21 MAI 2019

Les émetteurs du secteur du cannabis inscrits à la TSX ont recours à des approches créatives pour préserver leurs occasions d'affaires aux États-Unis

L'article suivant a d'abord été publié dans notre *Rapport de 2019 sur les marchés des capitaux canadiens*.

Lire le rapport complet.

Alors que la légalisation du cannabis au Canada faisait les manchettes dans le monde en 2018, de nombreux émetteurs du secteur du cannabis ont continué de chercher des occasions d'affaires sur le marché des États-Unis, concurrentiel et beaucoup plus lucratif, malgré le fait que cette substance demeure illégale selon la législation fédérale américaine. En raison de cette incertitude juridique persistante, la Bourse de Toronto (la « TSX ») interdit aux émetteurs inscrits à sa cote de se livrer à des activités liées au cannabis aux États-Unis. En conséquence, les émetteurs du secteur du cannabis inscrits à la TSX qui souhaitent conserver leur inscription et demeurer des précurseurs aux États-Unis s'efforcent d'élaborer des structures créatives qui leur permettront de préserver leur accès au marché américain. Bien que, dans l'immédiat, ces structures permettent aux émetteurs de se conformer aux exigences de la TSX, il est difficile d'évaluer les incidences qu'elles auront à long terme pour les émetteurs et les entreprises dans lesquelles ceux-ci investissent, car l'horizon temporel de la légalisation du cannabis au niveau fédéral aux États-Unis demeure très incertain.

Interdiction imposée par la TSX

En octobre 2017, la TSX a publié un avis du personnel[1] dans lequel elle avertissait les émetteurs inscrits « qui poursuivent des activités commerciales contrevenant à la législation fédérale américaine portant sur le cannabis qu'ils ne respectent pas les exigences » d'inscription en vigueur. De plus, la TSX a clairement indiqué qu'elle donnait un sens large à l'expression « poursuivre des activités commerciales » afin d'y inclure, par ordre d'importance, le fait de :

- détenir une participation directe ou indirecte ou un investissement dans une entité exerçant des activités liées à la culture, à la distribution ou à la possession du cannabis aux États-Unis (une « entreprise de cannabis américaine »)
- détenir des intérêts commerciaux dans une entreprise de cannabis américaine ou des ententes commerciales avec une entreprise de cannabis américaine qui s'apparentent à une participation ou à un investissement dans une telle entreprise
- fournir des services ou des produits expressément conçus pour une entreprise de cannabis américaine ou destinés à une entreprise de cannabis américaine
- détenir des intérêts commerciaux dans une entreprise ou des ententes commerciales avec une entreprise qui fournit de tels services ou produits à une entreprise de cannabis américaine.

La TSX a recommandé aux émetteurs inscrits de corriger de façon proactive toute non-conformité à l'égard des exigences décrites ci-dessus.

Sortie temporaire du marché des États-Unis, mais planification en vue de la légalisation au niveau fédéral américain…

L'approche la plus simple que peut emprunter un émetteur pour se conformer aux règles de la TSX consiste à se départir de tous ses intérêts dans des entités ayant des activités aux États-Unis, à cesser d'y chercher de nouvelles occasions et à mettre fin à toute relation commerciale avec des fournisseurs de services desservant des entreprises américaines. Toutefois, l'émetteur inscrit à la TSX qui souhaiterait intégrer le marché américain le jour où le cannabis sera (ou serait) légalisé au niveau fédéral aux États-Unis risquerait alors de faire face à un coût d'investissement considérablement accru en raison de la réduction correspondante du risque réglementaire qu'aurait entraîné la légalisation. Par conséquent, ces émetteurs pourraient préserver beaucoup de valeur s'ils parviennent à structurer leurs investissements aux États-Unis de manière à satisfaire aux exigences de la TSX tout en conservant la possibilité d'intégrer le marché américain à des conditions raisonnables advenant la légalisation du cannabis aux États-Unis. Voici quelques exemples de méthodes employées à ce jour :

- **Dessaisissement avec droit de réinvestissement conditionnel.** Dans deux cas distincts, des émetteurs inscrits à la TSX se sont départis de leurs intérêts dans des entités exerçant des activités liées au cannabis aux États-Unis. Dans le premier cas, l'émetteur a transféré ses intérêts à ses actionnaires et dans le second, l'émetteur a vendu ses intérêts à des tiers. Dans chaque cas, l'émetteur inscrit à la TSX a conservé le droit de réinvestir dans l'entité dont il avait cédé les actions moyennant réalisation de certaines conditions, la principale étant la légalisation du cannabis au niveau fédéral aux États-Unis. Dans l'un des cas, l'émetteur bénéficiait d'un délai de dix ans pour réinvestir au moyen de bons de souscription; dans l'autre cas, l'émetteur a obtenu un droit de rachat des actions pouvant être exercé sur cinq ans auprès des tiers acheteurs.

- **Conversion d'actions participantes en actions non participantes avec droit de réinvestissement conditionnel.** Dans un autre cas, un émetteur inscrit à la TSX détenait une participation importante dans un émetteur du secteur du cannabis inscrit à la cote de la Bourse des valeurs canadiennes (la « CSE ») qui souhaitait profiter d'occasions d'affaires à l'extérieur du Canada, notamment aux États-Unis. L'émetteur inscrit à la TSX a échangé ses actions ordinaires contre des actions sans droit de vote et non participantes d'une nouvelle catégorie de l'émetteur inscrit à la CSE qui sont échangeables contre des actions ordinaires à certaines conditions, la principale étant la légalisation du cannabis au niveau fédéral aux États-Unis. L'émetteur inscrit à la CSE a convenu, notamment, de ne pas déclarer ni verser de dividende au cours de la période pendant laquelle les actions échangeables sont en circulation, sous réserve d'une période maximale de dix ans.

- **Acquisition d'un intérêt conditionnel.** Dans deux cas distincts, un émetteur inscrit à la TSX a acquis une option lui permettant d'acquérir une participation dans une entité saisissant des occasions d'affaires aux États-Unis. Dans le premier, l'émetteur a acquis des bons de souscription pouvant être échangés contre des actions ordinaires à la réalisation de certaines conditions, dont la légalisation du cannabis au niveau fédéral aux États-Unis; dans le second, l'émetteur a versé une prime en espèces à des actionnaires existants et obtenu le droit d'acquérir les actions elles-mêmes au moment où le cannabis sera légalisé au niveau fédéral aux États-Unis. Dans le premier cas, les bons de souscription expirent deux ans suivant la légalisation, sous réserve d'une durée maximale de quinze ans; dans le second, le droit d'acquérir les actions expire après 90 mois.

... Mais quelles valeur et durée doit-on attribuer à de tels droits?

Toutes les approches précitées ont en commun de permettre à l'émetteur inscrit à la TSX de conserver la possibilité de tirer pleinement avantage de son investissement au moment de la légalisation du cannabis au niveau fédéral aux États-Unis. L'horizon temporel incertain ajoute un élément intéressant à l'étude d'un projet de restructuration. En effet, tant l'émetteur inscrit à la TSX que l'entreprise dont celui-ci détient des actions doivent prendre en considération certaines questions clés, dont les suivantes :

- **Dans quel délai l'investisseur devrait-il pouvoir réaliser son investissement?** Du point de vue de l'émetteur inscrit à la TSX, l'idéal serait de préserver son investissement conditionnel tant que le cannabis n'a pas été légalisé au niveau fédéral aux États-Unis. L'émetteur inscrit à la TSX doit toutefois prendre en considération le fait que ses propres actionnaires visent la création de valeur et donc évaluer avec soin pendant combien de temps il est disposé à conserver un placement non participant. De son côté, l'entreprise qui accorde le droit d'investissement éventuel doit tenir compte de l'incidence d'une offre excédentaire potentiellement indéfinie, y compris l'incidence, le cas échéant, de cette offre excédentaire sur sa capacité d'obtenir du financement supplémentaire ou d'apporter des changements à sa structure du capital.

- **Quel est le prix approprié auquel l'investisseur devrait pouvoir investir?** Compte tenu du fait que la structure novatrice de l'investissement indirect dans le secteur américain du cannabis est motivée par des forces indépendantes de la volonté de l'émetteur inscrit à la TSX, on pourrait avancer que le prix de son investissement devrait correspondre à l'évaluation de l'entreprise au moment où le droit d'investissement éventuel est structuré. Par ailleurs, on pourrait aussi soutenir que plus l'horizon temporel de l'investissement est lointain, plus il est possible que ce prix permette à l'émetteur inscrit à la TSX de tirer profit de la croissance enregistrée au cours de la période écoulée, à laquelle il aura sans doute peu contribué.
- **La structure risque-t-elle de constituer une « pilule empoisonnée » faisant obstacle aux possibilités de fusions ou d'acquisitions?** En ce qui concerne les entreprises visées par un droit d'investissement éventuel qui sont elles-mêmes cotées en bourse, en particulier dans un secteur naissant qui connaît un essor rapide comme celui du cannabis, une partie de l'attrait pour les investisseurs réside probablement dans la possibilité de se retirer de l'investissement à l'occasion d'une opération de changement de contrôle tout en bénéficiant d'une prime importante. À cet égard, il importerait d'envisager des mesures de précaution appropriées pour que les offres d'achat présentées de bonne foi par des tiers ne soient pas compromises par une offre excédentaire éventuelle causée par une participation en actions conditionnelle importante.
- **La structure a-t-elle d'autres conséquences non intentionnelles?** Toute structure nouvelle peut créer un certain nombre de problèmes comptables, fiscaux ou autres qu'il importe d'examiner attentivement, en particulier lorsque l'investissement vise des entités exerçant des activités des deux côtés de la frontière. En ce qui concerne la structure du capital, il est possible que d'autres actionnaires de l'entreprise visée par l'investissement subissent à terme une dilution (par exemple, si le droit d'investissement éventuel prend la forme de bons de souscription ou d'un autre type d'option d'achat) ou voient leurs droits de vote et leur participation augmenter proportionnellement (par exemple, lorsque des actions participantes sont converties en actions non participantes). Dans tous les cas, la dynamique entre les actionnaires restants pourrait être considérablement modifiée selon la répartition des droits de vote et des participations à la suite de la restructuration.

Dans notre viseur

Il se peut fort bien que la plupart des émetteurs aient déjà réglé les problèmes de conformité aux règles d'inscription de la TSX, étant donné les conséquences du non-respect de ces règles et le temps écoulé depuis la publication de l'avis. Toutefois, nous continuons de voir apparaître des structures nouvelles pour encadrer l'accès éventuel au marché américain. Dans un secteur émergent caractérisé par une incertitude juridique persistante, on peut s'attendre à ce que des problèmes similaires de conformité aux règles régissant les marchés des capitaux se posent à l'avenir et obligent les sociétés de ce secteur à relever de nouveaux défis de structure. Par conséquent, les émetteurs et les investisseurs auraient tout intérêt à procéder à une évaluation appropriée de leurs risques connexes afin de pouvoir prendre des décisions éclairées. Même si l'appétit pour le risque des entreprises investissant dans le secteur du cannabis, quelle que soit la structure du placement, demeure apparemment inépuisable et robuste, nous garderons un œil sur l'évolution de ces structures pour voir si elles résistent à l'épreuve du temps dans l'éventualité où l'incertitude politique se prolongerait aux États-Unis.

[1] Avis du personnel de la TSX 2017-0009.

Personnes-ressources : Robert S. Murphy, Olivier Désilets, Jeffrey Nadler et David Wilson

Les renseignements et commentaires fournis aux présentes sont de nature générale et ne se veulent pas des conseils ou des opinions applicables à des cas particuliers. Nous invitons le lecteur qui souhaite obtenir des précisions sur l'application de la loi à des situations particulières à s'adresser à un conseiller professionnel.

© 2025 DAVIES WARD PHILLIPS & VINEBERG S.E.N.C.R.L., s.r.l.