou biens autrement que dans le cours normal de ses affaires et selon des modalités commercialement raisonnables;
- ne pas garantir ou assurer autrement, directement, indirectement ou à titre éventuel, le paiement d'un montant ou l'exécution d'une quelconque obligation par une autre personne, sans avoir obtenu au préalable le consentement écrit du prêteur;
- ne pas réaliser de fusion, regroupement ou autre combinaison d'entreprises, à moins d'avoir obtenu au préalable le consentement écrit du prêteur;
- ne pas rembourser de dettes dues à des prêteurs en équité.

En conclusion, lors d'un financement bancaire, une entreprise s'engage à respecter de nombreux engagements envers le prêteur, qui peuvent être mesurés sur une base mensuelle, trimestrielle ou annuelle. Dans l'éventualité où certaines clauses ne sont pas respectées et que l'entreprise est en défaut envers ses engagements financiers, l'institution financière pourrait choisir de modifier les conditions du support financier, la grille tarifaire, ou fixer des termes d'atermolements. L'institution financière pourrait aussi décider d'entamer le processus de réalisation de ses sûretés contractuelles enregistrées au nom de l'entreprise lors du financement.

Il est donc primordial pour une entreprise de bien comprendre et valider la nature et l'étendue de ses engagements ainsi que les clauses restrictives à respecter lors d'une entente avec un prêteur financier et de s'assurer qu'elle a la capacité de respecter ces clauses.



Claude Paquet
associé, avocat

—
T. 514 397-6907
E. claud.paquet@bcf.ca

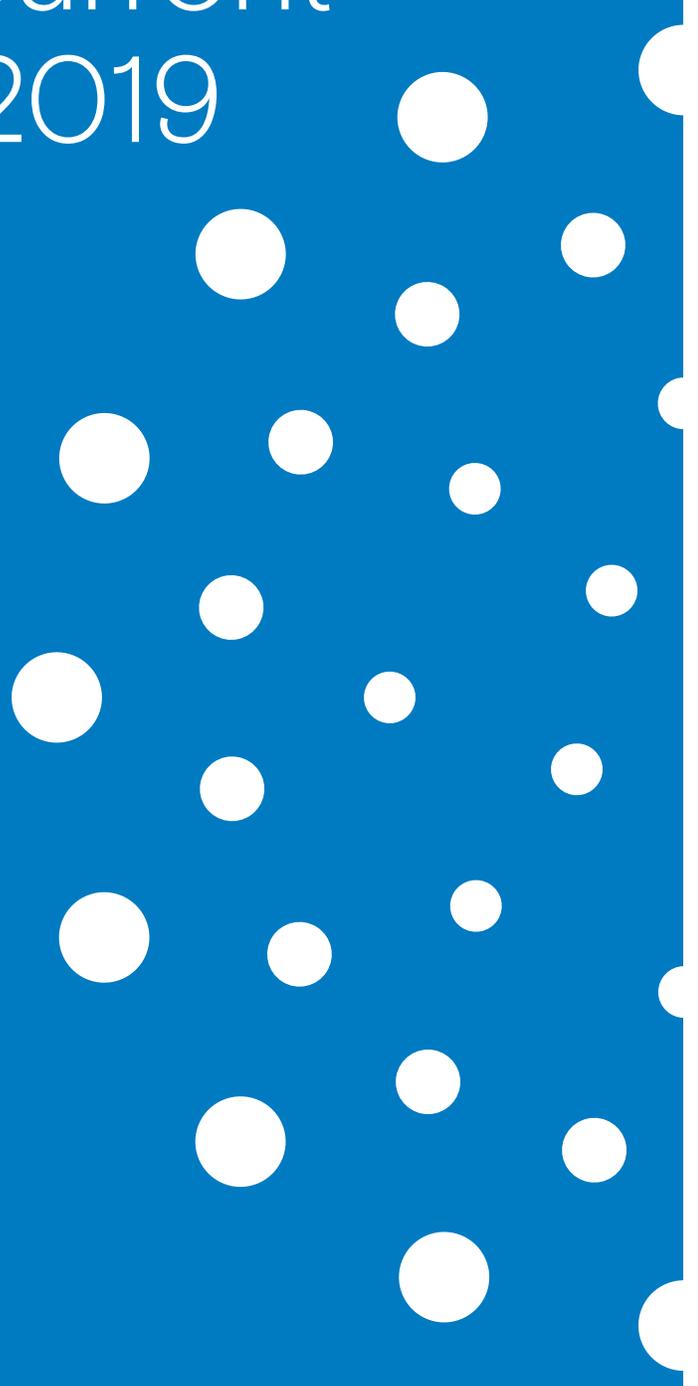
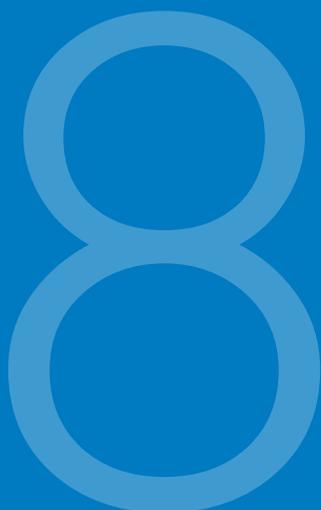


Melissa D'Errico-Provencher
avocate

—
T. 514 397-6892
E. melissa.derrico-provencher@bcf.ca

L'inscription en bourse est-elle une fin en soi? Survole de ce à quoi les licornes pourront s'attendre en 2019

Par Valérie Charpentier,
avocate



L'inscription en bourse est-elle une fin en soi?

Survol de ce à quoi les licornes pourront s'attendre en 2019

Le premier appel public à l'épargne (PAPE) peut présenter d'immenses possibilités pour une entreprise. Il permet d'obtenir du financement, des liquidités et de la visibilité.

Malgré le déclin global des activités de financement par nouvelle émission d'actions au Canada, le rendement du marché américain des capitaux propres s'est démarqué en 2018 en étant le plus élevé depuis 2014¹. Ce volume réduit de PAPE au Canada en 2018 s'explique partiellement par la sous-performance des secteurs liés aux ressources et, par conséquent, le fléchissement des inscriptions sur les marchés boursiers de nouveaux joueurs provenant de ces secteurs². Le rendement des émissions récentes témoigne de l'appétit des investisseurs pour les nouveaux titres, les sociétés de qualité qui affichent de solides perspectives de croissance étant très prisées, tant par les investisseurs institutionnels que par les particuliers³.

2019, une année record pour les PAPE?

Parallèlement, la crainte que les marchés reculent de nouveau et que le cycle économique ait amorcé une phase de déclin pourrait en fait favoriser et stimuler les PAPE en incitant les sociétés qui envisagent de s'inscrire en bourse à passer à l'action sans plus tarder. Ainsi, plusieurs anticipent que 2019 pourrait être une année record en ce qui concerne les fonds levés par les PAPE. L'intérêt des investisseurs pour les actions de sociétés à forte croissance est l'un des nombreux facteurs qui pourraient inciter les startup et autres sociétés fermées à faire leur entrée en bourse en 2019.

On s'attend à ce que les « licornes » comme Uber, Lyft, Slack, Palantir, Pinterest et Airbnb entrent en bourse au premier semestre de 2019. Selon de récentes analyses, Uber, Lyft, Slack et Palantir envisagent des PAPE dont l'évaluation combinée pourrait s'élever à plus de 200 milliards de dollars⁴.

Le marché du cannabis aura marqué l'histoire en 2018 avec l'arrivée de TerrAscend Corp. (CSE : TER), Canopy Growth Corp. (TSX : WEED), Neptune Solutions Bien-Être Inc. (TSX : NEPT), Aphria Inc. (TSX : APHA) et Aurora Cannabis Inc. (TSX : ACB). Ces titres du secteur canadien du cannabis illustrent l'avantage concurrentiel du Canada relativement à la place importante que ce secteur occupera dorénavant dans les marchés canadiens des capitaux. Les entreprises canadiennes peuvent tirer parti de certains secteurs, comme l'industrie manufacturière, les technologies de l'information et la santé, pour être plus concurrentielles dans les marchés canadiens des capitaux.

Ce qu'il faut prendre en considération avant d'entrer en bourse

L'entrée en bourse et l'émission d'actions dans le cadre d'un PAPE constituent une étape déterminante pour certaines sociétés privées ambitieuses. Nous allons examiner ci-dessous les principaux avantages d'entrer en bourse et les critères que les PDG de sociétés fermées, notamment les startups exceptionnelles, doivent prendre en considération lorsqu'ils envisagent de le faire.

« On s'attend à ce que les licornes comme Uber, Lyft, Slack, Palantir, Pinterest et Airbnb entrent en bourse au premier semestre de 2019. »

La réussite d'un PAPE par une société souhaitant offrir ses titres au public peut générer d'importantes sommes et rend normalement les actions de la société plus négociables grâce à l'accès à un marché réglementé et liquide. L'une des principales raisons motivant la décision de faire un appel public à l'épargne consiste à lever des fonds et à répartir le risque lié à la propriété entre un grand nombre d'actionnaires⁵. En sus de lever des fonds, l'entrée en bourse permet à la société de réaliser des fusions et acquisitions en se servant de ses actions négociées en bourse comme monnaie d'échange⁶. De plus, le processus de PAPE peut être l'occasion pour la société d'améliorer sa capacité d'attirer et de fidéliser des employés talentueux au moyen d'un régime d'options d'achat d'actions fiscalement avantageux.

L'un des plus grands avantages pour une société d'émettre des actions négociées en bourse, c'est qu'elle donne ainsi aux investisseurs la possibilité de voir leur placement prendre de la valeur. Le PAPE facilite les activités de financement ultérieures et donne accès à un plus grand éventail de marchés et d'instruments financiers, ce qui permettra de lever des fonds plus facilement à l'avenir, lors de nouvelles offres de titres. En effet, lorsqu'une société entre en bourse, elle projette une image de solidité financière et de transparence. De plus, le processus rigoureux de PAPE a tendance à rassurer les clients et les fournisseurs.

On avance souvent que le PAPE est un long processus coûteux assujéti à de nombreuses exigences réglementaires. Nous estimons qu'avec l'aide d'une bonne équipe d'experts-conseils (notamment des conseillers juridiques, des banquiers, des auditeurs et un directeur des finances chevronné qui pourra se joindre à l'équipe en temps utile), l'entreprise sera en mesure de bien se préparer à faire un PAPE en adoptant une approche efficace et pratique, à coût raisonnable.

Comme résumé par les points ci-dessus, il est important de rappeler que les investisseurs préfèrent toujours investir lorsque le marché leur est favorable. L'année 2019 sera une année exceptionnelle pour les PAPE et elle pourrait l'être tout autant pour vous!

L'équipe des valeurs mobilières de BCF propose des services-conseils efficaces, pratiques et complets aux entreprises qui souhaitent faire un PAPE, une prise de contrôle inversée, ou encore participer à un programme de SCD ou de SAVS. Notre équipe est également reconnue pour son expertise unique en matière de titres du marché dispensé et nous représentons régulièrement des émetteurs et des courtiers sur les marchés publics et dispensés.

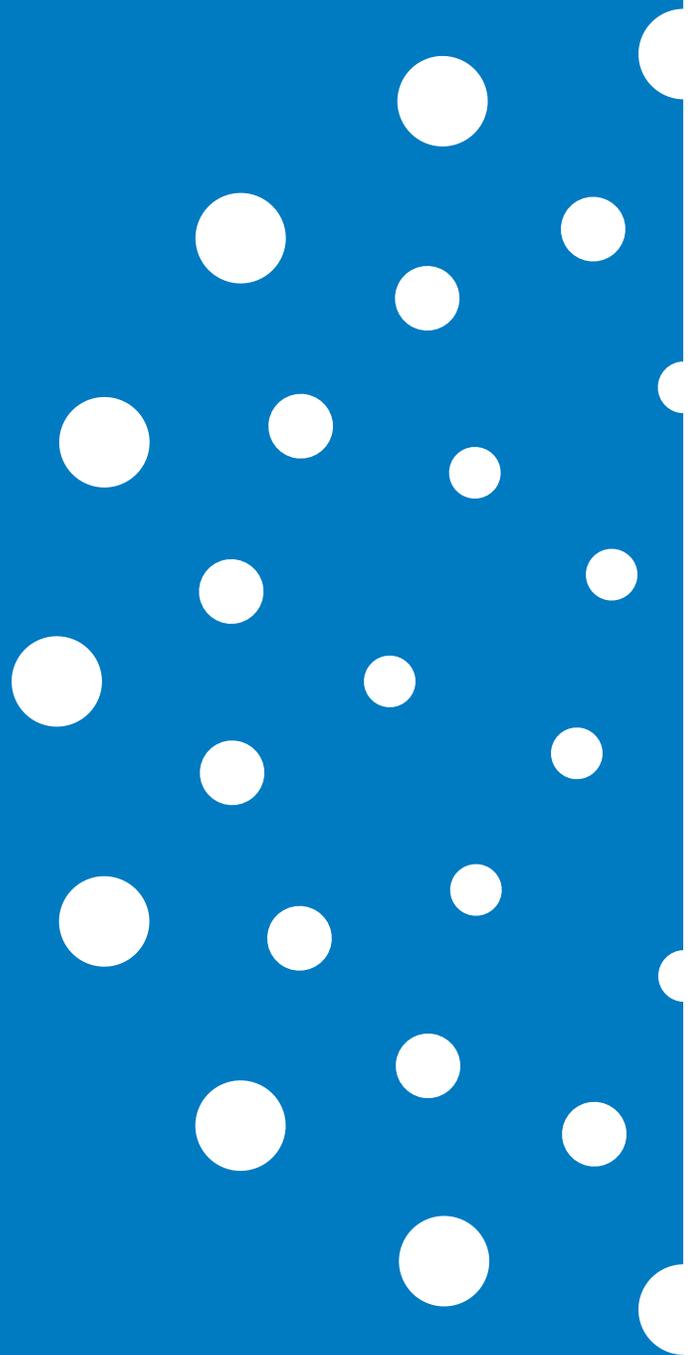


Valérie Charpentier
avocate

—
T. 514 397-6705
E. valerie.charpentier@bcf.ca

L'investissement en prédémarrage et démarrage, comment procéder?

Par Mireille Fontaine,
associée et avocate,
et Dawei Ding,
avocat



L'investissement en prédémarrage et démarrage, comment procéder?

Un investisseur investit du capital dans une entreprise ou le lui prête en retour de titres d'investissement tels que des actions, d'un billet promissaire convertible ou non, ou des obligations. Ceux-ci lui permettront d'obtenir un rendement sur son investissement, par exemple sous forme de dividendes.

Pour un investisseur qui désire financer une startup en prédémarrage ou démarrage, outre le défi de choisir parmi de multiples dossiers qui promettent tous d'incarner l'innovation et la croissance, il existe également plusieurs enjeux juridiques relatifs à l'investissement afin d'assurer la protection des droits et intérêts de celui-ci. Dans cet article, nous nous concentrerons spécifiquement sur ces enjeux juridiques entourant l'investissement dans une startup qui peuvent être regroupés en deux étapes successives, soit la vérification diligente et la négociation de l'instrument d'investissement.

La vérification diligente : une étape cruciale du processus d'investissement

La vérification diligente des affaires de l'entreprise est un processus qui peut être assez laborieux, mais une étape importante pour protéger l'investisseur. Bien que la startup en démarrage n'ait pas très souvent un historique opérationnel ou financier qui permet d'évaluer les activités de la compagnie au niveau comptable et légal, elle guide l'investisseur dans sa décision d'investir ou non et des points à négocier avec l'entreprise.

Dans un premier temps, le travail des conseillers juridiques consiste à analyser la « généalogie » de l'entreprise afin d'assurer que la chaîne des titres est valide si l'investissement se fait sous forme de souscription d'actions. Les maillons de cette chaîne sont essentiellement constitués par chacune des émissions ou ventes successives de titres que l'investisseur souhaite acquérir. Ce faisant, l'examen des titres vise le double objectif d'établir que les détenteurs sont les véritables propriétaires des titres émis et d'assurer à l'investisseur un titre de propriété incontestable.

Dans un deuxième temps, l'objectif de la vérification diligente est de connaître en détail les projets importants de l'entreprise, consulter les documents justifiant sa valorisation (eg., états financiers, plan d'affaires, présentations) et accéder aux prévisions financières de la compagnie. À cette étape, l'analyse comprend généralement des recherches d'antécédents relativement aux actionnaires fondateurs ainsi qu'une revue des actifs et des obligations principales de la société incluant notamment les ententes avec les clients, les dettes, les sûretés, les litiges potentiels, les baux, les contrats de travail, les propriétés intellectuelles et les contrats de licence.

Il y a fort à parier que l'investisseur n'investira pas aux mêmes termes s'il est démontré que l'entreprise fait l'objet de poursuites ou est limitée par une clause de non-concurrence couvrant un secteur d'activité ou un certain territoire ou que la propriété intellectuelle n'est pas protégée ou encore peut facilement être copiée par un concurrent.

Bien entendu, ce processus varie d'un investissement à l'autre, selon l'envergure et la nature des activités de l'entreprise visée. Au terme de celui-ci, l'investisseur sera en mesure, d'une part, d'identifier clairement les forces et les faiblesses de l'entreprise et ainsi savoir ce qui est problématique et d'autre part, d'évaluer les possibilités de rendement sur investissement.

La négociation de l'instrument d'investissement

Depuis 2013, de plus en plus de sociétés en prédémarrage et démarrage obtiennent du financement rapidement à travers les instruments d'investissement standardisés. Par exemple, le *Simple Agreement for Future Equity* (SAFE) et le *Keep It Simple Security* (KISS) font partie de ces instruments développés aux États-Unis qui sont désormais communs au Canada. Ces instruments, qui sont pratiquement identiques d'un investissement à l'autre, sont très similaires au billet promissoire à ordre convertible par le fait qu'ils permettent d'obtenir du financement immédiat de la part d'investisseurs en échange d'une participation future au capital-actions de l'entreprise lorsqu'une ronde de financement aura lieu.

Devant l'apparente simplicité de ces instruments, une approche prudente s'impose. En effet, ces instruments n'accordent typiquement peu ou pas de droits significatifs aux investisseurs par souci d'accélérer le processus ainsi que de garder les coûts et les délais au minimum.

Or, contrairement au partenaire d'affaires, l'investisseur ne s'implique pas généralement dans l'exploitation de l'entreprise et dans les prises de décision quotidiennes. L'instrument financier par lequel l'investisseur acquiert un intérêt dans l'entreprise doit alors être négocié diligemment pour assurer la protection des droits et intérêts de l'investisseur. Il sera nécessaire d'y prévoir par exemple un droit de vote ou la possibilité de poser des questions lors d'une assemblée des actionnaires pour s'informer quant aux succès ou aux échecs de l'entreprise et même d'obtenir systématiquement de l'information pertinente, dont financière, sur la compagnie.

Lorsqu'applicable, l'investisseur devra également étudier la convention entre actionnaires en vigueur ou proposée, laquelle diffère largement d'une entreprise à l'autre et est rarement en faveur de l'investisseur minoritaire.

Conclusion

Le financement de startups relève d'une confrontation permanente entre la passion et la raison. Il est donc toujours primordial pour l'investisseur de s'adjoindre de professionnels compétents qui sauront le guider lors de l'investissement dans une entreprise en phase d'amorçage ou de pré-amorçage pour rendre le processus plus efficace et pour éviter tout souci post-investissement. Effectivement, il sera très difficile pour un investisseur ayant volontairement omis de procéder à une vérification diligente de plaider le vice de consentement.

Dans le même sens, il est fortement recommandé aux investisseurs de consulter un conseiller juridique pour veiller à ce que l'instrument de transaction soit rédigé conformément aux attentes des parties et afin d'y incorporer les protections additionnelles au besoin. L'équipe de capital de risque de BCF intervient à ce niveau et aide ses clients d'entrée de jeu à bien comprendre et traiter ces enjeux.



Mireille Fontaine
associée, avocate

—
T. 514 397-4561
E. mireille.fontaine@bcf.ca



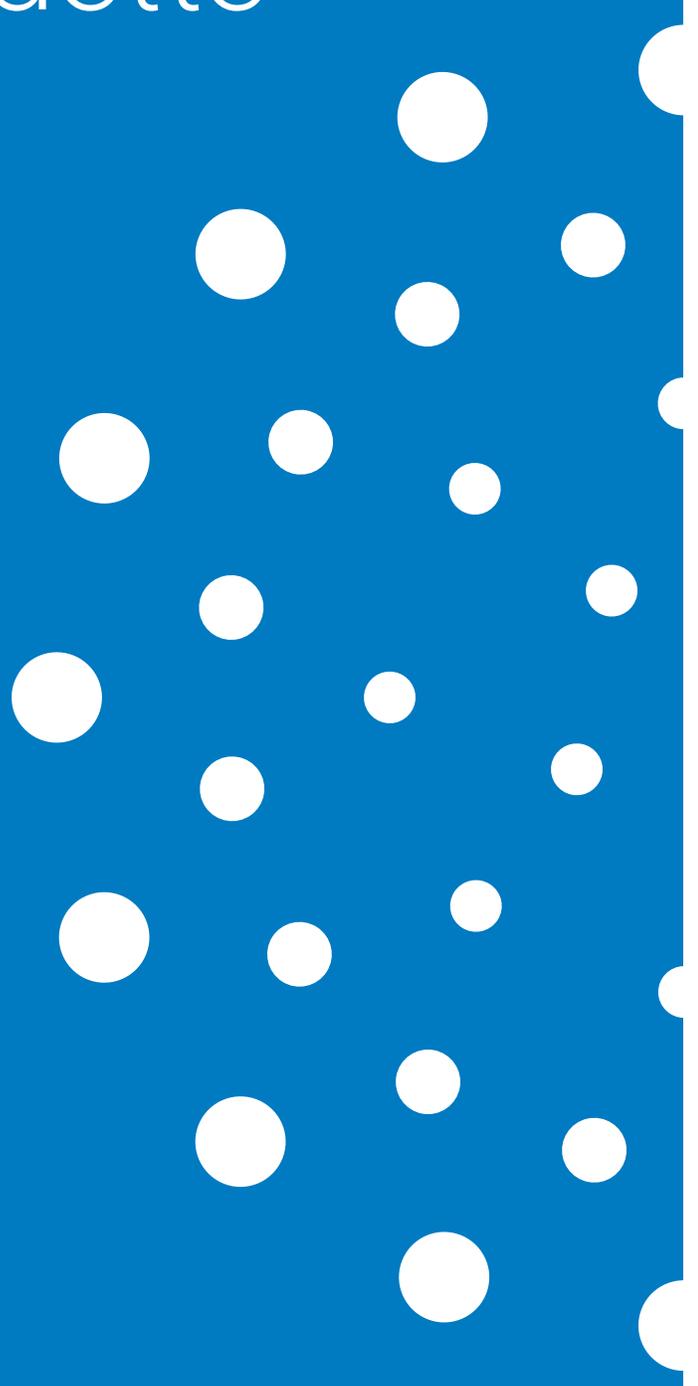
Dawei Ding
avocat

—
T. 514 397-6737
E. dawei.ding@bcf.ca

Outil flexible pour accompagner la croissance d'une entreprise : la dette mezzanine

Par Paule Tardif,
associée et avocate

10



Outil flexible pour accompagner la croissance d'une entreprise : la dette mezzanine

La complexité et multiplicité des différents outils disponibles pour financer une entreprise ne permettent pas toujours d'en comprendre la pertinence et les avantages propres à chacun. La dette mezzanine fait partie de ces méconnus et nous tenterons de démystifier le tout.

Un outil de financement très flexible

Aussi appelée « dette subordonnée », la dette mezzanine se définit comme étant une créance payable après le règlement des dettes prioritaires (nous parlons ici de la créance et non des sûretés pour garantir ladite créance). Il ne faut pas associer la dette subordonnée au rang des sûretés garantissant les dettes. La dette subordonnée nécessite un taux d'intérêt plus élevé parce que le risque pour le prêteur est également plus élevé. C'est un outil de financement intermédiaire entre les capitaux propres et la dette sénior (bancaire). Elle peut ou non être convertible en actions.

La dette mezzanine peut être utile et utilisée pour le rachat d'actionnaires, pour un projet d'expansion, pour le financement de la relève, pour un projet d'acquisition ou toute croissance de l'entreprise.

Pourquoi se tourner vers la dette mezzanine?

Pour une entreprise, la dette mezzanine comporte plusieurs avantages dont de ne pas diluer, ou très peu, ses actionnaires. Elle optimise le capital déjà investi en permettant, possiblement, d'augmenter le gain sur les capitaux qui seraient nécessaires lors d'une acquisition.

La dette mezzanine ou dette subordonnée a un plus long terme que la dette traditionnelle ce qui donne de la flexibilité et de l'oxygène à l'entreprise.

Souvent, le remboursement est en fonction du flux de trésorerie ce qui permet d'effectuer un effet de levier pendant la croissance de l'entreprise, avant l'échéance de la dette subordonnée. Il est possible également de négocier des moratoires sur le remboursement du capital ce qui accroît l'effet de levier. L'effet combiné des avantages créent beaucoup de flexibilité sur le plan financier.

Au niveau comptable, la dette subordonnée est considérée comme de la quasi équité et est favorable dans les ratios financiers exigés autant par les prêteurs séniors que les prêteurs subordonnés ou tout autre investisseur de l'entreprise. De surcroît, dans certaines circonstances, l'investisseur peut apporter également son expertise à l'entreprise soit à titre d'administrateur, d'observateur ou de simple conseiller. La dette mezzanine est habituellement consentie sans garantie sur les actifs de l'entreprise ce qui représente un net avantage si les crédits séniors sont garantis par l'ensemble des actifs existants.

Un des désavantages de la dette subordonnée est son taux d'intérêt plus élevé qu'un crédit traditionnel. Ce désavantage est toutefois atténué par la déductibilité des intérêts sur le revenu. Le prêteur pourrait également requérir des bons de souscription lors de certains événements ou étapes de croissance de l'entreprise considérant les cycles que le financement aura permis d'atteindre pour l'entreprise.

Conclusion

Finalement, la dette mezzanine peut être vue comme une étape de financement dans la croissance de la vie de l'entreprise. Elle s'avère être un outil utile et une alternative à considérer entre un financement traditionnel et une injection d'équité. Elle permet aux actionnaires existants de faire croître l'entreprise sans dilution de leurs investissements et ainsi obtenir un meilleur rendement sur leur investissement initial lors d'étapes subséquentes importantes.



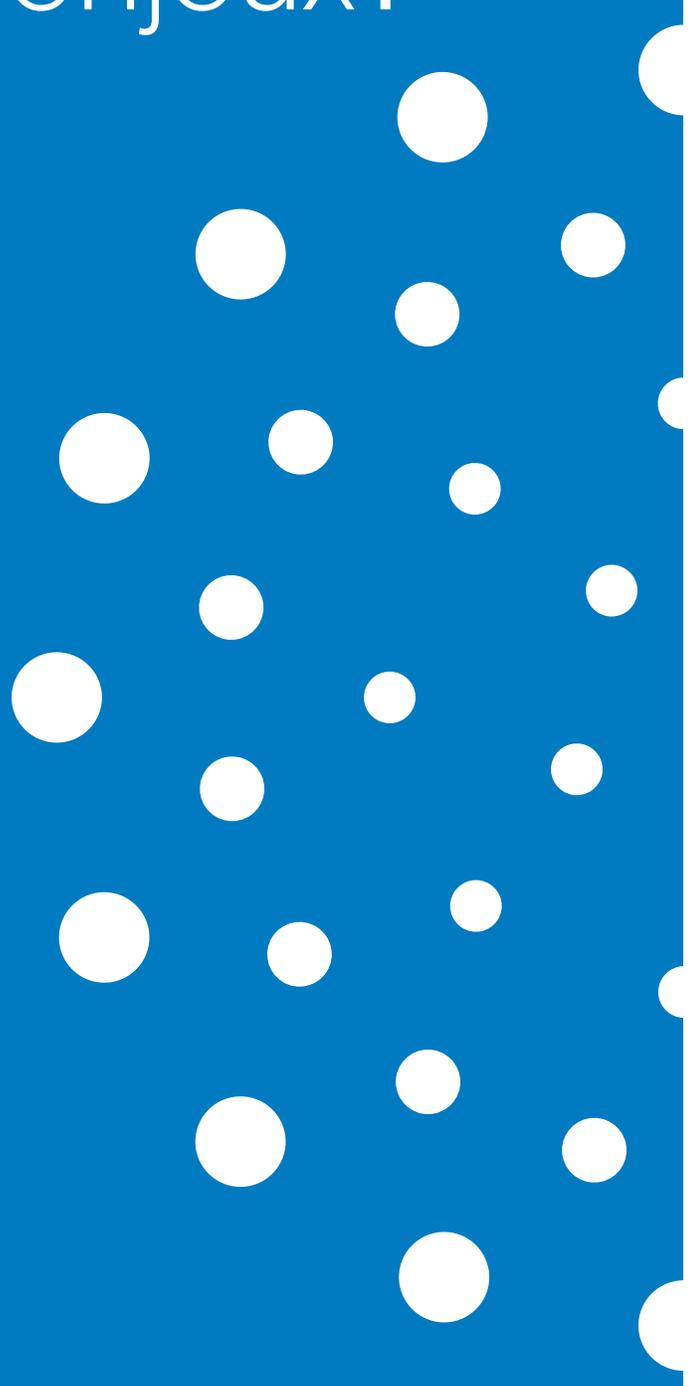
Paule Tardif
associée, avocate

—
T. 514 397-2659
E. paule.tardif@bcf.ca

Quand la ronde de financement de série A survient, quels sont les enjeux?

Par Mireille Fontaine,
associée et avocate,
et Ludovic Bourdages,
avocat

11



Quand la ronde de financement de série A survient, quels sont les enjeux?

Plusieurs modes de financement s'offrent à une entreprise qui désire avoir recours à du financement externe lors de son amorçage ou démarrage ou afin de soutenir sa croissance.

Il importe donc pour celle-ci de bien comprendre les diverses formes de financements possibles et d'évaluer ceux-ci selon ses besoins, ses objectifs, son niveau de maturité, son secteur d'activités et autres facteurs importants. Le présent article porte seulement sur le financement par capital de risque; une option préférée par bien des entreprises innovantes et à forte croissance (aux fins de cet article, une « **entreprise** »).

Le financement par capital de risque peut être nécessaire à divers stades de développement de l'entreprise et selon son niveau de maturité. On réfère à ces différentes levées de fonds par les termes suivants, qui reflètent les phases de développement des entreprises qui tentent d'obtenir du financement :

1. Capital de pré-amorçage (« pre-seed »),
2. Capital d'amorçage (« seed ») et
3. Rondes de financement de séries A, B et C (et toute autre ronde de financement subséquente).

Aux fins de cet article, nous nous intéressons à la ronde de financement de série A, soit la première ronde de financement par capital de risque, suivant la levée de capital de pré-amorçage ou d'amorçage, le cas échéant. La ronde de financement de série A est significative, car très souvent axée sur la croissance de la compagnie et les fonds levés oscillent généralement entre 2 et 15 millions de dollars, bien qu'ils puissent être plus élevés. Lorsque celle-ci survient, l'entreprise est habituellement à l'étape d'optimisation, elle connaît et poursuit une forte croissance et tend vers la « scalabilité ».

Quels sont les enjeux d'une ronde de financement de série A?

Dans le cadre d'une ronde de financement de série A, les investisseurs impliqués sont majoritairement des fonds de capital de risque, donc des investisseurs sophistiqués ayant une forte compréhension des enjeux liés à leurs investissements.

Contrairement aux phases de pré-amorçage et d'amorçage, les investisseurs à ce stade désirent s'immiscer davantage dans les affaires de l'entreprise. Il est important pour les fondateurs d'avoir des connaissances et réflexes suffisants lors des négociations avec ces investisseurs, en plus de s'entourer de conseillers ayant une forte expérience dans le domaine. À cette fin, voici certains des enjeux qui peuvent être rencontrés lors d'une ronde de financement de série A.

Vérification diligente

Lors d'une ronde de financement de série A, tout comme en phase de prédémarrage et démarrage, les investisseurs insistent pour compléter une vérification diligente dont la portée peut varier, mais elle est généralement assez approfondie à ce stade. Une entreprise bien organisée, documentée et en ordre au niveau juridique facilite le processus.

« Contrairement aux phases de pré-amorçage et d'amorçage, les investisseurs à ce stade désirent s'immiscer davantage dans les affaires de l'entreprise. »

Valorisation/Dilution

Suite à l'émission d'actions aux investisseurs, les fondateurs verront leur pourcentage de détention d'actions diminué; on dit qu'ils sont alors « dilués ». La valorisation de l'entreprise est donc un facteur important, le nombre et la valeur des actions émises aux investisseurs dépendant de celle-ci. Il importe aussi de clarifier dès le départ si cette valorisation est « pre-money » ou « post-money » afin d'éviter les (mauvaises) surprises. Une valorisation « pre-money » réfère à la valeur de l'entreprise avant l'investissement et, à l'opposé, une valorisation « post-money » comprend le montant de l'investissement. Dans tous les cas, plus haute est la valorisation, moindre est la dilution des fondateurs. Du côté des investisseurs, une valorisation plus basse leur procure une part plus importante dans l'entreprise pour le même montant.

Conseil d'administration

Lors d'une ronde de financement de série A, les investisseurs, du moins les investisseurs importants de cette ronde, s'attendent à être représentés au sein du conseil d'administration de l'entreprise. Certains peuvent insister pour avoir le droit de nommer des observateurs. À cet égard, la priorité des fondateurs devrait être de garder le contrôle au sein du conseil d'administration.

Droits de véto

Suite à une ronde de financement de série A, les investisseurs ont habituellement une position minoritaire dans l'entreprise et ne contrôlent pas son conseil d'administration. Ceux-ci insistent donc généralement pour avoir un droit de véto (pouvant ainsi bloquer une décision) sur plusieurs décisions de l'entreprise, dont la modification de ses documents constitutifs, la création et l'émission de nouvelles actions, le rachat d'actions et la vente de l'entreprise. Cette liste peut s'allonger considérablement selon les demandes des investisseurs et faire l'objet de négociations avec les fondateurs qui désirent garder le contrôle sur la majorité des décisions de l'entreprise et préserver la flexibilité qui en découle.

Anti-dilution

Certains investisseurs insistent pour obtenir une protection anti-dilutive contre d'éventuelles émissions d'actions à une valorisation inférieure à celle qu'ils ont souscrite. Il existe plusieurs mécanismes, parfois bien complexes, permettant ce type de protection et ceux-ci peuvent faire l'objet d'une importante négociation entre les investisseurs et les fondateurs.

Préférence en cas d'événements de liquidité

Afin d'assurer une certaine protection à leurs montants investis, les investisseurs insistent souvent pour obtenir un droit à une préférence en cas d'événements de liquidité de l'entreprise, soit un montant d'argent correspondant à un facteur du montant initialement investi, qu'ils ont droit de recevoir lorsqu'un de ces événements survient. La valeur de ce multiplicateur doit être négociée et la définition d'« Événements de liquidité » doit être convenue entre les parties (elle réfère souvent à un investissement subséquent, la vente de l'entreprise, un appel public à l'épargne ou à tout autre événement de liquidité).

Autres droits

Les investisseurs insistent généralement pour obtenir plusieurs autres droits qui se retrouvent dans la convention entre actionnaires. Si une convention entre actionnaires est déjà en place, les investisseurs insisteront pour l'amender ou y mettre fin et en rédiger une nouvelle, afin d'y prévoir certains droits particuliers. Parmi ceux-ci, on retrouve souvent les droits de préemption, de premier refus, de suite et d'entraînement. Les conventions entre actionnaires doivent être négociées avec soin par les conseillers juridiques des investisseurs et des fondateurs.

Futures rondes de financement

Il est possible que l'entreprise ait recours à des rondes de financement subséquentes. Cette réalité peut avoir divers impacts pour les investisseurs et les fondateurs. Par exemple, est-ce que les investisseurs auront l'option ou l'obligation de souscrire à des actions lors de ces futures rondes? Si oui, selon quelles modalités? Ces points sont normalement traités dans la convention entre actionnaires et doivent être analysés par les conseillers juridiques des parties.

Ce qu'il faut retenir

Une ronde de financement de série A peut être fort importante pour la croissance d'une entreprise et avoir bien des retombées positives, mais celle-ci contient également son lot d'enjeux. Certains de ces enjeux ont été traités sommairement ci-dessus et peuvent en réalité s'avérer bien complexes. Il existe également plusieurs autres enjeux et facteurs à considérer lors d'une ronde de financement de série A. L'équipe de capital de risque de BCF intervient à ce niveau et aide ses clients à bien comprendre et traiter ces enjeux.



Mireille Fontaine
associée, avocate

—
T. 514 397-4561
E. mireille.fontaine@bcf.ca



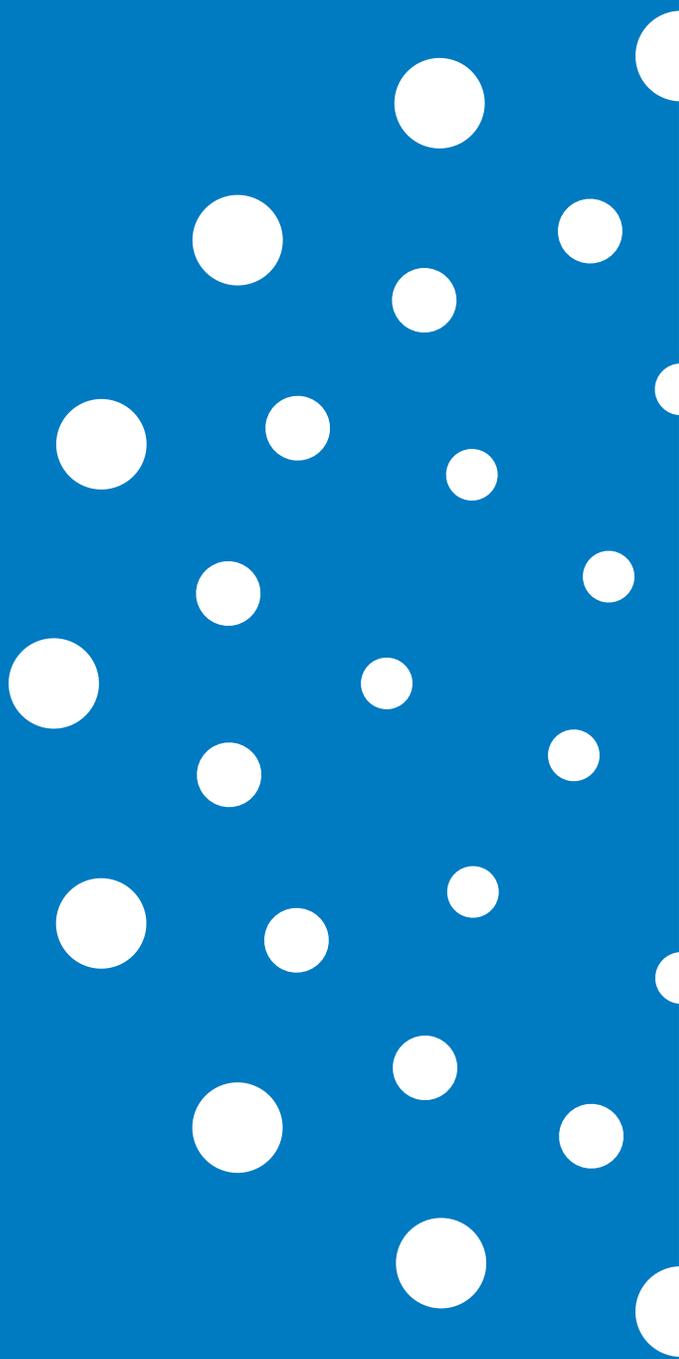
Ludovic Bourdages
avocat

—
T. 514 787-2781
E. ludovic.bourdages@bcf.ca

Une demande de rachat d'actions peut-elle entraîner la perte des attributs d'actionnaire?

Par François Beaudry,
associé, avocat
et Marc-Étienne Boucher,
avocat

12



Une demande de rachat d'actions peut-elle entraîner la perte des attributs d'actionnaire?

Les conventions entre actionnaires prévoient généralement des mécanismes d'encadrement pour le rachat des actions selon des modalités et conditions prédéterminées. On retrouvera ainsi par exemple des clauses de type *shotgun* pour forcer le retrait d'un actionnaire par un coactionnaire, ou encore des modalités de rachat automatique en cas de retrait des affaires, de fin d'emploi ou de décès.

Dans une situation de différends entre actionnaires, où un actionnaire exige que l'on procède à son rachat, soit en application d'un mécanisme prévu à cette fin, ou soit à titre de redressement en cas d'oppression, les pouvoirs de gestion inhérents à la détention d'actions peuvent créer des irritants majeurs, surtout pour l'actionnaire restant ou opérant la société. L'argument que nous avons récemment soumis à la Cour dans ce contexte était de déterminer si l'exercice ou l'application d'un mécanisme de rachat pouvait entraîner la perte de certains attributs de l'actionnaire pour limiter les pouvoirs de contrôle et de gestion qui sont autrement liés aux actions.

Dans cette affaire¹, l'Honorable Stephen W. Hamilton, j.c.s. (maintenant à la Cour d'appel) a déterminé que l'application d'un mécanisme de rachat des actions peut en effet faire perdre certains attributs d'actionnaire. Dans ce dossier, deux actionnaires s'adressaient à la chambre commerciale dans un contexte d'injonction pour obtenir notamment la tenue d'une assemblée annuelle des actionnaires et les états financiers annuels. Or, constatant que les mécanismes de rachat de la convention entre actionnaires avaient été enclenchés suivant la fin d'emploi de ces deux actionnaires auprès de la société, la Cour a considéré que la demande de ces actionnaires n'avait aucune raison d'être.

Le Juge Hamilton énonçait en particulier que ces deux actionnaires avaient perdu plusieurs attributs d'actionnaires, en particulier les pouvoirs associés à la gestion de l'entreprise. La Cour a considéré que ces actionnaires étaient plutôt devenus créanciers de l'entreprise et donc, qu'il n'y avait aucune raison de forcer l'application des droits attachés aux actions, entraînant donc le rejet de leur requête². Quelques mois plus tard, la Cour d'appel rejeta également leur permission d'en appeler du premier jugement.

Un courant jurisprudentiel méconnu

Les motifs de ce jugement appliquent les principes d'une jurisprudence peu connue par les praticiens tant en litige qu'en droit commercial, notamment dans les décisions de la Cour supérieure dans les affaires *Berthiaume c. Joron*³ (l'Honorable Jean-Yves Lalonde, j.c.s.) et *Investissements L'O-Vin Ltée c. Ruel* (l'Honorable Jean Bouchard, j.c.s.)⁴.

Dans *Berthiaume*, le Juge Lalonde énonce en effet qu'en principe les droits d'un actionnaire ayant exercé un mécanisme de rachat s'apparentent davantage à celui d'un créancier plutôt que celui d'un actionnaire opprimé. La conséquence de cette constatation est de limiter les droits de ces actionnaires à leur participation à la vie active de la société, mais entraîne également une réduction de leurs pouvoirs d'obtenir certains documents corporatifs, les droits d'un actionnaire à ceux-ci découlant des dispositions de la loi, contrairement au créancier.

Poursuivant son analyse, et constatant le silence de la convention entre actionnaires quant au statut à donner à l'actionnaire ayant exercé son droit au rachat, le Juge Lalonde ajoute que dans ces circonstances cet actionnaire peut devenir « un intrus » pouvant nuire à la bonne conduite de la société et que le droit à la participation à la vie active de la société en devient en conséquence fort limité⁵.

« Qu'il soit automatique ou volontaire, le déclenchement du rachat devient non seulement un enjeu fortement stratégique, mais une décision d'affaires à évaluer de façon minutieuse et globale. »

L'affaire *L'O-Vin*⁸ de 2006 va encore plus loin, en ce que le Juge Bouchard énonce que l'application du mécanisme de rachat entraîne carrément le remplacement du statut d'actionnaire par celui de créancier. Bien que cette conclusion soit plus sévère que celle des jugements subséquents, la conclusion commune des trois jugements est la suivante : l'application d'un mécanisme de rachat entraîne des conséquences directes sur les droits de l'actionnaire et sur les attributs de ses actions.

Ce qu'il faut retenir en pratique

On peut aisément imaginer l'impact que le mécanisme de rachat peut avoir sur le droit de l'actionnaire d'obtenir certains documents, par exemple toute la documentation sous jacente aux états financiers, ou encore le droit de demander la tenue d'assemblées. Ces restrictions imposées *de facto* peuvent être particulièrement lourdes à porter dans un contexte litigieux comme celui vécu par un actionnaire demandant le rachat de ses actions dans un contexte de perte de confiance envers l'administration de l'entreprise.

Ceci étant, l'opportunité ou non de demander le rachat comme conclusion d'un recours en oppression, de même que le moment pour ce faire sont des décisions stratégiques qui doivent prendre en compte les considérations, risques et facteurs ci-haut énoncés. Enfin, rien n'empêcherait non plus, dans un tel cas, de mieux circonscrire ou définir le statut de l'actionnaire dans la convention entre actionnaires et ainsi éviter une telle incertitude pour le futur et cristalliser les droits de chacun. Cette avenue s'avère en l'espèce particulièrement intéressante, sachant notamment que ces principes font l'objet d'une jurisprudence non seulement relativement nouvelle, mais également peu commune.

Qu'il soit automatique ou volontaire, le déclenchement du rachat devient ainsi non seulement un enjeu fortement stratégique, mais une décision d'affaires à évaluer de façon minutieuse et globale.



François Beaudry
associé, avocat

—
T. 514 397-6729
E. francois.beaudry@bcf.ca



Marc-Étienne Boucher
avocat

—
T. 514 787-6777
E. marc-etienne.boucher@bcf.ca

À propos de BCF

Avec plus de 500 employés et 275 professionnels, BCF Avocats d'affaires s'illustre comme le cabinet tout désigné pour les chefs d'entreprise, les entrepreneurs, les entreprises en croissance et les sociétés internationales ayant choisi le Québec et le Canada comme tremplins à leur succès et leur croissance. Notre esprit entrepreneurial nous distingue de la concurrence et fait de nous le seul cabinet d'avocats à avoir reçu le prix des *Sociétés les mieux gérées au Canada* pour une 12^e année consécutive.

BCF comprend les besoins de ses clients et constitue le partenaire d'affaires idéal pour tout type d'organisation innovante: des startups les plus ambitieuses, aux entreprises publiques et privées bien établies, les banquiers d'investissement, les sociétés de capital de risque et de capital-investissement. Notre équipe sait réunir les bonnes ressources pour transformer les rêves de nos clients en entreprises viables et novatrices tout en fournissant des solutions pragmatiques et avant-gardistes. En quête d'excellence, notre cabinet s'est attiré la confiance d'organisations de tous les secteurs d'activité, tant au Québec qu'au Canada et ailleurs dans le monde.

MONTRÉAL

—
25^e étage
1100, boul. René-Lévesque O.
Montréal, Québec H3B 5C9
T. (514) 397-8500
F. (514) 397-8515

QUÉBEC

—
Complexe Jules-Dallaire, T1
2828, boul. Laurier, 12^e étage
Québec, Québec G1V 0B9
T. (418) 266-4500
F. (418) 266-4515

Notes

Le financement public dans l'industrie du cannabis

¹ Alan Brochstein, « *Canadian Cannabis Stocks Weighted Down By Capital Raises And New Issues* », Forbes.com.

L'inscription en bourse est-elle une fin en soi? Survol de ce à quoi les licornes pourront s'attendre en 2019

¹ Deloitte S.E.N.C.R.L./s.r.l., « Revue du marché canadien des PAPE - T3 2018 : le marché des PAPE stagne », en ligne (PDF) : <<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/ca/Documents/audit/ca-audit-ipo-quarterly-report-fr-aoda.pdf>>.

² *Ibid.*

³ *Ibid.*

⁴ Eric Rosenbaum, « Get Ready for the \$200 billion IPO shakeup in 2019 » (17 décembre 2018), en ligne : <<https://www.cnbc.com/2018/12/14/get-ready-for-the-200-billion-ipo-shakeup-in-2019.html>>.

⁵ Practical Law Canada Corporate & Securities, « Deciding to Go Public: Initial Public Offering (IPO) », Thomson Reuters, Practice Note <<https://ca.practicallaw.thomsonreuters.com/6-571-8606>>.

⁶ *Ibid.*

Une demande de rachat d'actions peut-elle entraîner la perte des attributs d'actionnaire?

¹ *Steinberg c. Voizard*, 2017 QCCS 3531 (permission d'appeler rejetée dans 2017 QCCA 1564).

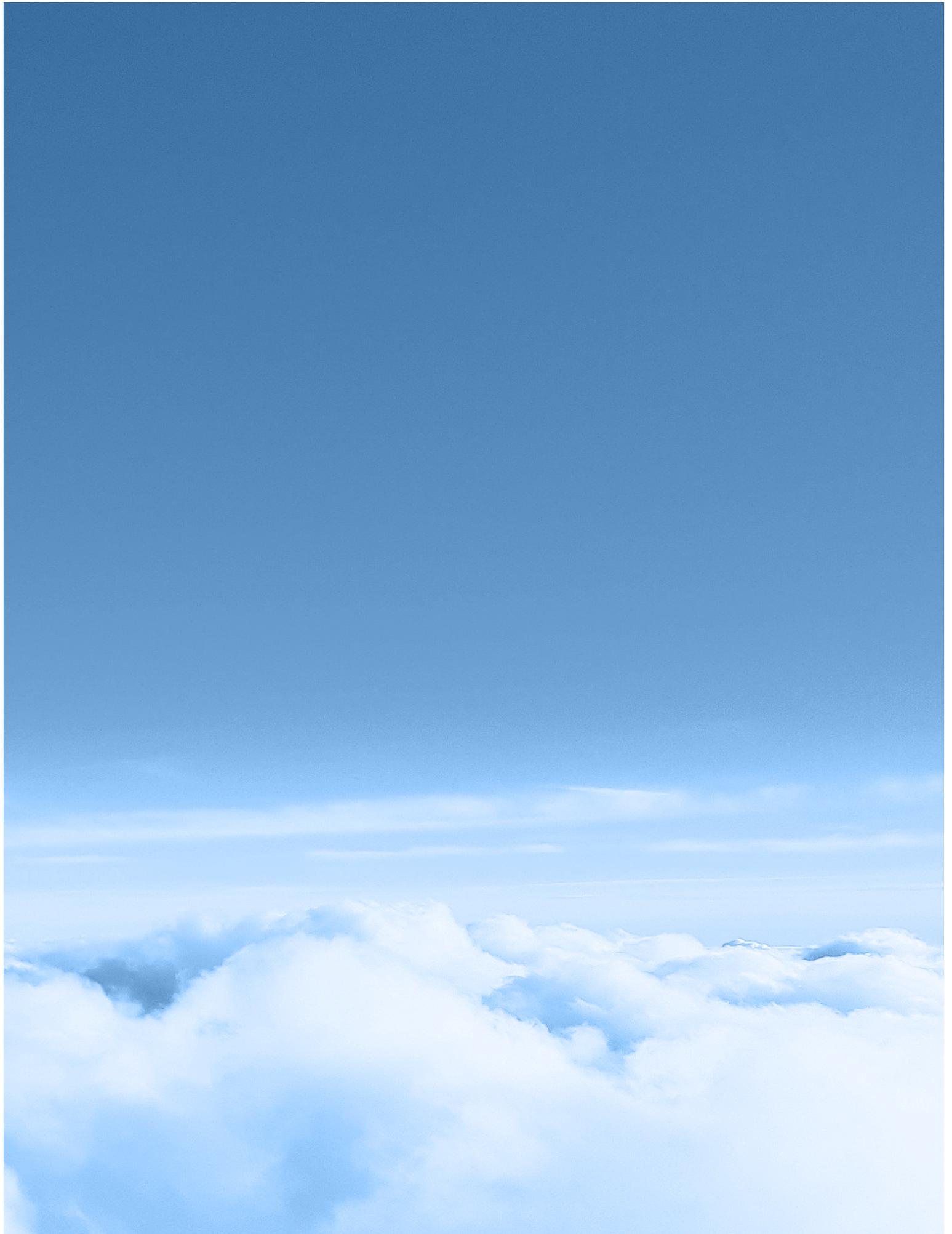
² Préc., note 1, notamment aux paragraphes 30 et 31.

³ 2013 QCCS 2756.

⁴ 2006 QCCS 2657.

⁵ Préc., note 3, notamment les paragraphes 28 et s.

⁶ Préc., note 4, notamment les paragraphes 31 et 36.





BCF Avocats d'affaires
1100, boul. René-Lévesque O.
25^e étage
Montréal, Québec H3B 5C9

BCF Avocats d'affaires
Complexe Jules-Dallaire, T1
2828, boul. Laurier, 12^e étage
Québec, Québec G1V 0B9