Financement d’acquisitions : Aperçu et contexte du marché en 2025

29 septembre 2026

Auteurs

Étienne Brassard

Associé, Avocat

Felix Chen

Étudiant

En 2025, le marché canadien des fusions et acquisitions est resté résilient malgré une plus grande incertitude économique. Les tensions commerciales avec les États-Unis ont contribué à un début d’année timide, mais l’activité a repris au cours du second semestre, à mesure que les acteurs du marché se sont adaptés au nouvel environnement, que les prix des matières premières se sont raffermis et que les taux d’intérêt ont baissé. Le Canada a également suivi la tendance mondiale vers des opérations de plus grande envergure : alors que le nombre d’opérations a reculé, passant de 3 411 en 2024 à 3 294 en 2025, la valeur totale des opérations a augmenté, passant de 264,16 milliards de dollars américains à 398,36 milliards de dollars américains en 2025. Les opérations sur le marché intermédiaire (d’une valeur inférieure à 250 millions de dollars canadiens) ont continué de représenter la plus grande part des opérations de fusions et acquisitions au Canada en nombre d’opérations, représentant 86 % des opérations, contre 88 % en 2024.

Les niveaux d’endettement pour les nouveaux financements d’acquisitions sont restés globalement stables par rapport aux années précédentes.

L’incertitude liée aux droits de douane a affecté le flux des opérations transfrontalières en 2025. L’activité d’acquisition a ralenti au premier trimestre, le risque tarifaire pesant sur la fixation des prix, la diligence raisonnable et l’exécution, mais elle s’est améliorée au deuxième trimestre, les acquéreurs s’étant davantage habitués à évaluer et à répartir ce risque. Les tensions commerciales ont également incité les investisseurs canadiens à se diversifier dans des actifs américains et à s’implanter aux États-Unis afin d’atténuer leur exposition aux droits de douane, ce qui a contribué à une augmentation du flux d’opérations à l’étranger au cours de l’année.

Par secteur, l’énergie, les services publics et l’exploitation minière ont été les secteurs les plus actifs, chacun enregistrant une augmentation de la valeur des opérations. Cette croissance a été soutenue en partie par la demande en infrastructures et en énergie liée à la forte progression des

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

investissements dans l'intelligence artificielle. Le secteur de la gestion de patrimoine a également enregistré une année record en matière de fusions et d'acquisitions, stimulée en partie par la relève au sein des entreprises familiales et le transfert intergénérationnel de patrimoine qui en a résulté.

Évolution de la législation et de la réglementation

Modification visant à réduire le taux d'intérêt criminel

À compter du 1er janvier 2025, le *Code criminel* a été modifié afin de remplacer l'ancien seuil du taux d'intérêt criminel, à savoir un taux annuel effectif supérieur à 60 %, par un taux annuel en pourcentage supérieur à 35 %. Étant donné que le taux annuel effectif tient compte de la capitalisation et que le taux annuel en pourcentage ne le fait pas, les modifications ont également changé la méthode de calcul applicable. Le champ d'application de l'infraction a en outre été élargi pour inclure le fait d'offrir un crédit à un taux criminel ou d'en faire la publicité.

Ces changements ne devraient pas avoir d'incidence importante sur la plupart des financements d'acquisition, car la réglementation prévoit une dispense pour les prêts commerciaux lorsque :

(i) l'emprunteur n'est pas une personne physique;
(ii) le crédit est accordé à des fins d'affaires ou commerciales; et
(iii) le montant du crédit accordé dépasse 500 000 $ CA.

Les prêts commerciaux d'un montant compris entre 10 000 $ CA et 500 000 $ CA qui remplissent les deux premières conditions restent assujettis à un taux annuel en pourcentage maximal de 48 %. Par conséquent, les prêts commerciaux de moindre montant et certaines facilités de crédit subordonnées de faible valeur pourraient nécessiter un examen plus approfondi.

Modifications apportées à la *Loi sur Investissement Canada* et à la *Loi sur la concurrence*

Les récentes modifications apportées à la *Loi sur Investissement Canada* (LIC) et à la *Loi sur la concurrence* ont renforcé le contrôle réglementaire des opérations et, par conséquent, accru le risque lié à la clôture des opérations ainsi que l'incertitude.

Les modifications apportées à la LIC et à ses règlements ont élargi le champ d'application des examens pour des raisons de sécurité nationale visant des investissements réalisés par des investisseurs étrangers. Un examen pour des raisons de sécurité nationale peut être effectué lorsqu'un investissement réalisé par un non-Canadien est susceptible de porter atteinte à la sécurité nationale du Canada. À l'issue de l'examen, l'opération peut être autorisée, autorisée sous certaines conditions ou bloquée.

Les modifications élargissent également les pouvoirs des autorités au cours du processus d'examen. Ces pouvoirs comprennent la prolongation de la période d'examen et l'imposition de conditions provisoires, telles que des restrictions concernant l'accès aux actifs ou à la propriété intellectuelle, ou leur transfert. En outre, la sécurité économique a été expressément reconnue comme un facteur à prendre en compte dans l'analyse de la sécurité nationale. L'analyse peut donc permettre d'examiner si les liens d'une entreprise canadienne avec l'économie d'un État étranger la rendent vulnérable à une influence exercée par cet État.

Compte tenu de la nature hautement discrétionnaire du processus de sécurité nationale prévu par la LIC et du fait que les examens peuvent prendre des mois, ces changements accentuent l'incertitude entourant la clôture des opérations, notamment en ce qui concerne le calendrier et la capacité, en définitive, de mener l'opération à terme.

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

En vertu de la *Loi sur la concurrence*, le Bureau de la concurrence peut examiner les fusions et saisir le Tribunal de la concurrence lorsqu'il estime qu'une fusion est susceptible d'empêcher ou de réduire considérablement la concurrence au Canada.

Certaines modifications ont introduit une présomption réfutable selon laquelle une fusion empêche ou restreint sensiblement la concurrence lorsque son indice Herfindahl-Hirschman (IHH), qui mesure la concentration du marché, augmente de plus de 100 à la suite de la fusion et que soit (i) l'IHH post-fusion dépasse 1 800, soit (ii) la part de marché cumulée des parties dépasse 30 %. Bien que cette présomption puisse être réfutée par des preuves suffisantes démontrant que la fusion n'est pas susceptible d'empêcher ou de restreindre sensiblement la concurrence, ce changement crée un environnement plus contraignant que le cadre précédent, dans lequel les preuves relatives aux parts de marché et à la concentration ne donnaient pas lieu à la même présomption légale. La complexité accrue du processus d'examen des fusions a également contribué à allonger les délais d'examen du Bureau de la concurrence.

Prises ensemble, ces modifications augmentent la probabilité que les opérations fassent l'objet d'un examen réglementaire plus approfondi et plus long. L'obtention de l'approbation des autorités réglementaires ou la résolution de l'examen par d'autres moyens peut prendre des mois, ce qui peut retarder les clôtures et accroître le risque qu'une opération ne soit pas menée à bien. Du point de vue du financement des acquisitions, des examens réglementaires prolongés peuvent allonger le délai entre la signature et la clôture et exiger que les engagements de financement restent disponibles pendant des périodes plus longues. Les dates d'échéance des engagements, les mécanismes de prolongation et l'alignement des engagements de financement sur les dates butoirs de l'opération nécessitent donc une attention particulière.

Dette bancaire

La dette bancaire a traditionnellement constitué, et continue de constituer, la principale source de financement des acquisitions au Canada, ce qui reflète la position dominante des « six grandes » banques canadiennes (les six plus grandes banques du pays). Bien qu'elles restent relativement prudentes dans leurs critères d'octroi de crédit, leur vaste réseau de relations et leur accès précoce à des occasions de financement continuent de les placer à l'avant-plan du marché du crédit[1] .

Les banques accordent généralement des facilités de crédit garanties de premier rang, qui constituent la majeure partie du financement par emprunt nécessaire à une acquisition. Sous réserve de la structure de l'opération, du droit applicable et des principes convenus en matière de garantie, l'ensemble des garanties couvre généralement la totalité ou la quasi-totalité des actifs de l'emprunteur et des garants et peut inclure une garantie sur les actions de la société cible. Les garanties et les sûretés au niveau de la société cible peuvent être mises en place au moment de la clôture ou après celle-ci.

Prêt direct

Le prêt direct, dans le cadre duquel un prêteur privé non bancaire accorde un prêt directement à un emprunteur, a gagné en popularité au Canada et s'est de plus en plus imposé depuis la crise financière mondiale de 2008. Le renforcement de la réglementation bancaire à la suite de la crise a resserré les conditions d'octroi de banques pour certains emprunteurs et certaines opérations, ce qui a créé des lacunes sur le marché[2]. Parallèlement, les coûts de mise en conformité ont augmenté pour les banques. Les prêteurs privés ne sont généralement pas assujettis aux mêmes exigences en matière de fonds propres et de liquidité que les banques, ce qui leur a permis de prendre de l'ampleur pour répondre à une demande croissante[3].

Les conditions du marché à partir de 2022 ont encore favorisé l'activité de crédit privé. Les hausses

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

de taux d'intérêt mises en œuvre en réponse à l'inflation élevée consécutive à la pandémie de COVID-19 et à l'invasion de l'Ukraine par la Russie ont accru les rendements de nombreux prêts privés, compte tenu de leur structure à taux variable. La hausse des taux a également resserré l'offre de crédit bancaire et, par conséquent, permis au crédit privé de prendre de l'ampleur pour combler ce vide accru. Dans ces conditions de marché, les prêteurs privés disposant de capitaux engagés à plus long terme ont souvent pu continuer à déployer des fonds, bien que les structures de financement varient d'un prêteur à l'autre[4].

En 2025, l'incertitude économique au Canada a favorisé une nouvelle croissance du crédit privé. Dans un contexte de marché volatil, les emprunteurs ont particulièrement apprécié la capacité du crédit privé à offrir rapidité, flexibilité structurelle et certitude d'exécution, et se sont souvent montrés disposés à payer une prime pour bénéficier de ces atouts. Parallèlement, les sociétés de capital-investissement ont entamé l'année 2025 avec des niveaux importants de « dry powder » (capital engagé mais non déployé), ce qui a soutenu les opérations d'acquisition menées par des promoteurs.

L'évolution de la réglementation pourrait renforcer encore le rôle du crédit direct dans les opérations impliquant des délais de clôture prolongés. À mesure que les modifications apportées aux régimes de droit des investissements étrangers et de la concurrence entreront en vigueur, davantage d'opérations pourraient être assujetties à un examen gouvernemental, et les délais d'examen pourraient s'allonger pour les opérations concernées. Lorsque l'examen gouvernemental prolonge le délai entre la signature et la clôture, les parties peuvent avoir besoin d'un financement engagé qui reste disponible pendant cette période. La capacité des prêteurs directs à offrir des périodes d'engagement et des conditions d'exécution flexibles peut donc s'avérer intéressante dans les opérations concernées.

Bien que l'octroi de prêts directs puisse constituer la seule source de financement d'une acquisition, il est couramment utilisé pour combler l'écart entre les besoins de financement de l'emprunteur et les montants que les banques sont disposées à fournir. Dans une telle structure hybride de financement par emprunt, les banques peuvent fournir la dette de premier rang, tandis que le crédit privé peut fournir la dette de rang inférieur ou un financement mezzanine.

Le financement « unitranche », dans lequel la dette de premier rang et la dette subordonnée sont regroupées en une seule ligne de crédit assortie d'un taux d'intérêt unique et d'un ensemble unique de clauses restrictives, a également gagné en popularité sur le marché canadien en 2025. Une telle structure peut réduire la nécessité pour l'emprunteur de négocier avec plusieurs groupes de prêteurs, facilitant ainsi une exécution plus rapide, un avantage particulièrement précieux dans des conditions de marché volatiles.

Malgré les avancées importantes du crédit privé au cours des dernières années, le crédit privé demeure plus restreint et moins développé au Canada qu'aux États-Unis ou en Europe, et sa croissance y a été plus modeste. Les « six grandes » banques canadiennes continuent de dominer le marché du crédit. De plus, certains des facteurs qui ont stimulé le développement du crédit privé aux États-Unis et en Europe — notamment le repli des banques en réponse à des contraintes réglementaires prudentielles — ne se sont pas matérialisés dans la même mesure au Canada. À court terme, le crédit privé devrait donc rester principalement complémentaire à la dette bancaire, même s'il peut entrer en concurrence directe avec les banques dans certaines opérations.

La croissance mondiale du crédit privé a attiré une attention accrue de la part des décideurs politiques canadiens, qui ont relevé des vulnérabilités potentielles, notamment une transparence limitée et des liens étroits avec le secteur bancaire. Dans le même temps, ils ont reconnu le rôle du crédit privé dans le comblement des déficits de financement et le soutien aux nouveaux investissements[5].

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

À mesure que le crédit privé continue d'évoluer au Canada, il conviendra de surveiller ses implications pour le financement des acquisitions.

Structuration des opérations

Au cours d'une année marquée par la volatilité, le décalage entre les attentes des acheteurs et des vendeurs en matière d'évaluation a conduit les parties à adopter des structures de prix d'achat plus souples. De nombreuses acquisitions ont intégré des mécanismes de prix d'achat qui ont réduit le montant des liquidités à verser à la clôture et, par conséquent, le montant du financement externe immédiat requis, bien que certains de ces mécanismes puissent créer des obligations de paiement futures. Les mécanismes suivants ont été utilisés en 2025 pour combler l'écart d'évaluation et réaliser les opérations.

Financement par le vendeur

Le financement par le vendeur a continué de gagner du terrain en 2025, après plusieurs années d'utilisation croissante. Le financement par le vendeur est un accord en vertu duquel le vendeur accepte de reporter une partie du prix d'achat à une date ultérieure, généralement avec des intérêts – devenant ainsi, de fait, un prêteur pour l'acheteur.

La croissance du financement par le vendeur tient compte, entre autres facteurs, d'une approche plus prudente des banques en matière d'octroi de crédit et de la prévalence croissante de promoteurs indépendants et de fonds de recherche, qui peuvent rechercher des instruments de financement plus flexibles. Au-delà de l'apport de fonds, le financement par le vendeur peut maintenir ce dernier financièrement exposé au succès de l'entreprise, alignant ainsi ses intérêts sur ceux de l'acquéreur.

Clauses d'indexation sur les résultats

Les clauses d'indexation sur les résultats sont des dispositions contractuelles incluses dans les opérations de fusion-acquisition qui reportent une partie du prix d'achat et subordonnent le paiement à la réalisation de certains objectifs de performance postérieurs à la clôture. Ce mécanisme est utilisé pour réduire le risque pour l'acheteur de payer un prix trop élevé si la société cible n'atteint pas les performances escomptées. Toutefois, le recours aux clauses d'indexation sur les résultats demeure sélectif, en particulier dans les opérations où la performance peut être mesurée à l'aide d'indicateurs clairement définis et moins susceptibles d'être manipulés après la clôture; les objectifs basés sur le BAIIA restent parmi les plus courants.

En 2025, les clauses d'indexation sur les résultats ont également été utilisées pour faire face aux risques accrus liés aux entreprises potentiellement exposées à des droits de douane. En liant une partie du prix d'achat à la performance future d'une entreprise, l'acquéreur partage une partie de ce risque avec le vendeur. Si la politique commerciale venait à affecter négativement la société acquise, les objectifs de performance convenus pourraient devenir plus difficiles à atteindre et le prix d'achat pourrait être revu à la baisse. En 2025, les clauses d'indexation sur les résultats ont été fréquemment envisagées dans le cadre d'opérations transfrontalières entre le Canada et les États-Unis impliquant des entreprises fortement exposées aux droits de douane.

Les clauses d'indexation sur les résultats peuvent toutefois engendrer une complexité importante après la clôture. Le recours accru à ces clauses au cours de ces dernières années a également entraîné une multiplication des litiges et des contentieux. Les versements peuvent se révéler inférieurs aux attentes des vendeurs, tandis que les litiges concernant les performances postérieures à la clôture et le calcul de la contrepartie conditionnelle peuvent engendrer des coûts substantiels et

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

une grande incertitude pour les deux parties.

Les « roulements »

Les « roulements » consistent pour le vendeur à recevoir une partie du prix d'achat sous forme de participation dans le capital de l'entité postérieure à la clôture ou de l'acquéreur, au lieu de recevoir l'intégralité du paiement en espèces. Le vendeur reçoit ainsi généralement une combinaison d'espèces et d'actions.

Les roulements ont continué d'être utilisés en 2025, en particulier dans les opérations transfrontalières où ils peuvent contribuer à combler les écarts d'évaluation. Si de nombreux roulements impliquent les équipes de direction, ils peuvent également concerner d'autres actionnaires afin de favoriser la continuité et l'alignement après la clôture. En réduisant la contrepartie en espèces payable à la clôture, les roulements peuvent également diminuer le montant du financement externe nécessaire.

Perspectives

L'incertitude tarifaire qui a pesé sur le marché canadien des fusions et acquisitions en 2025 s'est maintenue en 2026, mais les acteurs du marché se sont de plus en plus habitués à évaluer et à répartir ce risque.

À court terme, les politiques publiques seront probablement un moteur de l'activité de fusions-acquisitions. Celle-ci pourrait donc s'intensifier dans les secteurs alignés sur les priorités du gouvernement, notamment dans la défense et l'énergie.

Alors que l'incertitude persiste et que les ressources disponibles des fonds de capital-investissement restent substantielles, le crédit direct devrait continuer à se développer et à combler les déficits de financement. Parallèlement, le crédit privé fait l'objet d'une surveillance réglementaire et politique accrue, ce qui pourrait affecter le rythme et la forme de sa croissance continue. Son interaction avec le secteur bancaire canadien restera une évolution importante à suivre.

---

1. Les arguments en faveur du crédit privé canadien : Une occasion différenciée pour les investisseurs institutionnels
2. CAASA-Private-Credit-in-the-2020s-FINAL.pdf (en anglais seulement)
3. Le point sur l'intermédiation financière non bancaire au Canada – Banque du Canada
4. globalriskinstitute.org/mp-files/pdf-the-rise-of-private-credit-fueling-growth-or-brewing-risk.pdf/ (en anglais seulement)
5. La croissance rapide du crédit privé a engendré des vulnérabilités – Banque du Canada; Nouveaux acteurs, mêmes risques : la stabilité financière dans un contexte en mutation – Banque du Canada

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.