



Gouvernement  
du Canada

Government  
of Canada

# Les émissions initiales au Canada: résultats d'une étude préliminaire



**Rapport rédigé pour**  
**Direction générale de la politique de la petite entreprise**  
**Industrie Canada**  
**Cécile Carpentier**  
**Maher Kooli**  
**Jean-Marc Suret**  
**CIRANO et Université Laval**  
**Avril 2003**

Canada 

Pour obtenir des exemplaires supplémentaires de cette publication, s'adresser aux :

Éditions et Services de dépôt  
Travaux publics et Services gouvernementaux Canada  
Ottawa (Ontario) K1A 0S5

Tél. (sans frais) : 1 800 635-7943 (au Canada et aux États-Unis)  
Tél. (appels locaux) : (613) 941-5995  
ATS : 1 800 465-7735  
Télééc. (sans frais) : 1 800 565-7757 (au Canada et aux États-Unis)  
Télééc. (envois locaux) : (613) 954-5779  
Courriel : [publications@tpsgc.gc.ca](mailto:publications@tpsgc.gc.ca)

On peut obtenir cette publication sur supports accessibles, sur demande. Communiquer avec la :

Section du multimédia et de l'édition  
Direction générale des communications et du marketing  
Industrie Canada  
Bureau 252D, tour Ouest  
235, rue Queen  
Ottawa (Ontario) K1A 0H5

Tél. : (613) 948-1554  
Télééc. : (613) 947-7155  
Courriel : [production.multimedia@ic.gc.ca](mailto:production.multimedia@ic.gc.ca)

Cette publication est également offerte par voie électronique sur le Web  
(<http://strategis.ic.gc.ca/epic/internet/insbrp-rppe.nsf/fr/rd01419f.html>).

#### **Autorisation de reproduction**

À moins d'indication contraire, l'information contenue dans cette publication peut être reproduite, en tout ou en partie et par quelque moyen que ce soit, sans frais et sans autre permission d'Industrie Canada, pourvu qu'une diligence raisonnable soit exercée afin d'assurer l'exactitude de l'information reproduite, qu'Industrie Canada soit mentionné comme organisme source et que la reproduction ne soit présentée ni comme une version officielle ni comme une copie ayant été faite en collaboration avec Industrie Canada ou avec son consentement.

Pour obtenir l'autorisation de reproduire l'information contenue dans cette publication à des fins commerciales, faire parvenir un courriel à [copyright.droitdauteur@tpsgc.gc.ca](mailto:copyright.droitdauteur@tpsgc.gc.ca).

N.B. Dans cette publication, la forme masculine désigne tant les femmes que les hommes.

N° de catalogue lu188-18/2006F-PDF  
ISBN 0-662-71676-0  
53234F

Also available in English under the title *Initial Public Offerings: Status, Flaws and Dysfunctions*.

---

## SOMMAIRE

L'accès au financement public est un élément clé du développement et de la croissance des entreprises. Cette étape permet en effet à l'entreprise de bénéficier d'une source permanente de capital et de réduire le coût de ses fonds propres. Ces éléments sont particulièrement importants dans le contexte de l'économie du savoir, où le caractère intangible des éléments principaux d'actif limitent le recours au financement par emprunt. Le développement d'un mode de sortie pour les investisseurs en capital de risque et celui d'un marché boursier dynamique sont d'autres arguments qui plaident en faveur de la stimulation des émissions initiales. Le marché des émissions initiales est donc essentiel autant pour les entreprises assez matures pour l'utiliser, mais également pour les entreprises plus jeunes puisqu'il contribue à améliorer les conditions de financement des étapes antérieures de financement. Depuis deux décennies, diverses initiatives ont donc été prises par les pouvoirs publics et les organismes d'auto-réglementation pour faciliter le financement public de nouvelles entreprises au Canada. Le Régime d'épargne actions du Québec, la stimulation de l'offre de capital de risque, le relâchement progressif des normes minimales d'entrée en Bourse, le programme des Sociétés de capital de démarrage (SCD) sont autant d'exemples de cette volonté de faciliter le financement boursier des entreprises en croissance.

En dépit de l'importance de ce mode de financement pour les entreprises et des efforts consentis pour le développer, il n'existe toutefois que peu d'études récentes des diverses formes d'accès au financement public au Canada et les travaux se limitent aux émissions suivies d'inscriptions à la Bourse de Toronto. Il est donc difficile d'évaluer les résultats des diverses initiatives et d'orienter les politiques publiques en ce domaine. Afin de combler partiellement cette lacune, la présente étude propose une image complète des émissions initiales effectuées au Canada de 1991 à 2000, par des entreprises opérantes ou des SCD. Nous avons repéré et analysé 1891 émissions. Le comportement des titres émis, à court et moyen terme, ainsi que les coûts des émissions sont évalués, pour les émissions traditionnelles. Nous effectuons une comparaison avec l'activité qui prévaut en ce domaine aux États-Unis, et tentons d'établir le lien entre le capital de risque et les émissions initiales.

Dans la première partie de l'étude, nous montrons que les émissions initiales sont proportionnellement moins nombreuses au Canada qu'aux États-Unis et que les montants prélevés y sont sensiblement inférieurs, après normalisation par le PIB. Le Canada est un marché de très petites émissions. L'incorporation des émissions issues de privatisations et de démutualisations peut toutefois occulter partiellement ce phénomène, puisque ces émissions correspondent à une proportion importante du produit brut total prélevé dans les années 90. Les émissions effectuées par des filiales d'entreprises déjà inscrites ont également représenté des sommes importantes, ce qui réduit encore l'activité mesurable d'émissions effectuées par des entreprises totalement nouvelles. Paradoxalement, les entreprises de plus grande taille ne semblent pas recourir fréquemment au marché des émissions initiales.

---

Le déficit des émissions initiales, par rapport à la situation américaine, est encore plus prononcé dans le domaine des technologies. Il est d'autant plus important que les principales émissions technologiques canadiennes sont le fait de filiales (Bell, AT&T) et non de nouvelles entreprises.

Nous analysons ensuite plusieurs possibilités d'explications du déficit des émissions initiales canadiennes, dont les coûts élevés, la performance à moyen terme et la réglementation.

La deuxième partie de l'étude est consacrée aux coûts directs et indirects des émissions, incluant la sous-évaluation initiale. À taille égale, les coûts directs d'émission au Canada sont inférieurs à ceux qui prévalent aux États-Unis. Le coût des émissions initiales semble cependant être très élevé pour les petites entreprises, ce qui peut influencer de façon significative leur compétitivité.

La performance des émissions initiales au Canada est décevante. Elle ne se distingue pas en cela des émissions effectuées sur les autres marchés développés. Toutefois, le rendement à moyen terme des émissions de petite taille est de l'ordre de -50 % au cours des 5 années qui suivent l'émission et le taux de survie à 5 ans est de l'ordre de 60 %, pour les émissions du début de la décennie. Il nous semble vraisemblable d'associer la piètre performance des PAPE au Canada au fait qu'ils sont proposés par les entreprises de petite taille dont l'historique est souvent très court. Ces entreprises n'ont pas été en mesure de développer et de consolider un avantage concurrentiel qui est l'élément de base de la création de richesse et de progression de la valeur. Dans de nombreux cas, la taille de ces émissions est insuffisante pour assurer un marché suffisamment liquide et une couverture adéquate de la part des analystes financiers.

Nous abordons, dans la dernière partie, les implications de ces observations en termes d'actions gouvernementales et de réglementation des marchés. Il semble exister plusieurs problèmes importants dans le fonctionnement du marché des émissions initiales. Le principal nous semble être le faible taux de survie et de développement des petites entreprises qui procèdent à un premier appel public. Nous estimons que 5,9 % des émissions de petite taille permettent, dans les 5 à 10 ans, de créer une entreprise qui puisse prétendre au statut de grande entreprise. La politique qui consiste à stimuler l'entrée en Bourse des entreprises de petite taille devrait être réévaluée. L'accent devrait être mis sur les mécanismes qui permettraient de repousser le moment du PAPE jusqu'à ce que l'entreprise ait des chances raisonnables de survie. Le développement d'une offre de capital préalable à l'émission devrait être privilégiée.

Les arguments en faveur d'un allègement réglementaire des émissions de petite taille doivent être étudiés également à la lumière de ces résultats. Les taux de succès des émissions initiales sont semblables à ceux du capital de risque. Toutefois, cette forme de financement est gérée par des spécialistes. Ce n'est pas le cas des émissions initiales, qui sont achetées par des investisseurs institutionnels mais aussi individuels. L'allègement de l'encadrement des émissions initiales ne semble donc pas justifiable. Enfin, les émissions initiales de petite taille, ont vraisemblablement un effet négatif sur le marché. Elles ont des performances médiocres et nuisent à sa liquidité.

Les émissions initiales restent cependant peu nombreuses par rapport à celles des États-Unis, ce qui peut sembler paradoxal en raison des efforts consentis par les différents gouvernements pour augmenter l'offre de capital de risque. Il est possible que le morcellement de cette offre soit l'un des facteurs qui expliquent la rareté relative des PAPE impliquant des sociétés de capital de risque. Le rôle des gouvernements dans l'offre de capital de risque doit être revu.

# TABLE DES MATIÈRES

<b>SOMMAIRE</b> .....	<b>I</b>
<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>1</b>
<b>1. VUE D'ENSEMBLE ET COMPARAISONS</b> .....	<b>3</b>
1.1 INTRODUCTION .....	3
1.1.1 <i>Les problèmes de mesure et de définition</i> .....	3
1.1.2 <i>Les études canadiennes des émissions initiales</i> .....	8
1.1.3 <i>Un sommaire des principales études effectuées dans le monde</i> .....	9
1.2 UN PANORAMA DES ÉMISSIONS CANADIENNES.....	11
1.2.1 <i>Une vue d'ensemble par catégorie d'émissions</i> .....	11
1.2.2 <i>Les principales caractéristiques</i> .....	13
1.2.3 <i>Les périodes d'émission intense</i> .....	17
1.2.4 <i>Création et disparition des entreprises canadiennes</i> .....	19
1.2.5 <i>Les émissions des secteurs technologiques</i> .....	19
1.3 LES ÉMISSIONS AU CANADA ET AUX ÉTATS-UNIS.....	20
1.3.1 <i>Les problèmes de mesure de l'activité américaine</i> .....	20
1.3.2 <i>Comparaisons globales</i> .....	21
1.3.3 <i>Les émissions technologiques</i> .....	21
1.4 CONCLUSION .....	24
<b>2. LE COÛT DES ÉMISSIONS</b> .....	<b>25</b>
2.1 UNE VUE D'ENSEMBLE ET LES ÉTUDES ANTÉRIEURES .....	25
2.2 LES COÛTS DIRECTS ET TANGIBLES .....	25
2.2.1 <i>Les composantes</i> .....	25
2.2.2 <i>Les problèmes de mesure</i> .....	26
2.2.3 <i>Analyse statistique des coûts directs</i> .....	26
2.2.4 <i>L'effet de la taille, du secteur et du courtier</i> .....	28
2.3 LA SOUS-ÉVALUATION INITIALE .....	28
2.3.1 <i>La mesure globale</i> .....	28
2.3.2 <i>L'effet de la taille et des autres caractéristiques</i> .....	30
2.4 CONCLUSION .....	32
<b>3. PERFORMANCE À MOYEN TERME</b> .....	<b>34</b>
3.1 SURVIE ET DÉVELOPPEMENT .....	34
3.2 LES PROBLÈMES DE MESURE .....	37
3.3 LA PERFORMANCE À MOYEN ET LONG TERME DES ÉMISSIONS.....	38
3.4 LES FACTEURS QUI EXPLIQUENT LE SUCCÈS DES ÉMISSIONS.....	40
3.4.1 <i>La taille</i> .....	40
3.4.2 <i>Les périodes d'émission</i> .....	40
3.4.3 <i>Le secteur des technologies</i> .....	40
3.5 LES EXPÉRIENCES ÉTRANGÈRES.....	41
3.6 CONCLUSION ET IMPLICATIONS EN TERMES DE POLITIQUE.....	43
<b>4. LES IMPLICATIONS EN TERMES DE RÉGLEMENTATION ET D'INTERVENTION</b> .....	<b>44</b>
4.1 L'ABAISSEMENT DES NORMES D'ENTRÉE EN BOURSE .....	44
4.1.1 <i>L'évolution</i> .....	44
4.1.2 <i>La performance des émissions et l'abaissement des normes</i> .....	45
4.1.3 <i>Le suivi par les analystes</i> .....	46
4.2 LE CAPITAL DE RISQUE ET LES ÉMISSIONS INITIALES.....	47
4.2.1 <i>Le paradoxe</i> .....	47
4.2.2 <i>Le financement pré-IPO</i> .....	49
4.2.3 <i>La fragmentation du capital de risque</i> .....	49
4.3 LES INSTITUTIONNELS.....	50
4.4 LE COURTAGE .....	50
4.5 CONCLUSION .....	53

---

## INTRODUCTION

L'accès au financement public est un élément clé du développement et de la croissance des entreprises. Cette étape permet en effet à l'entreprise de bénéficier d'une source permanente de capital, à laquelle elle pourra puiser pour financer son expansion. Par ailleurs, en éliminant le risque lié au manque de liquidité des titres, l'entreprise qui accède à ce type de financement réduit le coût de ses fonds propres. Ces éléments sont particulièrement importants dans le contexte de l'économie du savoir, où le caractère intangible des éléments principaux d'actif limitent le recours au financement par emprunt. Le développement d'un mode de sortie pour les investisseurs en capital de risque et celui d'un marché boursier dynamique sont d'autres arguments qui plaident en faveur de la stimulation des émissions initiales. Comme le souligne Riding (1998), un mécanisme efficace d'émissions initiales d'actions offre la perspective d'un profit intéressant pour les investisseurs des premiers jours et encourage ceux-ci à prendre des risques. Le marché des émissions initiales est donc essentiel autant pour les entreprises assez matures pour l'utiliser, mais également pour les entreprises plus jeunes puisqu'il contribue à améliorer les conditions de financement des étapes antérieures de financement. Depuis deux décennies, diverses initiatives ont donc été prises par les pouvoirs publics et les organismes d'auto-réglementation pour faciliter le financement public de nouvelles entreprises au Canada. Le Régime d'épargne actions du Québec, la stimulation de l'offre de capital de risque, le relâchement progressif des normes minimales d'entrée en Bourse, le programme des Sociétés de capital de démarrage (SCD)<sup>1</sup> sont autant d'exemples de cette volonté de faciliter le financement boursier des entreprises en croissance.

En dépit de l'importance de ce mode de financement pour les entreprises et des efforts consentis pour le développer, il n'existe toutefois que peu d'études récentes des diverses formes d'accès au financement public au Canada et les travaux se limitent aux émissions suivies d'inscriptions à la Bourse de Toronto. Il est donc difficile d'évaluer les résultats des diverses initiatives et d'orienter les politiques publiques en ce domaine. Afin de combler partiellement cette lacune, la présente étude propose une image complète des émissions initiales effectuées au Canada de 1991 à 2000, par des entreprises opérantes ou des SCD. Nous avons repéré et analysé 1891 émissions. Le comportement des titres émis, à court et moyen terme, ainsi que les coûts des émissions sont évalués, pour les émissions traditionnelles. Nous effectuons une comparaison avec l'activité qui prévaut en ce domaine aux États-Unis, et tentons d'établir le lien entre le capital de risque et les émissions initiales. Ce travail s'inscrit dans le cadre des priorités du Gouvernement fédéral qui considère qu'il doit « disposer d'analyses et de statistiques plus nombreuses et de meilleure qualité sur le financement des petites et moyennes entreprises, ce qui permettra de mieux connaître leurs besoins » afin de mieux développer le système financier canadien<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Initialement créées sous la dénomination de *Junior Capital Pools*, ces sociétés sont devenues des *Venture Capital Pools* puis des *Capital Pool Companies* lors de l'adoption du programme par le CDNX et sont maintenant autorisées au Québec sous le nom de Société de capital de démarrage (SCD). Nous les désignerons sous ce sigle, bien que les dispositions réglementaires qui encadrent les versions successives de ce programme aient évolué au fil des ans et des juridictions.

<sup>2</sup> Finance Canada : *La réforme du secteur des services financiers canadiens – Un cadre pour l'avenir*, 2001, <http://www.fin.gc.ca/finserv/docs/finserv4f.html>

---

Les principales dimensions, qui représentent autant de sections de l'ouvrage, sont les suivantes :

La vue d'ensemble et la stratification selon les diverses dimensions font l'objet de la première partie qui présente également une analyse comparée des émissions canadiennes et américaines, notamment dans le secteur des technologies et évoque les problèmes de mesure et de repérage.

La deuxième partie est consacrée aux coûts directs et indirects des émissions, incluant la sous-évaluation initiale. Ici encore, des données comparatives sont présentées.

La troisième partie est consacrée à l'analyse à moyen terme de la performance des émissions.

Finalement, nous abordons, dans la dernière partie, les implications de nos observations en termes d'actions gouvernementales et de réglementation des marchés puisque l'étude met en évidence des dysfonctions importantes du marché des émissions initiales des entreprises de petite taille, surtout dans le secteur des technologies. Sans faire l'objet d'une analyse approfondie, les émissions effectuées dans le cadre des programmes de SCD seront évoquées et répertoriées. Elles constituent en effet un univers très particulier, dont l'analyse est particulièrement difficile en raison du manque de données fiables.

---

## 1. VUE D'ENSEMBLE ET COMPARAISONS

### 1.1 Introduction

Avant d'étudier en profondeur les émissions initiales canadiennes (premiers appels publics à l'épargne ou PAPE), il faut définir plusieurs termes et aborder les problèmes de définition et de mesure. Plusieurs travaux ont été menés au cours des dernières années au Canada. Ils sont passés en revue avant que l'on aborde les principales conclusions des études américaines et internationales.

#### 1.1.1 Les problèmes de mesure et de définition

Un PAPE est l'opération par laquelle une entreprise lève des fonds en émettant des titres auprès des investisseurs pour s'inscrire ensuite en Bourse. Il s'agit du moyen le plus conventionnel pour passer du statut de société fermée à celui de société ouverte (ou publique). D'autres moyens existent cependant, tels que les prises de contrôles inversées ou les fusions avec une société déjà inscrite en Bourse, qui ne sont pas étudiées ici. Les émissions initiales sont des procédures complexes, qui subissent en cours de route différents ajustements pouvant toucher les montants, les prix et l'émission elle-même. Certaines sont ainsi retirées, mais subsistent dans les listes officielles. Les changements de noms et de statut sont très fréquents, notamment dans le cas des SCD et des émissions de petite taille. Les diverses sources rapportent donc fréquemment des données différentes, ce qui explique l'absence d'études exhaustives<sup>3</sup>. Pour réaliser la présente étude, les données ont été vérifiées systématiquement mais, dans plusieurs cas, il n'a pas été possible d'obtenir toute l'information relative aux émissions et à l'évolution des titres émis. Certaines analyses portent donc sur des sous-ensembles de l'échantillon de départ, ce qui induit des biais notamment pour la période qui a précédé la mise en place de SEDAR.

La présence des SCD ainsi que la taille très réduite de nombreuses émissions conventionnelles pose d'ailleurs de difficiles problèmes de comparaisons internationales. Aux États-Unis, la plupart des bases de données ne répertorient que les émissions qui sont effectuées à un prix de 5 \$. Cette césure résulte vraisemblablement de la réglementation américaine. Le *National Securities Market Improvement Act* (NSMIA) de 1996 différencie les *covered securities*, qui relèvent de la SEC. Il s'agit des émissions conventionnelles, qui conduisent à l'inscription des titres sur les marchés nationaux tels que le NYSE ou le NASDAQ. Les *Not covered securities* relèvent des États et sont encadrées par les règles 504 et 505 de la réglementation D ainsi que par le règlement 147 qui régit les émissions effectuées dans un seul État. Les émissions effectuées dans ce cadre peuvent toutefois porter sur des montants allant jusqu'à 20 millions \$ US. Les travaux américains sont donc basés sur les seules émissions couvertes par la SEC. Il est possible de repérer une grande partie des émissions qui s'effectuent aux États-Unis à des prix d'émission compris entre 1 et 5 \$. Nous avons mené cet exercice pour quelques années.

---

<sup>3</sup> Ce phénomène n'est pas spécifique au Canada. Les auteurs américains ont la plus grande difficulté à présenter des chiffres cohérents. Ainsi, le nombre d'émissions américaines diffère sensiblement dans Ritter (1998), Ritter (2003) et Ritter et Welch (2002). Pour l'année 1996 par exemple, l'article de 1998 rapporte 845 PAPE, celui de 2003 en annonce 666 (tableau 5) et celui de 2002 en montre 621 (tableau 1).



---

Il est pratiquement impossible de repérer les émissions américaines qui portent sur des titres dont la valeur est inférieure à 1 \$, qui sont effectuées sous réglementation des États, dans le cadre de programmes particuliers tel que le SCOR (*Small Capital Offering Regulation*). Or, plus de trois émissions canadiennes sur quatre se trouvent dans cette situation. Le marché canadien des émissions initiales se compare donc, dans une large mesure, à celui des émissions locales américaines et les comparaisons doivent prendre en considération cette situation.

Par ailleurs, même si elles sont répertoriées officiellement comme des PAPE, certaines émissions peuvent difficilement être considérées comme des émissions initiales d'actions au sens conventionnel du terme : elles découlent de la démutualisation ou de privatisation ou encore sont le fait de filiales de grandes entreprises créées pour la circonstance. Nous abordons également le cas des émissions étrangères au Canada et des émissions canadiennes à l'étranger. Enfin, nous présentons brièvement le programme de société de capital de démarrage, qui représente près de la moitié des émissions initiales sur les années récentes.

### **Qu'est-ce qu'un PAPE?**

La liste officielle des PAPE au Canada est publiée par le *Financial Post*<sup>4</sup>. Toutefois, cette liste rassemble des émissions d'organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM), de fiducies, de filiales, autant que de sociétés opérantes indépendantes. Des émissions faites à la suite de démutualisations ou lancées par des filiales de sociétés existantes sont également répertoriées. Enfin, ces émissions utilisent plusieurs véhicules de placement différents. Il convient donc de délimiter l'ensemble des PAPE qui méritent une analyse approfondie<sup>5</sup>.

Dans le cadre de cette étude, seront considérées comme PAPE les opérations qui conduisent directement à l'augmentation des capitaux propres d'une société opérante ou d'une SCD. Les émissions des OPCVM ne sont donc pas retenues, puisque les fonds amassés à cette occasion sont utilisés pour acquérir des titres déjà émis. Pour la même raison, nous omettons les émissions provenant de fiducies. Cette élimination a des effets importants sur les montants totaux répertoriés. À elles seules, les fiducies ont prélevé près de 20 milliards de \$ entre 1991 et 2000. Les fiducies immobilières (REITs) sont également omises, ainsi que quelques rares émissions de sociétés de capital de risque.

Nous avons conservé les émissions de filiales, qui représentent souvent des montants importants. Dans la mesure où la filiale est détenue majoritairement par une société déjà inscrite, l'émission n'est cependant pas initiale pour le groupe. C'est le cas, par exemple de Bell Canada International, détenue à 74 % par BCE, et responsable de l'une des plus importantes émissions de la période (466 millions de \$ en 1997). Ces opérations ont été conservées, car elles ne sont pas isolées dans les études menées dans d'autres pays. Il semble toutefois que ces émissions puissent avoir des comportements très différents de ceux des autres émissions.

---

<sup>4</sup> *Financial Post*, Toronto, *Record of New Issues*, 1991-2000.

<sup>5</sup> Il importe également de faire correspondre nos définitions avec celles qui sont couramment utilisées dans les études américaines, pour que les comparaisons soient possibles. Les éliminations proposées ici sont également appliquées par Ritter (1998).

---

Ainsi, alors que la quasi-totalité des travaux montrent que les émissions initiales ont une performance anormalement négative à moyen terme, Cusatis et al. (1993) mettent en évidence une évolution fortement positive dans le cas des émissions de filiales. Le rendement accumulé en excédent du marché, après trois ans, est de 33,6 % alors que pour l'ensemble des émissions, ce rendement est généralement fortement négatif. Il est possible que le poids relatif important des émissions de filiales au Canada biaise les résultats des analyses empiriques en réduisant la performance négative des titres émis lors des PAPE.

### **Les titres particuliers**

Plusieurs véhicules de placement sont utilisés lors d'un PAPE. Le plus commun est l'action ordinaire, mais divers autres types sont couramment employés et traités ici de la façon suivante :

- Les émissions d'actions à droit de vote restreint (*Restricted voting shares*) offrent un privilège de droit de vote restreint ou nul. Elles ont été assimilées aux émissions d'actions ordinaires, car elles ne diffèrent pas en termes de droit résiduel. Les émissions d'actions privilégiées (*Preferred shares*) confèrent aux détenteurs le droit de recevoir un dividende fixe avant versement des dividendes ordinaires et leurs détenteurs ont également droit à une partie de l'actif résiduel de l'entreprise si elle est dissoute. Les PAPE d'actions privilégiées sont très peu fréquentes et sont prise en compte ici, mais isolées dans la catégorie « autres ».
- Les actions accréditatives (*Flow-through shares*), émises par les sociétés d'exploration pétrolière, gazière et minière, permettent certaines déductions fiscales à l'égard de frais d'exploration et de mise en valeur admissibles pouvant être transférés de la société aux souscripteurs. Ces émissions sont regroupées dans la catégorie « autres » avec les unités et bons de souscriptions d'actions (*Units et Warrants*). Les bons inclus dans les unités confèrent au porteur le droit d'acquérir un nombre déterminé d'autres titres, à un prix déterminé, pour une période de temps déterminée. Les émissions de parts (ou d'unités) de sociétés en commandites (*Limited Partnership Units*) représentent une participation dans une société de personnes où un associé commandité gère la société et des associés commanditaires fournissent le capital d'investissement. La responsabilité des associés commanditaires est limitée à la valeur de leur placement initial, pourvu qu'ils ne participent pas à la gestion. Les sociétés en commandite investissent habituellement dans un secteur précis de l'industrie (comme le domaine immobilier ou le secteur du pétrole et du gaz) et procurent souvent des avantages fiscaux qui peuvent se transférer de la société aux associés commanditaires. Elles ne sont pas prises en compte dans les PAPE, et sont également omises des études américaines.
- Les émissions de parts (ou d'unités) de fiducie (*Trust Unit*) représentent une participation dans les éléments d'actifs nets et dans les bénéfices nets d'une fiducie. Ces fiducies sont établies pour investir dans des éléments d'actifs immobiliers (fiducies de placement immobilier), dans des redevances tirées de la production de pétrole ou de gaz (fiducies de redevances) ou dans le revenu tiré d'une ou de plusieurs entreprises (fiducies de revenu). Dans la mesure où le produit de ces émissions ne sert pas directement à augmenter le capital des sociétés, nous ne les considérons pas comme des PAPE. Il en est de même pour les placements effectués par des organismes de placement en valeurs mobilières. La

---

récapitulation du traitement réservé à ces différentes catégories de titres est présentée à l'annexe 1.

### Les démutualisations

La démutualisation est un processus par lequel les titulaires de contrats admissibles d'une société d'assurance à forme mutuelle, acquièrent la qualité d'actionnaire d'une société par actions ouverte<sup>6</sup>. En 1999 et en 2000, les cinq mutuelles d'assurance vie suivantes se sont démutualisées et apparaissent dans nos listes :

Nom	Date d'émission	Produit brut en \$
Canada Life Financial Corp.	04-11-99	523 250 000
Clarica Life insurance company	21-07-99	951 377 366
Industrial-Alliance Life Insurance Company	10-02-00	339 806 250
Manulife financial Corporation	30-09-99	1 566 381 088
Sun Life Financial Services of Canada	27-03-00	1 166 773 675

Nous avons isolé ces entreprises dans la présente analyse, car bien qu'apparaissant comme des premiers appels publics à l'épargne, il s'agit en fait d'un échange de parts de société mutuelle contre des actions sans apport net de capital. Les produits bruts des émissions effectuées lors des démutualisations sont très élevés, par rapport aux montants moyens des PAPE conventionnels, et il importe de les traiter correctement pour éviter les distorsions.

### Les privatisations

Ces émissions influencent également de façon importante les données, dans la mesure où elles sont de grande taille tout en ne correspondant pas à un nouvel apport de capital pour l'entreprise privatisée. La privatisation consiste en un transfert d'activités du secteur public fédéral, provincial ou municipal, au secteur privé. Les administrations publiques canadiennes ont commencé à privatiser leurs entreprises au milieu des années 80, et le gouvernement fédéral lance en 1995 son premier appel public à l'épargne pour privatiser les titres des chemins de fer nationaux. Selon Levac et Wooldridge (1997, p. 29)<sup>7</sup>, pour obtenir un prix de vente incorporant une prime de contrôle, donc plus élevé, la plupart des privatisations survenues au Canada ont pris la forme de ventes directes à des entreprises privées existantes, et non d'émissions publiques initiales. C'est la raison pour laquelle nous ne détectons que 5 émissions relevant de privatisations entre 1991 et 2000 pour un produit brut total de 4 690,01 millions \$. Il s'agit de :

Nom	Date d'émission	Produit brut en \$
Petro-Canada	1991-06-25	546 062 192
Cameco Corporation	1991-07-11	120 000 000
Nova Scotia Power Inc.	1992-07-29	851 346 660
CDN National Railway	1995-11-28	2 262 600 000
Manitoba Telecom Svc	1997-01-07	910 000 000

---

<sup>6</sup> <http://www.sunlife.com/slcorp/genericpage/>

<sup>7</sup> <http://www.bankofcanada.ca/publications/review/r973a.pdf>

---

Nous avons isolé ces privatisations dans la présente analyse, dans la mesure où l'apport net de capital pour l'entreprise est nul.

Les montants dont il sera question dans cette étude sous le terme de produit brut des émissions représentent le montant total prélevé lors de l'émission, quel que soit le pays de résidence de l'acquéreur. Les émissions effectuées totalement aux États-Unis par des entreprises canadiennes ne sont que repérées, alors que les émissions effectuées simultanément dans les deux pays sont incorporées dans l'échantillon. Les titres vendus au Canada lors d'émissions d'entreprises américaines sont également pris en considération.

### **Les émissions relevant du programme de Société de capital de démarrage**

De très nombreuses émissions initiales canadiennes relèvent du programme SCD dont les émissions sont très différentes d'un PAPE traditionnel. Le premier programme de SCD (alors *Junior Capital Pool*) est lancé en Alberta conjointement par la Commission des valeurs mobilières et la Bourse de l'Alberta en novembre 1986. En 1997, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique et la Bourse de Vancouver adoptent un programme similaire, le *Venture Capital Pool*. Le programme actuel du CDNX, mis en œuvre le 1<sup>er</sup> mars 2000, remplace les deux précédents suite à la fusion des Bourses de Vancouver et de l'Alberta en novembre 1999. Il est issu du travail conjoint des Commissions des valeurs mobilières de l'Alberta, du Saskatchewan, du Manitoba<sup>8</sup>, de la Colombie-Britannique et du CDNX<sup>9</sup>. Le programme a ensuite été adopté en Ontario et au Québec, subissant à chaque fois des modifications. Selon la politique 2-4 du CDNX<sup>10</sup>, l'objectif du programme de SCD est de fournir aux entreprises un instrument leur permettant d'obtenir du financement plus rapidement que via un PAPE traditionnel.

Ce programme permet la création d'une coquille (*Capital Pool*), cotée en Bourse, sans historique d'exploitation, sans autre actif que de l'encaisse, et dont le seul objectif est de repérer et d'acquérir de petites entreprises privées. Une fois réalisée cette transaction, dite opération admissible, la nouvelle entité peut être inscrite à la cote régulière. Les émissions SCD correspondent donc à l'entrée en Bourse de la coquille. Un certain nombre de contraintes entourent ces émissions, et notamment, pour la période étudiée :

- Les montants levés ne peuvent dépasser 500 000 \$ ni être inférieurs à 200 000 \$, et le prix minimum d'émission est de 0,15 \$<sup>11</sup>; les dirigeants et administrateurs apportent entre 100 000 et 500 000 \$ de capital de démarrage; le capital de démarrage additionné au montant provenant de l'IPO ne peut excéder 700 000 \$; les montants doivent être utilisés exclusivement pour repérer et conduire le processus permettant l'entrée en Bourse d'une opportunité d'affaires;

---

<sup>8</sup> La Bourse de Winnipeg a rejoint le CDNX en novembre 2000. Un programme similaire, le *Keystone Company program*, était précédemment en application.

[http://www.osc.gov.on.ca/en/Regulation/Rulemaking/Policies/pol\\_41-601\\_20020412\\_np.pdf](http://www.osc.gov.on.ca/en/Regulation/Rulemaking/Policies/pol_41-601_20020412_np.pdf)

<sup>9</sup> Une SCD peut être initiée par des résidents d'une autre province mais les actions de la SCD ne peuvent être initialement acquises que par les résidents de ces quatre provinces.

<sup>10</sup> <http://www.cdnx.com/listing/corpfinanceppmanual/defaultpolicies.htm>.

<sup>11</sup> Par rapport aux 2 anciens programmes, le *CDNX Capital Pool* a porté la taille maximale de l'émission de 300 000 \$ à 500 000 \$, le prix d'émission minimum de 0,10 \$ à 0,15 \$.

- 
- La coquille ne peut exercer aucune activité d'exploitation autre que l'identification et l'évaluation d'actifs ou d'entreprises dans le but de réaliser une transaction, et ne peut posséder d'éléments actifs autre que de l'encaisse;
  - Les administrateurs ont une expertise de gestion d'entreprises ouvertes, considérée comme le principal atout du *Capital Pool*.

Nous incluons les émissions relevant du programme de SCD dans la présente étude, mais en faisons une analyse distincte, en raison de leurs caractéristiques très particulières. Leur performance à moyen terme n'est pas étudiée, en raison des perturbations importantes qu'entraînent les opérations admissibles<sup>12</sup>.

### **1.1.2 Les études canadiennes des émissions initiales**

Les études canadiennes des émissions initiales sont relativement peu nombreuses et portent principalement sur le problème de la sous-évaluation initiale, qui est mis en évidence par Jog et Riding (1987), Suret et al. (1990), Jog et Srivastava (1994) et Jog (1997). Jog et Riding (1987) montrent que le rendement à court terme suivant l'inscription initiale d'un titre se situait à 11,5 % au cours de la période 1971-1983. Suret et al. (1990) calculent une sous-évaluation moyenne de 12 % pour 86 émissions initiales ontariennes réalisées durant la période 1979-1985, mais la sous-évaluation n'apparaît pas pour 63 émissions admissibles au Régime d'épargne actions du Québec (RÉAQ) de la même période, vraisemblablement en raison des avantages fiscaux attachés à ces émissions. Jog et Srivastava calculent une sous-évaluation moyenne de 5,67 % pour la période qui va de 1984 à 1992. Jog prolonge l'étude de Jog et Srivastava (1994) pour englober les émissions réalisées entre 1993 et 1994 et constate une sous-évaluation moyenne de 7,89 %. Il souligne que la sous-évaluation des émissions initiales au Canada semble diminuer. Entre 1971 et 1983, 62 % des émissions premières étaient sous-évaluées contre 47 % pour la période de 1984 à 1992. Enfin, Jog et Srivastava et Jog concluent que les décideurs canadiens n'ont pas à se préoccuper du phénomène de la sous-évaluation du prix des premières émissions ni de son impact éventuel sur la motivation des entreprises à offrir leurs actions au public. Ces études ne portent toutefois que sur les émissions inscrites à la Bourse de Toronto.

Falk et Thornton (1992) calculent une sous-évaluation initiale moyenne ajustée de 19 % pour les émissions initiales inscrites à la Bourse de Toronto de 1983 à 1988, de 25 % pour les émissions inscrites à la Bourse de Montréal et de 307 % pour les émissions inscrites à la Bourse de l'Alberta, qui incluaient plusieurs SCD. Il existe donc des différences nettes entre les émissions réalisées dans les diverses juridictions, qui justifient l'analyse plus large menée ici. Le rapport préparé par le Groupe SECOR Inc., pour le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien (SECOR 1998), ne met en évidence aucun problème lié au fonctionnement du marché des émissions initiales au Canada.

---

<sup>12</sup> Dans la mesure où les SCD n'ont aucune activité propre, il serait plus approprié de considérer comme PAPE l'émission réalisée lors de l'opération admissible.

---

Le rapport souligne cependant une lacune structurelle au plan des capitaux propres pour les montants inférieurs à un million de \$.<sup>13</sup> Toutefois, MacIntosh (1994) illustre les coûts importants des PAPE, notamment pour les petites émissions et présente quelques évidences à l'effet que les sociétés canadiennes recourent moins fréquemment que les américaines à l'émission initiale. Toutefois, les travaux cités portent essentiellement sur les années 70 et 80. Ici encore, une étude récente est requise.

### *1.1.3 Un sommaire des principales études effectuées dans le monde*

Une revue des innombrables études menées aux États-Unis sur les diverses dimensions des émissions initiales n'est pas envisageable ici et nous ne ferons que mettre en évidence les principaux résultats. Des synthèses ont déjà été effectuées notamment par Ritter (1998) et par Ritter et Welch (2002) pour ce qui est du marché américain et Jenkinson et Ljungqvist (2001) pour les autres marchés<sup>14</sup>. Les principaux résultats des travaux relatifs aux PAPE peuvent être structurés suivant quatre dimensions principales. La première est celle de l'activité d'émission et, en particulier, de son caractère cyclique. La seconde est celle des coûts des émissions et notamment de la sous-évaluation initiale qui en est une composante majeure. La seconde partie de la présente étude est consacrée à ce phénomène et les travaux antérieurs y sont passés en revue. La troisième traite de la performance à moyen terme et, plus récemment, de la survie des nouvelles émissions. Les travaux portant sur ce sujet sont mentionnés dans la troisième partie de notre étude. Enfin, un volet en émergence traite des mécanismes d'émissions.

#### **L'activité d'émission**

L'activité d'émission initiale, sur les différents marchés, est fortement cyclique et des périodes « chaudes » succèdent aux périodes « froides ». Durant les périodes chaudes, les émissions sont nombreuses, les prix relativement élevés mais la sous-évaluation initiale est également importante, ce qui traduit une forte demande de la part des investisseurs. La sous-performance à moyen terme serait également plus importante au cours de ces périodes. L'explication la plus plausible à cette situation met en doute la rationalité des investisseurs qui, dans des périodes d'euphorie boursière, portent un intérêt tout particulier aux émissions initiales.

Les dirigeants d'entreprise utiliseraient des stratégies de financement largement influencées par les fluctuations des cours. Ils émettent des actions de préférence lorsqu'ils ont observé une hausse des cours. Toutefois, globalement, le PAPE est devenu une opération beaucoup plus fréquente depuis le début des années 80. Fama et French (2002) notent que le rythme d'inscription des nouvelles entreprises aux États-Unis est passé de 140 à la fin des années 70 à près de 600 à la fin des années 80.

Les études de l'activité mettent également en évidence la part croissante des émissions d'entreprises des secteurs technologiques, qui représentaient 25 % des PAPE au début des années 90 contre 37 % après 1995 et ont atteint 72 % lors de la bulle Internet. La proportion est de 29 % en 2001, suivant Ritter et Welch.

---

<sup>13</sup> Cette étude semble être limitée au cas des grandes entreprises et sous-estime largement le nombre d'émissions initiales technologiques effectuées au Canada.

<sup>14</sup> Une liste de plusieurs centaines de références sur ce sujet, ainsi que des sources d'information et de données, sont disponibles à partir du site : <http://www.iporesources.org/>

---

L'augmentation très importante de la proportion des PAPE d'entreprises à bénéfices négatifs est un autre élément marquant des années 90. Cette proportion est passée de 19 % dans les années 80 à 79 % en 1999-2000. Elle se situe encore à 49 % en 2001.

Fama et French (2002) attribuent à la dégradation de la qualité des nouvelles inscriptions la baisse importante des taux de survie. La probabilité de survie après 10 ans en raison de performances médiocres est passé de 14,4 % à 40,2 % des émissions initiales. Ces valeurs ne tiennent toutefois compte que des émissions suivies d'inscription sur les marchés principaux (NYSE, NASDAQ, AMEX) et les auteurs reconnaissent que cette restriction biaise leurs résultats. Bien que l'échantillon soit restreint à des émissions de taille relativement importantes par rapport aux normes canadiennes, une relation forte apparaît entre la taille, la rentabilité et le taux de survie. Les émissions effectuées par des entreprises de petite taille ont des chances de survie moindres et les entreprises de cette catégorie sont, en moyenne, beaucoup moins rentables que celles de grande taille.

Finalement, les études multinationales de l'activité d'émission permettent de mieux situer l'activité d'émission au Canada. Ljungqvist et Wilhelm (2002) recensent 2 861 PAPE dans 15 pays d'Europe, soit 260 PAPE par année, pour 15 marchés dont les principaux d'Europe. En moyenne, chaque émission initiale permet de lever 131 millions \$ en Allemagne, 74 millions en France et 93 millions au Royaume Uni. Au cours des années 1995 à 1999, on recense en moyenne 585 PAPE américaines dont le prix d'émission dépasse 1 \$, et 404 émissions de grande taille (5 \$ et plus) par année. Le montant prélevé lors de chacune de ces émissions est en moyenne de 84 millions de dollars. À lui seul, le marché américain des PAPE est deux fois plus important que celui de l'ensemble des 15 pays de l'Union Européenne.

### **Les mécanismes d'émission**

Plusieurs chercheurs, notamment Loughran et al. (1994) et Chowdhry et Sherman (1996) affirment que les mécanismes utilisés pour évaluer et distribuer les titres d'une émission initiale influencent le processus d'introduction en Bourse. Le mécanisme, le plus répandu aux États-Unis et au Canada, est celui du *book-building*, où le courtier chef de file collecte de l'information sur les intentions d'achat des investisseurs potentiels (institutionnels et individuels), lors de ses tournées de promotion, et établit ainsi sa courbe de demande sur la base de plusieurs critères. Biais et Faugeron (2000) ainsi que Sherman (2001) soulignent que la procédure du *book-building* est préférable à celle des ventes aux enchères. Ces chercheurs affirment que le *book-building* peut être considéré comme une vente aux enchères dynamique conduite par les courtiers, avec l'avantage que ces derniers peuvent allouer librement les titres pour récompenser les investisseurs qui révèlent leurs intentions d'achats. Cornelli et Goldreich (2001) soulignent d'ailleurs que les investisseurs institutionnels<sup>15</sup> qui sont prêts à acheter et à détenir le titre dans leur portefeuille pour une longue période seront privilégiés.

---

<sup>15</sup> Jog (1997), affirme que les émetteurs s'accordent sur le fait que les investisseurs institutionnels jouent un rôle important dans l'écoulement initial des titres, mais qu'ils continuent à détenir les actions plus longtemps que les investisseurs privés. Toutefois, comme le montrent Boehmer et al. (2002), les institutionnels obtiennent une part proportionnellement plus importante des « bonnes » émissions, dont le rendement à long terme est le plus élevé. Il est vraisemblable que leur détention plus longue soit liée à l'avantage dont ils semblent bénéficier lors de l'opération d'allocation des émissions.

---

Le prix d'émission est donc fixé de façon à ce qu'il ait une apparence d'excès de demande et la distribution des titres est laissée à la discrétion du souscripteur. Le mécanisme du *book-building* est souvent utilisé lors des émissions à engagement ferme de grande taille. Kutsuna et Smith (2000) soulignent que, depuis l'introduction du *book-building* au Japon en 1997, les entreprises émettrices japonaises préfèrent cette procédure à celle des ventes aux enchères, utilisée depuis 1989.

Ljungqvist et al. (2001) confirment également que l'introduction internationale du *book-building* comme mécanisme d'évaluation et d'allocation des titres durant les années quatre vingt dix a largement contribué à promouvoir l'efficacité des marchés de premières émissions. Toutefois, Ritter (1998) précise que le *book-building* n'est pas exempt de critiques. Loughran et al. (1994) soulignent que les courtiers préfèrent le *book-building* mais doutent que ce mécanisme respecte les intérêts de la société émettrice.

## **1.2 Un panorama des émissions canadiennes**

### ***1.2.1 Une vue d'ensemble par catégorie d'émissions***

Le tableau 1 illustre l'activité d'émissions au Canada, tous secteurs confondus, et en incluant les entreprises entrées en Bourse en utilisant le programme SCD. Les données couvrent une période de dix années, de 1991 à 2000, au cours de laquelle, nous avons relevé au total 1891 émissions canadiennes, dont dix émissions d'actions issues de la démutualisation des compagnies d'assurance ou de la privatisation d'entreprises publiques.

On dénombre 1 023 émissions traditionnelles<sup>16</sup>, pour un produit brut total levé de près de 32,03 milliards \$. Ces émissions traditionnelles peuvent prendre la forme d'émissions d'actions ordinaires ou d'autres émissions, comprenant les unités, les actions privilégiées et les actions accréditatives. Les émissions d'actions ordinaires sont cependant les plus courantes (775), et permettent de lever un montant total plus important (29 milliards \$) que les 248 autres émissions (3 milliards \$).

Les SCD créées entre 1991 et 2000 représentent 868 émissions pour un produit brut global de 223 millions \$. Le nombre d'émissions relevant du programme SCD est supérieur au nombre d'émissions publiques initiales réalisées au moyen d'actions ordinaires. En raison des modalités du programme SCD, le montant global émis et le montant moyen (257 K\$) sont bien évidemment largement inférieurs au montant émis par voie d'émissions initiales traditionnelles (31 millions de dollars). Le marché canadien se caractérise donc par la présence de très nombreuses nouvelles petites entreprises. En moyenne, les émissions initiales permettent de chacune lever 131 millions \$ en Allemagne, 74 millions en France et 93 millions au Royaume Uni.

Au Canada, le montant moyen initialement levé au moyen d'un PAPE est de 17 millions \$ si on retient toutes les émissions, et de 31 millions \$ si l'on exclut celles des sociétés de capital de démarrage. Les émissions initiales canadiennes sont donc plus nombreuses, mais leur produits bruts sont moindres que dans les autres pays : on dénombre en moyenne 189 PAPE par année au

---

<sup>16</sup> Nous entendons par émissions traditionnelles celles qui ne relèvent pas du programme de société de capital de démarrage.



Canada contre 47 en France, 80 au Royaume Uni et 43 en Allemagne. Aux États-Unis, le montant moyen prélevé lors des émissions conventionnelles (5 \$ et plus) est de l'ordre de 82 millions de dollars canadiens pour l'ensemble de la période.

Le Canada est donc un marché de petites émissions. Lorsque les démutualisations et les privatisations sont omises, le produit brut moyen passe à 2,5 millions de \$. Cette valeur est encore tirée à la hausse par les quelques émissions de filiales.

Tableau 1 Distribution annuelle des émissions relevant du programme de SCD (SCD), d'actions ordinaires ne relevant pas de ce programme (actions ordinaires), et d'autres catégories de titres (autres émissions, incluant les unités composées d'actions, les actions privilégiées, et accréditives) de 1991 à 2000. Les émissions de titres à revenu fixe sont omises ainsi que celles des OPCVM, fiducies et sociétés en commandite. Les produits bruts (PB) sont exprimés en millions \$.

Année	SCD		Actions ordinaires		Autres émissions		Total	
	Nombre	PB M\$	Nombre	PB M\$	Nombre	PB \$	Nombre	PB \$
1991	7	1,38	34	417,16	18	187,92	59	606,46
1992	18	4,23	32	636,77	11	73,8	61	714,8
1993	61	12,53	118	3078,06	29	674,14	208	3764,73
1994	100	24,44	84	2525,58	35	1015,87	219	3565,89
1995	89	21,81	67	626,9	22	65,08	178	713,79
1996	101	25,34	111	2481,41	28	136,52	240	2643,27
1997	143	36,05	136	4564,87	47	526,49	326	5127,41
1998	123	30,98	69	1665,76	24	406,92	216	2103,66
1999	98	27,64	58	1372,85	12	19,47	168	1419,96
2000	128	38,92	56	2240,85	22	80,42	206	2360,19
Démutualisations	-	-	5	4547,59	-	-	5	4547,59
Privatisations	-	-	5	4690,01	-	-	5	4690,01
1991-2000	868	223,31	775	28847,81	248	3186,63	1891	32257,76

Sources : Ces données proviennent des rapports du *Financial Post (Records of New Issues)* ainsi que de Robinson (pour les années 1991 à 1994). Les émissions signalées comme retirées par le *Financial Post* sont omises. Les données de Robinson (1997, p. 684) ont été utilisées pour les années 1991 et 1992. Il trouve 6 émissions JCP en 1991 pour 1,226 millions \$ et 17 en 1992 pour 3,812 millions \$. Nous avons ajouté *Dominion Oil Investment ldt* en 1991 et *Trego Energy inc.* en 1992. À partir de 1995, le *Financial post* publie des relevés annuels des émissions relevant du programme SCD. Enfin, nous avons inclus dans la catégorie des actions ordinaires *Sourcesmith industries inc.*, qui relève du programme SCD selon les rapports du *Financial Post*, dans la mesure où le prospectus définitif daté du 2/11/2000 ne mentionne aucunement ce programme, et fait état d'une compagnie déjà opérante.

---

## ***1.2.2 Les principales caractéristiques***

### **Les caractéristiques géographiques**

La ventilation des émissions initiales suivant la province d'incorporation se trouve au tableau 2. Plus de 90 % des émissions proviennent d'entreprises incorporées dans l'une des quatre provinces : Ontario, Colombie-Britannique, Alberta et Québec. L'essentiel de l'activité d'émissions initiales se concentre dans quatre provinces, qui rassemblaient d'ailleurs en juillet 2001 plus de 85 % de la population canadienne.

Soixante émissions proviennent de huit autres provinces, soit 3 % des émissions. Enfin, on dénombre 71 émissions issues de sociétés étrangères, essentiellement américaines<sup>17</sup> soit 4 % du total des émissions.

L'essentiel des émissions relevant d'un programme de société de capital de démarrage émane de l'Alberta (57 %), province d'origine des programmes et de la Colombie-Britannique (24 %).

---

<sup>17</sup> 48 des 59 PAPE traditionnels émanent de sociétés dont le siège social est aux États-Unis, les 11 autres se répartissent entre les Bermudes (1), l'Indonésie (1), Israël (1), le Mexique (1), Hong kong (2), le Ghana (1) l'Europe (4)

Tableau 2 : Distribution des premiers appels publics à l'épargne au Canada entre 1991 et 2000, en fonction de la province du siège social de la société émettrice.

PAPE canadiens traditionnels, par province

Province	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Total
AB	4	4	52	28	17	30	52	23	10	12	232
CB	28	22	34	27	26	39	46	24	22	22	290
F	7	2	2	8	9	13	9	5	4		59
ON	11	9	39	46	26	38	50	28	29	23	299
OTH	4	3	1	3	3	1	7	4	2	5	33
QC		4	19	7	9	18	20	9	6	18	110
Total	54	44	147	119	90	139	184	93	73	80	1023

PAPE canadiens relevant d'un programme de société de capital de démarrage, par province

Province	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Total
AB	7	11	51	64	55	65	86	65	30	58	492
CB		3	5	17	16	15	31	22	47	55	211
F			1	4	2		4			1	12
ON		3	3	11	10	14	16	27	11	5	100
OTH		1	1	2	4	1	5	3	4	6	27
QC				2	2	6	1	6	6	3	26
Total	7	18	61	100	89	101	143	123	98	128	868

PAPE canadiens par province, total

Province	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Total
AB	11	15	103	92	72	95	138	88	40	70	724
CB	28	25	39	44	42	54	77	46	69	77	501
F	7	2	3	12	11	13	13	5	4	1	71
ON	11	12	42	57	36	52	66	55	40	28	399
OTH	4	4	2	5	7	2	12	7	6	11	60
QC	0	4	19	9	11	24	21	15	12	21	136
Total	61	62	208	219	179	240	327	216	171	208	1891

Sources : *Financial Post*, *Report of New Issues*, *Cancorp Financials*, [www.sedar.com](http://www.sedar.com) et [www.cdnx.com](http://www.cdnx.com). Province d'incorporation de l'entreprise émettrice : QC : Québec, ON : Ontario, AB : Alberta, CB : Colombie-Britannique, OTH : Nouvelle-Écosse, Manitoba, Saskatchewan, Nouveau-Brunswick, Terre-Neuve, Territoires du Nord-Ouest, Île-du-Prince-Édouard, Yukon, F : F pour les émissions de compagnies qui siègent hors Canada

Répartition des OTH pour les PAPE traditionnels : Manitoba (11 émissions), Nouvelle-Écosse (2), Saskatchewan (7), Nouveau-Brunswick (5), Terre-Neuve (2), Territoires du Nord-Ouest (2), Île-du-Prince-Édouard (1), Yukon (3).

Répartition des OTH pour les PAPE relevant d'un programme SCD : Manitoba (9 émissions), Nouvelle-Écosse (2), Saskatchewan (9), Nouveau-Brunswick (3), Terre-Neuve (3), Territoires du Nord-Ouest, Île-du-Prince-Édouard, Yukon (1).

## La taille des émissions

Le tableau 3 présente la ventilation des premiers appels publics à l'épargne entre 1991 et 2000 par classe de taille. Les émissions dont le produit brut est inférieur ou égal à 5 millions \$ représentent 61 % du nombre total des émissions, mais totalisent 812 millions \$ soit moins de 3 % seulement du montant total émis. Plus de 67 % du montant total prélevé émane des émissions dont le produit brut est supérieur à 100 millions \$, des démutualisations et des privatisations. L'essentiel des fonds levés par émissions initiales au Canada pendant 10 ans est donc le fait de 59 très grosses émissions, soit 6 % du nombre total des émissions. La comparaison avec la situation américaine est donc difficile. Moins de 20 émissions canadiennes par année (184 au total) dépassent la limite de 20 millions de \$ U.S. et sont donc comparables aux émissions régies par la SEC (*covered securities*) en vertu du NSMIA (1996). Toutes les autres (90 %) auraient pu satisfaire aux réglementations régionales et se prévaloir du statut de *Not-covered securities* au sens du NSMIA (1996). Le marché canadien des PAPE est donc essentiellement comparable à celui des émissions locales américaines.

Tableau 3 : Distribution des premiers appels publics à l'épargne traditionnels et relevant du programme de sociétés de capital de démarrage par taille de produit brut d'émission (PBE), pour la période 1991 à 2000.

Valeurs absolues Taille du PBE, en millions \$	Total hors SCD		SCD		Total	
	#	PBE en millions \$	#	PBE en millions \$	#	PBE en millions \$
1 et moins	349	186,89	868	223,31	1217	410,2
1 à 5	274	625,31	-	-	274	625,31
5 à 10	66	479,61	-	-	66	479,61
10 à 50	223	5465,28	-	-	223	5465,28
50 à 100	52	3699,52	-	-	52	3699,52
100 et plus	49	12340,23	-	-	49	12340,23
Démutualisations	5	4547,59			5	4547,59
Privatisations	5	4690,01			5	4690,01
Total	1023	32034,44	868	223,31	1891	32257,75
Valeurs relatives						
Taille du PBE, en millions \$	# %	PBE %	# %	PBE %	# %	PBE %
1 et moins	34,12	0,58	100	100	64,36	1,27
1 à 5	26,78	1,95			14,49	1,94
5 à 10	6,45	1,50			3,49	1,49
10 à 50	21,80	17,06			11,79	16,94
50 à 100	5,08	11,55			2,75	11,47
100 et plus	4,79	38,52			2,59	38,26
Démutualisations	0,49	14,20	0	0	0,26	14,10
Privatisations	0,49	14,64	0	0	0,26	14,54
Total	100	100	100	100	100	100

Sources : Ces données proviennent des rapports du *Financial Post (Records of New Issues)*, et de Robinson (1997).

---

## Les caractéristiques sectorielles

Le tableau 4 montre que 41 % des émissions traditionnelles au Canada sont effectuées par des entreprises de ressources (minière et de pétrole et gaz) et sont concentrées essentiellement dans deux provinces. Plus de la moitié (51 %) des émissions de la Colombie-Britannique émanent d'entreprises minières. Cette province représente 58 % de toutes les émissions d'entreprises minières au Canada entre 1991 et 2000. L'Alberta regroupe 79 % des émissions de pétrole et gaz et ces émissions représentent plus de la moitié de toutes celles effectuées par des compagnies albertaines.

L'Ontario concentre plus de 55 % des émissions d'entreprises de services financiers, plus de la moitié des émissions dans le domaine des produits de consommation, et 39 % des émissions du domaine technologique. Au Québec, 35 % des émissions de cette province sont le fait d'entreprises technologiques, et 26 % émanent des secteurs de production et des pharmaceutiques.

La majorité des entreprises émettrices de Colombie-Britannique et de l'Alberta sont donc de petites entreprises de ressources. À l'inverse, de nombreuses émissions de l'Ontario proviennent d'entreprises de services financiers, de très grande taille. Les caractéristiques des entreprises sont donc très différentes d'une province à l'autre.

Tableau 4 : Ventilation par secteur et par province de siège social des émissions traditionnelles entre 1991 et 2000.

Secteur	AB	CB	F	ON	OTH	QC	Total
05 Agriculture et pêche	2	1		1			4
10 Minier	20	148	13	48	8	20	257
11 Pétrole et gaz	126	20	7	3	2	2	160
15 Immobilier (construction)	4	2	1	2			9
22 Produit de consommation	7	6	1	23	2	4	43
25 Technologie	31	55	18	96	6	38	244
26 Production et autres	16	18	4	32	2	17	89
28 Produits pharmaceutiques	7	6	3	12	2	12	42
40 Télécom. Et médias	2	5	2	10	5	5	29
50 Commerce	1	7		19	2	5	34
60 Services financiers, assurance, immobilier	6	6	5	26	1	3	47
70 Services	4	11	1	16		2	34
71 Transport, électricité, gaz, services sanitaires	4	2		7	2	2	17
99 Non classé	2	3	4	4	1		14
Total	232	290	59	299	33	110	1023

Les données proviennent des listes du *Financial Post*, et excluent les émissions du programme de société de capital de démarrage. Les émissions technologiques excluent les biotechnologies, regroupées dans le secteur produit pharmaceutique.

---

### 1.2.3 Les périodes d'émission intense

Le nombre d'émissions initiales d'actions ordinaires est très variable d'une année à l'autre comme le montre la figure 1. L'activité est faible en 1991 et 1992 en termes de nombre d'émissions et de produit brut, et peut être qualifiée de période « froide » par opposition à 1993 et 1994 (période « chaude » ou *hot issue market*). Ce phénomène se répète au cours des années suivantes.

La figure 1 montre que les émissions initiales canadiennes se présentent par vagues, dont les sommets se présentent en 1993-1994 et en 1996-1997. L'année 1997 est l'année record en termes d'activité. Cette concentration temporelle des émissions initiales est cohérente avec l'hypothèse de la fenêtre d'opportunité avancée par Ritter (1991) : les entreprises choisissent d'entrer en Bourse lorsque les marchés boursiers sont en phase de forte activité, de façon à maximiser le produit de l'émission.

La figure 2 montre des différences en termes d'activité d'émissions initiales aux États-Unis. L'année 1996 est une année d'émissions intense, à la différence des années 1991 et 1998, par exemple<sup>18</sup>. L'année 1999 présente une activité forte sur le marché américain (en raison, notamment, de l'introduction en Bourse de plusieurs dot.com), alors que le marché des émissions initiales canadiennes reste relativement calme.

Certains des phénomènes qui sont analysés plus loin tels que la sous-évaluation initiale et la sous-performance à long terme semblent directement liés à la dimension cyclique du marché des émissions initiales.

---

<sup>18</sup> Ces émissions initiales surviendraient surtout dans certains secteurs d'activités, tel que celui de la mode en 1996 et 1997. Ainsi, l'émission initiale de l'entreprise du designer Gucci a été à l'origine de nombreuses autres émissions initiales d'entreprises de mode notamment celle des designers Donna Karen (juin 1996) et Ralph Lauren (juin 1997).

Figure 1 : Distribution annuelle du nombre des premiers appels publics à l'épargne canadiens réalisés au moyen d'actions ordinaires, ainsi que du produit brut en milliards \$ canadiens.

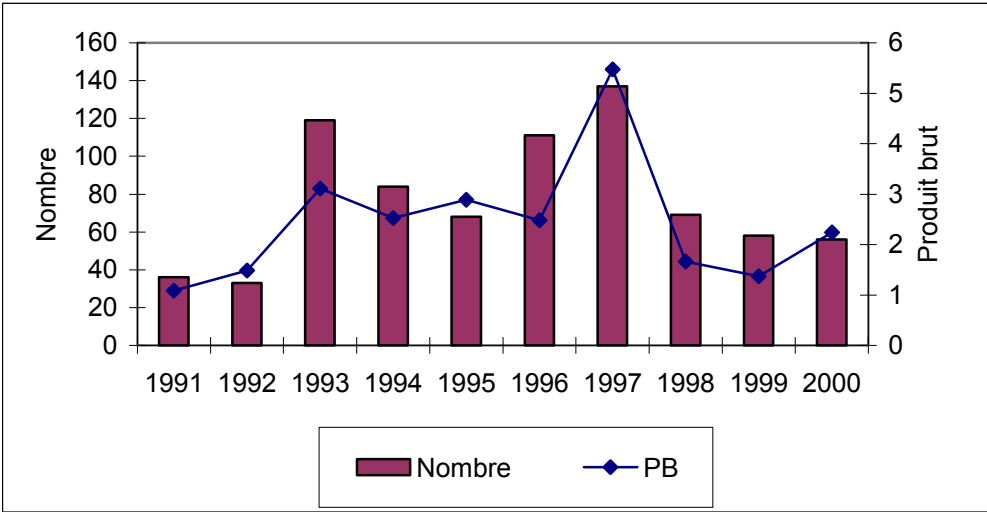
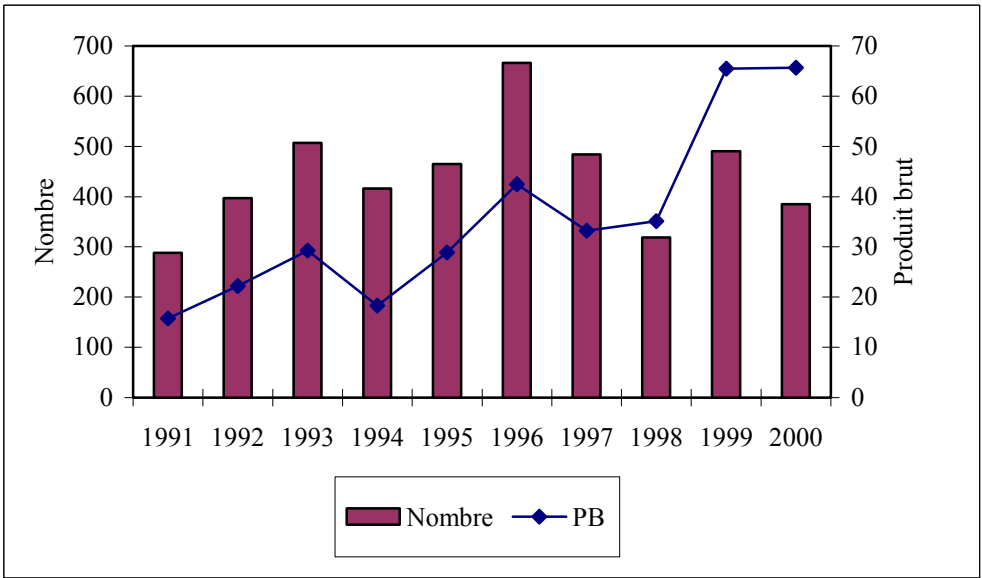


Figure 2 : Distribution annuelle du nombre des premiers appels publics à l'épargne par émissions d'actions ordinaires des entreprises américaines ainsi que du produit brut en milliards de \$ US.



---

#### **1.2.4 Création et disparition des entreprises canadiennes**

De 1991 à 2000, le nombre d'entreprises inscrites sur les marchés boursiers canadiens diminue globalement de 5 %, passant de 4 342 à 4 124<sup>19</sup>, en dépit de 1891 premiers appels publics à l'épargne. Au total, sur cette période, 1218 émissions ont levé des montants inférieurs ou égaux à 1 million \$, principalement dans le cadre du programme SCD (868 émissions). La diminution nette de 195 entreprises sur toute la période traduit donc une «mortalité» importante, qui peut provenir d'opérations de fusion, de reprivatisations ou de radiations<sup>20</sup>. Il disparaît chaque année à peu près autant de sociétés publiques qu'il ne s'en crée.

Ce constat est cohérent avec les résultats de Fama et French (2002), qui mettent en évidence la disparition fréquente des titres de « petites » entreprises américaines nouvellement inscrites. Les émissions canadiennes étant nettement plus petites que les opérations semblables aux États-Unis, il est normal que le taux de survie y soit encore bien moindre qu'aux États-Unis. La présente étude ne permet pas de statuer sur les taux de survie à 10 ans, mais le fait que les disparitions soient plus nombreuses que les créations laisse présager un taux de survie extrêmement faible.

#### **1.2.5 Les émissions des secteurs technologiques**

Les entreprises font partie du sous groupe SIC 25 (technologies) lorsque leur code sectoriel principal appartient à l'un des secteurs de la liste présentée à l'annexe 2. La seule industrie problématique en termes de classification est celle des biotechnologies. Celle-ci regroupe sous le même code des entreprises impliquées dans la fabrication des médicaments et des entreprises principalement axées sur des activités de R&D. Afin de nous conformer à la pratique, nous n'avons donc pas retenu ces entreprises au sein du sous secteur 25, mais elles sont comprises dans le sous secteur 28 produits pharmaceutiques.

Le tableau 5 montre que l'activité d'émission initiale des entreprises technologiques varie d'une année à l'autre. L'activité est la plus importante en termes de nombre d'émissions en 1995, 1996 et en 2000. La proportion des premiers appels publics à l'épargne des entreprises technologiques est la plus élevée en 2000, avec plus de 44 % du total des émissions et près de 50 % du produit brut émis. L'Ontario est très actif en termes d'émissions technologiques (39 %), suivi par la Colombie-Britannique (22 %) et par le Québec (16 %).

---

<sup>19</sup> Sources : Bourse de Montréal : Revue mensuelle, 2000 ; Statistiques, Recherche et information sur le marché (1991), *Toronto Stock Exchange Review*, *Alberta Stock Exchange Review*, *Vancouver Stock Exchange Review*, et *CDNX monthly Review*. <ftp://ftp.cdnx.com/Publications/CDNXReviews/>.

<sup>20</sup> Pour le mois de décembre 1998 uniquement, 25 titres ont été délistés à la Bourse de Toronto (*TSE Review*, *december 1998*), et 4 à Montréal.



Tableau 5 : Distribution annuelle et par province des activités d'émissions initiales traditionnelles des secteurs technologiques au Canada entre 1991 et 2000.

Province	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Total
AB		1	2	1	3	5	12	3	2	2	31
CB	3	2	3	2	9	14	6	2	4	10	55
F		1		3	2	4	3	3	2		18
ON		4	15	9	9	20	12	10	7	10	96
OTH				1			3			2	6
QC		1	6	1	1	7	5	5	2	10	38
Total secteur technologique	3	9	26	17	24	50	41	23	17	34	244
PBE secteur technologique, en million \$	2,1	172,6	620,9	272,3	373,1	759,7	2187,1	538,2	422	1852,5	7200,5
Total tous secteurs	54	44	147	119	90	139	184	93	73	80	1023
PBE tous secteurs, en millions \$	1271,1	1561,9	3752,20	3541,5	2954,2	2617,9	6001,4	2072,7	4433,3	3827,9	32034,4
% du nombre d'entreprises technologiques	5,56	20,45	17,69	14,29	26,67	35,97	22,28	24,73	23,29	42,50	23,85
% du PBE des entreprises technologiques	0,17	11,05	16,55	7,69	12,63	29,02	36,44	25,97	9,52	48,39	22,48

Sources : *Financial Post*, *Report of New Issues*, *Cancorp Financials*, [www.sedar.com](http://www.sedar.com) and [www.cdnx.com](http://www.cdnx.com). Province d'incorporation de l'entreprise émettrice : QC : Québec, ON : Ontario, AB : Alberta, CB : Colombie-Britannique, OTH : Nouvelle-Écosse, Manitoba, Saskatchewan, Nouveau-Brunswick, Terre-Neuve, Territoires Nord-Ouest, Île-du-Prince-Édouard, Yukon, F : sociétés étrangères. Lorsque l'entreprise est à charte fédérale, la province d'incorporation est estimée à partir de la ville du siège social.

### 1.3 Les émissions au Canada et aux États-Unis

#### 1.3.1 Les problèmes de mesure de l'activité américaine

Les tableaux 6 et 7 permettent la comparaison des émissions d'actions ordinaires au Canada et aux États-Unis, et isolent le secteur technologique. Le nombre des émissions répertoriées est trompeur : les listes américaines officielles excluent les émissions lorsque les titres sont émis à moins de 5 \$ US, alors que toutes les émissions sont prises en considération au Canada. Les actions ne valant pas 5 \$ sont considérées comme fortement spéculatives, car elles ne satisfont pas aux critères minimaux d'inscription au NASDAQ et ne sont pas réglementées de la même façon.

---

Nous avons tenté d'ajuster les données américaines pour les années 1995 à 1999, en prenant en compte les émissions de titres dont la valeur s'établit entre 1 et 5 \$. Il est pratiquement impossible d'obtenir de l'information relative aux émissions qui se font à un prix inférieur à 1 \$ aux États-Unis. La plupart de ces émissions se font en vertu de réglementations distinctes, sans prospectus conventionnels.

Pour comparer correctement les émissions des deux pays, il faut omettre les émissions canadiennes dont le prix d'émission est inférieur à 1 \$. Le nombre d'émissions canadiennes passe à 419 émissions faites à des prix supérieurs à 1 \$. Ce nombre change peu lorsque la limite est placée à 2 \$<sup>21</sup>. Les montants des produits bruts d'émission varient peu lorsque l'on élimine les émissions à 1 \$ et moins : on retranche alors 376 millions \$ pour l'ensemble des émissions.

### ***1.3.2 Comparaisons globales***

Les montants prélevés au Canada représentent 28,47 milliards de \$ canadiens alors que les émissions réalisées aux États-Unis ont rapporté 356,35 milliards de \$ US, qui équivalent à 404 milliards de \$ canadiens si l'on multiplie les montants prélevés chaque année par le taux de change moyen de l'année correspondante. Les émissions canadiennes représentent donc 7 % de celles relevées aux États-Unis, soit largement moins que le rapport des PIB respectifs des deux pays<sup>22</sup>.

Le nombre des émissions américaines est très largement sous-évalué, dans la mesure où les émissions inférieures à 5 \$ US ne sont pas rapportées dans la première colonne du tableau 7. Pour avoir un ordre de grandeur des émissions américaines nous avons tenté de compléter les listes américaines entre 1995 et 1999. Le rapport entre le nombre total relevé et le nombre des émissions dont le prix excède 1 dollar est de 1,45 (3 510 / 2 424), et nous pouvons donc estimer le nombre total des premiers appels publics à l'épargne américains à environ 6 400. Sur cette base, le nombre des émissions canadiennes représente 6,6 % de celui des émissions américaines, soit, sur ce plan également, largement moins que le rapport des PIB respectifs des deux pays.

### ***1.3.3 Les émissions technologiques***

Les émissions technologiques représentent 6,97 milliards \$ au Canada, soit 24,45 % du montant total prélevé. L'identification des émissions technologiques et le relevé des produits bruts a été mené aux États-Unis pour les années 1995 à 1999 et a permis l'élaboration de la comparaison qui fait l'objet du tableau 7.

Aux États-Unis, les émissions technologiques ont amassé 101 milliards de \$ US, soit 144,3 milliards de \$ canadiens. Les 6,97 milliards amassés au Canada représentent donc environ 4,83 % du montant comparable aux États-Unis. Le Canada souffre donc d'un net retard par rapport aux États-Unis en ce qui concerne le financement par émission des entreprises technologiques.

---

<sup>21</sup> Les habitudes en matière de prix de titres diffèrent entre le Canada et les États-Unis, où des valeurs de 100 à 200 \$ sont relativement courantes. Elles sont rares au Canada. Nous avons donc considéré que la limite de 5 \$ aux États-Unis équivalait à 1 ou 2 \$ canadiens.

<sup>22</sup> Sur la base des données de 1998, le PIB canadien représente 10,9 % de celui des États-Unis (Institut de la statistique du Québec).

La prise en compte des émissions d'entreprises canadiennes effectuées totalement aux États-Unis ne change pas ce constat : ce nombre est trop réduit pour influencer les résultats.<sup>23</sup>

L'activité de financement public des entreprises technologiques est donc très modérée, au Canada, lorsqu'on la compare à celle qui prévaut aux États-Unis. Ce résultat est paradoxal compte tenu de l'activité intense revendiquée par les sociétés de capital de risque canadiennes. En 1999 par exemple, le rapport de l'association canadienne rapportait plus de 1 200 investissements dans les secteurs technologiques, et les fonds sous gestion dépassaient 12 milliards de \$. Les montants amassés par les sociétés de capital de risque au Canada entre 1995 et 1999, soit 8,4 milliards de \$, représentent 160 % du montant prélevé par émissions initiales et ce rapport est valable pour chacune des années étudiées, à l'exception de 1997.

Tableau 6 : Distribution annuelle du nombre et des produits bruts des premiers appels publics à l'épargne canadiens par émission d'actions ordinaires traditionnelles. # est le nombre d'émission par année. PB est le produit brut de l'émission, en millions de \$ canadiens. Total >1 rapporte le nombre et le produit brut des premiers appels publics à l'épargne traditionnels par émissions d'actions ordinaires dont le prix d'émission excède 1 \$ canadien.

Année	Total		Émissions technologiques	
	#	PB	#	PB
1991	34	417,16	3	2,10
1992	32	636,77	8	172,38
1993	118	3078,06	23	604,99
1994	84	2525,58	15	263,87
1995	67	626,9	20	367,12
1996	111	2481,41	44	703,85
1997	136	4564,87	37	2182,12
1998	69	1665,76	21	519,24
1999	58	1372,85	15	418,98
2000	56	2240,85	31	1845,50
Démutualisations	5	4547,59	-	-
Privatisations	5	4690,01	-	-
Total	775	28847,81	217	7080,14
Total >1	419	28471,40	141	6971,79

Les données proviennent *Financial Post, Record of New Issues*. Elles excluent les émissions du programme de société de capital de démarrage et les démutualisations. Les émissions technologiques excluent les biotechnologies, regroupées dans le secteur produit pharmaceutique. Dans ce secteur, on dénombre 31 premiers appels publiques à l'épargne traditionnels par émission d'actions ordinaires entre 1991 et 2000, pour un produit brut total de 466,85 millions \$.

<sup>23</sup> Les émissions d'entreprises canadiennes à l'étranger se font essentiellement aux États-Unis et sont relativement peu nombreuses. Jog et Hitsman (2000) en recensent 21 entre 1994 et 2000, alors que 11 sociétés ont émis simultanément aux États-Unis et au Canada. Ces auteurs observent que l'utilisation du marché américain n'apporte aucun avantage tangible aux entreprises émettrices qui procèdent par émission aux États-Unis. La sous-évaluation initiale et la volatilité des cours suite à l'émission sont plus importantes aux États-Unis qu'au Canada.

Tableau 7 : Distribution annuelle du nombre et des produits bruts des premiers appels publics à l'épargne américains par émission d'actions ordinaires. # est le nombre d'émissions. PB est le produit brut de l'émission, en milliards de \$ américains.

Année	Total			Émissions technologiques <sup>3</sup>	
	# <sup>1</sup>	# <sup>2</sup>	PBE <sup>1</sup>	#	PB
1991	288	-	15,77	-	-
1992	397	-	22,20	-	-
1993	507	-	29,26	-	-
1994	416	-	18,3	-	-
1995	465	834	28,87	308	10,66
1996	666	1142	42,48	460	24,27
1997	484	555	33,22	267	15,53
1998	319	422	35,11	168	14,67
1999	490	557	65,46	362	35,9
2000	385	-	65,68	-	-
Total	4417	3510	356,35	1565	101,03

<sup>1</sup> Ces données proviennent de Ritter (2003) disponibles à l'adresse suivante :

[http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work\\_papers/IPOs2002.pdf](http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work_papers/IPOs2002.pdf). Elles excluent les émissions effectuées à un prix de 5 \$ US et moins, les ADRs, les *best efforts, units and Regulations A offers*, REITs, *partnership* et les *closed end funds*.

<sup>2</sup> Ces données américaines proviennent des listes de Ivo Welch <http://www.iporesources.org/>. Elles ont été ajustées dans la mesure du possible, pour inclure les petites émissions effectuées entre 1 et 5 \$ US, à partir de recherches complémentaires notamment sur [www.hoovers.com](http://www.hoovers.com) et [www.ipo.com](http://www.ipo.com). Les émissions technologiques ont été complétées au moyen de données de *Thomson Financial*.

<sup>3</sup> Les émissions technologiques américaines excluent les entreprises de biotechnologie.

---

## 1.4 Conclusion

Nos analyses montrent que les émissions initiales sont largement moins nombreuses au Canada qu'aux États-Unis et que les montants prélevés y sont sensiblement inférieurs, après normalisation par le PIB. Les différences entre les deux pays sont encore plus importantes si l'on tient compte des émissions non répertoriées officiellement aux États-Unis, c'est-à-dire celles qui sont effectuées par des entreprises de petite taille, qui correspondent à la majorité des opérations canadiennes. Le Canada semble être un marché de très petites émissions, mais l'incorporation des émissions issues de privatisations et de démutualisations peut occulter partiellement ce phénomène, puisque ces émissions représentent une proportion importante du produit brut total prélevé dans les années 90. Les émissions effectuées par des filiales d'entreprises déjà inscrites ont également prélevé des sommes importantes, ce qui réduit encore l'activité mesurable d'émissions effectuées par des entreprises totalement nouvelles. Paradoxalement, les entreprises de plus grande taille ne semblent pas recourir fréquemment au marché des émissions initiales.

Le déficit des émissions initiales, par rapport à la situation américaine, est encore plus prononcé dans le domaine des technologies. Il est d'autant plus important que les principales émissions technologiques canadiennes sont le fait de filiales (Bell, AT&T) et non de nouvelles entreprises.

Dans les sections qui suivent, nous examinons successivement trois possibilités d'explications. Il est possible que les émissions soient rares car trop coûteuses; le marché serait dans ce cas inefficace (partie 2), et réduirait l'offre des émissions. Il est également possible que les émissions initiales soient peu prisées en raison d'une performance médiocre des titres émis, ce qui en limiterait la demande par les investisseurs institutionnels et privés (partie 3). Il est enfin possible que les Lois et règlement, les politiques et le fonctionnement des institutions soient à l'origine du déficit constaté. Ces dimensions font l'objet de la dernière partie de l'ouvrage.

---

## **2. LE COÛT DES ÉMISSIONS**

### **2.1 Une vue d'ensemble et les études antérieures**

Un mécanisme d'émission efficace demande que les coûts d'accès pour les entreprises soient raisonnables et n'augmentent pas de façon indue le coût de ce mode de financement. Les coûts des émissions initiales comportent deux composantes principales, soit les frais tangibles et intangibles d'une part, et la sous-évaluation initiale de l'autre. Il est également important que le marché des émissions initiales soit viable : les investisseurs doivent donc réaliser un taux de rendement moyen normal, compte tenu du risque, lorsqu'ils investissent dans des émissions initiales.

Robinson (1997) souligne qu'il coûte habituellement entre 65 000 et 150 000 \$ en frais de réglementation à une entreprise qui veut procéder à une émission initiale en Alberta. La commission du souscripteur représenterait un montant supplémentaire variant entre 7,5 % et 10 % du capital recueilli. En Ontario, le coût de réglementation minimum lié à une émission initiale se situe entre 100 000 et 150 000 dollars. Jog (1997) estime que le coût total moyen d'une émission à la Bourse de Toronto se situe entre 300 000 et 400 000 \$, auxquels s'ajoute une commission variant entre 6 % et 8 % du produit de l'émission. Higgins (1994) estime les coûts directs pour 68 émissions initiales d'entreprises inscrites à la Bourse de Toronto, au cours de la période de 1992 à 1993, et observe que le coût direct moyen pondéré par la taille de l'émission est de 6,74 %, ce qui laisse penser que les coûts directs ont graduellement diminué au Canada. Ces études portent sur des données relativement anciennes et les échantillons sont souvent limités aux émissions suivies d'inscriptions sur le TSE. Une analyse basée sur des données plus récentes s'imposait donc.

### **2.2 Les coûts directs et tangibles**

#### **2.2.1 *Les composantes***

Les coûts directs des émissions initiales comprennent deux éléments principaux : les coûts induits par la réglementation et la commission versée au souscripteur.

Les coûts supportés pour se conformer aux exigences d'inscription sont liés à la préparation du prospectus, à l'engagement de divers professionnels et au paiement de droits. Ces coûts sont partiellement fixes et, pour une réglementation donnée, ils seront proportionnellement plus importants pour les émissions de petite taille.

La commission versée au souscripteur représente un pourcentage du produit brut. Elle peut s'accompagner d'avantages divers, tels que l'octroi d'options, dont nous ne sommes pas en mesure d'estimer le coût.

---

### 2.2.2 *Les problèmes de mesure*

Les coûts moyens ont cependant une signification réduite, puisque les montants déboursés lors des émissions ne sont pas proportionnels à la taille de ces dernières : les émissions les plus petites coûtent proportionnellement beaucoup plus chères que celles de plus grande taille. C'est ce qu'observent Shutt et Willams (2000), qui estiment les coûts directs pour 49 émissions initiales d'entreprises inscrites à la Bourse de Toronto, au cours de la période de 1998 à 1999. Le coût total moyen (en pourcentage) des émissions initiales d'un montant de 1 à 10 millions de dollars est de 11,7 %, alors que celui des émissions dont la valeur se situe entre 10 et 50 millions de dollars est de 9,3 %, celui des émissions dont la valeur se situe entre 50 et 100 millions de dollars est de 7,7 %, et celui des émissions dont la valeur se situe entre 100 et 200 millions de dollars est de 5,9 %. En comparant les coûts directs au Canada et aux États-Unis, Shutt et Williams (2000) montrent que le coût direct moyen pondéré par la taille de l'émission est de 5,5 % au Canada alors qu'il est de 8,7 % pour les inscriptions au NASDAQ, et de 6,6 % pour les inscriptions au NYSE. Ils concluent ainsi qu'il est moins coûteux de procéder à une émission initiale au Canada qu'aux États-Unis. La taille réduite de l'échantillon et le fait que l'analyse soit limitée à une seule Bourse limite cependant sérieusement la portée des conclusions que l'on peut tirer de cette analyse.

### 2.2.3 *Analyse statistique des coûts directs*

Nous avons analysé 513 émissions initiales canadiennes (dont 295 émissions SCD)<sup>24</sup> et 1 181 émissions initiales américaines réalisées entre 1997 et 1999. Pour cela, à partir des prospectus des émissions<sup>25</sup>, nous avons calculé les diverses composantes des coûts directs des émissions de taille comparable au Canada et aux États-Unis. Ces résultats sont récapitulés au tableau 8, pour les émissions conventionnelles et au tableau 9 pour les SCD.

A taille égale, les coûts directs d'émission au Canada sont inférieurs à ceux qui prévalent aux États-Unis. Ce résultat est cohérent avec ceux des études antérieures qui portaient sur des échantillons de taille beaucoup plus réduite. Il invalide l'argument qui associe la structure décentralisée de la réglementation des valeurs mobilières au Canada à des coûts d'émission plus élevés et à des obstacles au financement public des entreprises<sup>26</sup>.

Nous constatons également, qu'en moyenne, la commission du souscripteur au Canada est légèrement inférieure à celle aux États-Unis, qui est de 7 %. La sous-évaluation initiale semble plus importante aux États-Unis, en raison du rendement initial très élevé de plusieurs émissions américaines d'entreprise du secteur Internet. Ce phénomène n'est pas stationnaire et demande une analyse à plus long terme. Tout en étant inférieurs à ceux qui prévalent aux États-Unis, les coûts d'émission canadiens restent fort élevés, notamment pour les émissions de petite taille.

---

<sup>24</sup> Pour les détails de cette étude et des résultats, voir Kooli et Suret, (2003a)

<sup>25</sup> Les coûts directs des émissions initiales canadiennes sont extraits des prospectus définitifs qui ne sont disponibles sur SEDAR qu'à partir de 1997. Les coûts directs des émissions initiales américaines sont extraits des prospectus définitifs disponibles sur le site de la SEC.

<sup>26</sup> Ces arguments sont défendus dans divers rapports dont Sawiak et al. (1996) et la Lettre adressée par H. MacKay au Vice-premier ministre et ministre des finances du Canada, 15 novembre 002, disponible à [http://www.fin.gc.ca/news02/data/02-094\\_1f.html](http://www.fin.gc.ca/news02/data/02-094_1f.html).

Tableau 8 : Coût des PAPE selon la taille de l'émission, en excluant les émissions relevant du programme de Sociétés de capital de démarrage, pour la période 1997-1999

Taille de l'émission (millions de \$ US)	Nombre d'IPO	Rémunération des courtiers (%)	Autres dépenses (%)	Total des coûts directs (%)	Sous- évaluation (%)
<b>Canada</b>					
1,0 – 9,9	53	8,12 %*	7,86 %*	15,98 %*	30,61 %*
10,0 – 49,9	49	6,14 %*	3,31 %*	9,45 %*	11,30 %*
50,0 – 99,9	10	6 %*	2 %*	8 %*	10,76 %*
100 et plus	16	5,53 %*	1,75 %*	7,28 %*	8,88 %*
Moyenne		6,88 %*	4,9 %*	11,78 %*	18,95 %*
Moyenne pondérée (par la taille)		5,35 %*	1,84 %*	7,19 %*	5,11 %*
<b>États-Unis</b>					
1,0 – 9,9	119	9,29 %*	8,7 %*	17,99 %*	9,05 %*
10,0 – 49,9	532	6,93 %*	3,70 %*	10,63 %*	26,15 %*
50,0 – 99,9	300	6,88 %*	2,12 %*	9 %*	55,57 %*
100 et plus	237	6,09 %*	1,2 %*	7,29 %*	67,19 %*
Moyenne		7 %*	3,3 %*	10,30 %*	37,5 %*
Moyenne pondérée (par la taille)		5,79 %*	1,43 %*	7,22 %*	38,38 %*

\*Significativement différent de 0 au seuil de signification de 1 %.

Tableau 9: Coûts d'émission directs et indirects des PAPE des Sociétés de capital de démarrage, 1997-1999

Nombre de PAPE	295
Produit brut total (Millions de \$)	\$53.47
Produit brut moyen (Milliers de \$)	\$180
Compensation du courtier (%)	10 %
Autres coûts (%)	12.95 %
Coût direct total (%)	22.95 %
Sous évaluation initiale (%)	161.52 %
Coût total d'émission (%)	184.47 %



---

#### **2.2.4 *L'effet de la taille, du secteur et du courtier***

Le tableau 9 récapitule les coûts d'émission des SCD. Il est paradoxal de constater que ces émissions, soumises à un processus d'examen simplifié et conçues pour alléger le coût des financements pour des entreprises de petite taille, commandent des coûts plus élevés que ceux des émissions conventionnelles de petite taille. Ils s'établissent en moyenne à 22,95 %, contre 15,98 % pour les émissions conventionnelles portant sur des montants de 1 à 10 millions de \$. Il est probable que la taille très faible de plusieurs émissions SCD explique cette situation. Le produit brut moyen s'établit en effet à 180 000 \$ seulement.

Les coûts directs des émissions initiales comportent des économies d'échelle. Ils constituent des déboursés directs qui viennent s'ajouter aux coûts intangibles assumés par l'entreprise, c'est-à-dire le coût d'opportunité des cadres qui travaillent à la planification de l'émission. Ces coûts directs dépendent, cependant, non seulement de la province où a lieu l'inscription mais également du mode de souscription. Dans le cas des petites émissions, ces coûts ne constituent cependant qu'une partie relativement faible des coûts totaux, qui sont largement imputables à la sous-évaluation initiale.

### **2.3 La sous-évaluation initiale**

#### **2.3.1 *La mesure globale***

La sous-évaluation, constatée dans de nombreux pays, constitue un coût supplémentaire pour les entreprises émettrices, et un transfert de richesse vers les investisseurs capables d'acquérir les titres au prix d'émission. Cette anomalie associée aux émissions initiales n'a pas reçu d'explication satisfaisante à ce jour, bien que de nombreuses hypothèses aient été avancées. Comme les études canadiennes ne portent que sur les émissions de grande taille inscrites à la Bourse de Toronto, une mise à jour, basée sur l'ensemble des émissions, s'imposait.

---

Pour mesurer la sous-évaluation initiale (SÉI), les chercheurs utilisent généralement le rendement initial des nouveaux actionnaires donné par :

$$\text{Rendement } i = \frac{(P_m - P_e)}{P_e} \quad (1)$$

Où :  $P_m$  est le prix de fermeture au marché du premier jour de transaction du titre  $i$ , et  $P_e$  est le prix d'émission. Cette quantité mesure le rendement que réaliserait un investisseur capable d'acheter les actions du souscripteur et de les vendre au cours de fermeture du premier jour de transaction.

L'emploi des données boursières limite le nombre d'observations disponibles pour l'étude empirique du phénomène. L'échantillon final comporte 971 émissions initiales canadiennes pour la période de janvier 1991 à décembre 1998, soit 878 émissions initiales d'actions ordinaires (dont 433 émissions SCD) et 93 émissions initiales d'unités. Celles-ci ont été conservées, puisque très peu de recherche les ont étudiées (How et Howe, 2001). Elles constituent pourtant une source importante de financement pour plusieurs entreprises canadiennes de petite taille.

Les émissions sont regroupées en trois sous-ensembles : les émissions d'actions ordinaires traditionnelles, les émissions SCD et les émissions d'unités. Le tableau 10 rapporte les caractéristiques de la distribution des SÉI pour les 971 émissions initiales étudiées et montre que celles-ci sont largement sous-évaluées, en moyenne. Le rendement moyen équipondéré du premier jour de transaction est de l'ordre de 73,65 % pour l'ensemble des émissions, et la sous-évaluation médiane est de 30 %. Le niveau de sous-évaluation dépend cependant du type d'émission. Le rendement initial (ou SÉI) est de 20,57 % pour les actions ordinaires excluant les SCD, mais il atteint 135 % pour les émissions réalisées dans ce cadre. Les résultats confirment donc ceux rapportés par plusieurs chercheurs dans de nombreux pays<sup>27</sup>, mais différent de ceux de Jog (1997) qui estimait la SÉI des émissions à la Bourse de Toronto à 7,89 % pour la période 1984-1992. Cette différence de résultats est vraisemblablement liée à la prise en considération, dans la présente étude, des émissions plus petites réalisées sur les autres Bourses canadiennes.

---

<sup>27</sup> Guidici et Paleari (1999) calculent une SÉI de 23,87 % pour les émissions initiales en Italie, Derrien et Womack (2000) calculent une SÉI de 13,23 % pour les émissions initiales en France, Paudyal et al. (1998) calculent une SÉI de 61,8 % pour les émissions initiales en Malaisie, Lévis (1993) calcule une SÉI de 14,3 % pour les émissions initiales au Royaume-Uni et Ritter (1998) calcule une SÉI de 15,8 % pour les émissions initiales aux États-Unis.

Tableau 10 : Sous-évaluation initiale des premiers appels publics à l'épargne canadiens entre 1991 et 1998. L'échantillon comprend 971 PAPE d'entreprises inscrites ensuite à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver, ou de l'Alberta.

	Actions ordinaires non SCD	Actions ordinaires SCD	Unités	Total
Nombre	445	433	93	971
Moyenne	20,57 %	135,41 %	40,06 %	73,65 %
Écart-type	0,56	1,73	1,46	1,41
t-statistique	7,65	16,21	2,63	16,2
Médiane	5 %	100 %	1 %	30 %

La sous-évaluation des SCD, déjà mise en évidence par Robinson (1997) est vraisemblablement liée à leur taille, très faible et à la faible valeur des titres. L'importante sous-évaluation de titres de sociétés qui détiennent des liquidités et un projet comme seuls éléments d'actif ne peut s'expliquer que par un processus de révélation progressive d'information, qui est souvent connue du promoteur dès le départ. Ce phénomène demanderait une analyse approfondie qui n'est pas entreprise ici. Les émissions d'unités sont également largement sous-évaluées par rapport aux émissions d'actions ordinaires traditionnelles. Cette sous-évaluation s'établit à 40,06 %. Ces résultats s'apparentent à ceux obtenus par Schultz (1993) et How et Howe (2001). Schultz (1993) précise que les entreprises qui choisissent d'émettre des unités sont relativement plus risquées et plus jeunes que celles qui choisissent d'émettre des actions ordinaires.

### 2.3.2 L'effet de la taille et des autres caractéristiques

Le tableau 11 montre que la SÉI, tout comme l'activité d'émission, n'est pas stationnaire. En 1993 et en 1994, la SÉI moyenne ainsi que le nombre des émissions initiales ont augmenté par rapport aux années antérieures. En 1996, le nombre des émissions initiales a augmenté de 107,31 % par rapport à celui de 1995 et la SÉI a augmenté. En 1997, la SÉI moyenne des actions ordinaires a atteint un maximum de 39,30 %. C'est aussi l'année qui a connu la plus grande effervescence puisque les entreprises ont prélevé 3328,5 millions de dollars<sup>28</sup>. En 1998, le nombre des émissions initiales ainsi que le degré de SÉI ont diminué<sup>29</sup>.

Les années 1993, 1994, 1996 et 1997 correspondent à des périodes d'activité intense et les années 1991, 1992, 1995 et 1998 à des périodes de faible activité. Ibbotson et Jaffe (1975) constatent que les périodes d'activité intense se caractérisent par un volume d'émissions élevé, une forte SÉI et par une diminution de la SÉI par la suite.

<sup>28</sup> Lowry et Schwert (2000) soulignent que le choix des entreprises de devenir publiques lorsque les émissions initiales d'actions sont fortement sous-évaluées est énigmatique.

<sup>29</sup> En 1998, le produit brut des émissions initiales a également baissé par rapport à celui de l'année 1997 (période chaude sur le marché des émissions). Ceci peut être expliqué par le fait que plus le nombre d'entreprises qui deviennent publiques augmente (année 1997), plus l'incertitude entourant la valeur de ces entreprises diminue. Par conséquent, les rendements initiaux subséquents baissent (année 1998).

Tableau 11 : Distribution annuelle de la sous-évaluation initiale des premiers appels publics à l'épargne canadiens réalisés au moyen d'actions ordinaires entre 1991 et 1998. L'échantillon comprend 971 PAPE d'entreprises inscrites ensuite à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver, ou de l'Alberta.

Année	Actions Ordinaires Non SCD		Actions ordinaires SCD		Total	
	Nombre	SÉI	Nombre	SÉI	Nombre	SÉI
1991	11	-4,85 %	2	0,55 %	19	8,07 %
1992	25	31,72 %** *	8	85,42 %**	38	34,92 %**
1993	78	15,87 %**	55	159,54 %*	147	79,40 %*
1994	70	17,85 %*	55	127,79 %*	141	64,88 %*
1995	41	16,87 %**	52	53,73 %*	101	35,34 %*
1996	85	13,25 %*	68	68,41 %*	162	36,24 %*
1997	88	39,30 %*	96	194,23 %*	209	107,93 %*
1998	47	13,79 %*	97	165,49 %*	154	111,78 %*
1991 - 1998	445	20,57 %*	433	135,41 %*	971	73,64 %*

Tableau 12 : Distribution par taille de produit brut des premiers appels publics à l'épargne réalisés au moyen d'actions ordinaires entre 1991 et 1998. L'échantillon comprend 878 PAPE d'entreprises inscrites ensuite à la Bourse de Toronto, de Montréal, de Vancouver, ou de l'Alberta. La sous-évaluation initiale (SÉI) est calculée selon les deux mesures suivantes : SÉI (1) : (moyenne des prix de fermeture des cinq premiers jours de transaction - prix d'émission)/ prix d'émission, SÉI (2) : [(moyenne des prix de fermeture des cinq premiers jours de transaction - prix d'émission)/ prix d'émission] – [moyenne de l'indice TSE 300 des cinq premiers jours de transaction – indice TSE 300 au moment où le prix d'émission est fixé]/ indice TSE 300 au moment où le prix d'émission est fixé].

Taille en millions de \$	Nombre	SÉI (1)	SÉI (2)
Taille < 1M\$	540	119,07 %* <sup>P(N)</sup>	124,11 %* <sup>P(N)</sup>
1M\$ ≤ Taille < 5M\$	101	31,03 %*	32,94 %*
5M\$ ≤ Taille < 10M\$	27	11,54 %***	11,22 %***
10M\$ ≤ Taille < 20M\$	65	3,6 %	4,28 %
Taille ≥ 20M\$	145	-1,36 %	-0,78 %
Total	878	20,57 %*	22,11 %*

\* Significatif à un seuil de 1 %; \*\* significatif à un seuil de 5 % et \*\*\* significatif à un seuil de 10 %. P test-t de différence de moyennes des deux groupes (Taille < 1M\$ et Taille ≥ 20M\$) significatif à 1 %. (N) tests de Kruskal-Wallis et de Mann-Whitney de différence de moyennes des deux groupes (Taille < 1M\$ et Taille ≥ 20M\$) significatifs à 1 %.

## 2.4 Conclusion

À taille égale, les coûts directs d'émission au Canada sont inférieurs à ceux qui prévalent aux États-Unis. Le coût des émissions initiales semble cependant élevé pour les petites entreprises. Ce coût peut influencer de façon significative leur compétitivité. Aux États-Unis, la collusion entre les courtiers a été mise en cause pour expliquer l'importance des coûts directs (poursuite du 7 %); il est possible que la situation soit identique au Canada, où l'on observe également une concentration des opérations de mise en marché des émissions.

En 1987, les gouvernements fédéral et provinciaux modifient la législation pour que les banques, les sociétés de fiducies et les firmes de courtage étrangères, puissent devenir propriétaires de firmes de courtage en valeurs mobilières. Ceci entraîne une restructuration profonde de la propriété dans l'industrie des valeurs mobilières. Les grandes banques canadiennes acquièrent

---

d'importantes firmes de courtage ou créent leur propre firme. Selon Stratégis<sup>30</sup>, l'industrie canadienne des valeurs mobilières compte, à la fin de 2001, 198 firmes de courtage (contre moins de 120 début 1990). Trois grands types de firmes de courtage coexistent soit les entreprises de courtage intégré (71 % du chiffre d'affaires du secteur), de courtage institutionnel (9 %) et de courtage de détail<sup>31</sup> (20 %). En 2001, les sept principales firmes de courtage intégré, y compris les filiales de courtage des six grandes banques canadiennes et une firme de courtage américaine importante, ont généré plus de 70 % du chiffre d'affaires de l'industrie. Il s'agit de :

- BMO Nesbitt Burns, propriété de la banque de Montréal,
- CIBC World Markets, propriété de CIBC,
- National Bank Financial, de la Banque Nationale du Canada,
- RBC Dominion Valeurs mobilières, propriété de la Banque Royale du Canada,
- Scotia Capital, appartenant à la banque de Nouvelle Écosse,
- *TD Securities*, propriété de groupe financier banque TD,
- Merrill Lynch, qui avait accaparé une fraction importante du marché canadien du courtage de détail, s'est retiré du marché de détail pour ne conserver que ses clients institutionnels. La CIBC a acquis les activités canadiennes de courtage de détail de Merrill Lynch à la fin de 2001 et ses services de valeurs mobilières et de fonds communs de placements en 2002<sup>32</sup>.

Les plus grandes banques ont tenté à plusieurs reprises de se regrouper. En 1998<sup>33</sup>, ces tentatives ont amené une nouvelle législation sur les regroupements dans les institutions financières. Fin 2001, toutes les grandes firmes de courtage intégré du Canada, qui génèrent environ 70 % des revenus de l'industrie, appartiennent donc à des banques dont six représentent plus de 90 % de l'actif bancaire total.

La sous-évaluation peut être liée au manque de compétition entre les courtiers, mais d'autres facteurs interviennent vraisemblablement comme le manque d'expérience et de pouvoir de négociation des entreprises, les techniques d'évaluation et de constitution du carnet d'ordres (Méthode du *book-building*) et le rôle des investisseurs institutionnels.

---

<sup>30</sup> [http://www.fin.gc.ca/toctf/2002/cansec\\_f.html](http://www.fin.gc.ca/toctf/2002/cansec_f.html)

<sup>31</sup> Les entreprises de courtage intégré desservent les marchés institutionnels et de détail. Les entreprises de courtage institutionnel oeuvrent auprès des caisses de retraite, les sociétés d'assurances, les fonds communs de placement, les banques et les sociétés de fiducie. Les firmes de courtage de détail offrent des produits et services aux investisseurs de détail.

<sup>32</sup> [http://www.cyberpresse.ca/reseau/economie/0111/eco\\_101110038598.html](http://www.cyberpresse.ca/reseau/economie/0111/eco_101110038598.html)

<sup>33</sup> Cooney (2001), p.1.

---

### 3. PERFORMANCE À MOYEN TERME

La performance et éventuellement la survie des titres émis lors des PAPE est un important sujet d'étude pour deux ensembles de raisons, liés aux émetteurs et aux investisseurs. Les coûts élevés des émissions initiales se justifient si l'opération permet ensuite aux entreprises de se financer à des coûts abordables, à l'aide d'émissions subséquentes. Ce ne sera pas le cas si les cours baissent de façon importante après l'émission. Par ailleurs, peu d'investisseurs s'intéresseront de façon durable aux PAPE si le taux de survie des entreprises est faible et le rendement médiocre. Toutefois, en termes de politique publique, une autre dimension doit être analysée. Il s'agit de la survie et du développement des entreprises nouvellement inscrites. Leur entrée en Bourse a un coût, pour les émetteurs comme pour les investisseurs qui achètent les émissions initiales. L'abaissement des normes a vraisemblablement un coût pour l'ensemble du marché, puisqu'il en réduit la liquidité. Il faut se demander dans quelle mesure les avantages tirés en termes de développement des entreprises en croissance justifient ces différents coûts.

La suite de cette partie traite donc en premier lieu de la survie et du développement des entreprises qui ont procédé à un PAPE. Elle présente ensuite une analyse de la performance boursière avant d'aborder les déterminants de cette performance et les expériences étrangères.

#### 3.1 Survie et développement

Le tableau 13 présente une répartition sommaire<sup>34</sup> des PAPE effectués par des sociétés canadiennes de 1991 à 1995, sur la base de leur situation en 2002. Les catégories suivantes ont été définies à la suite d'une recherche systématique basée sur l'ensemble des sources accessibles (SEDAR, Données du *Financial Post*, données boursières, Internet) : les titres délistés, les titres d'entreprises rachetées ou fusionnées et les titres toujours transigés.

Les titres délistés : il s'agit de sociétés dont les titres ont été suspendus ou délistés, le plus souvent en raison de difficultés financières, ou dont les titres sont transigés au comptoir.

Les titres rachetés, fusionnés : les titres ont disparu de la cote lors de rachat par une autre entreprise, par l'entreprise elle-même, par fusion ou par prise de contrôle inversée. Le plus souvent, ces rachats se sont faits à des valeurs très faibles, dans le cas des émissions de petite taille.

---

<sup>34</sup> L'analyse détaillée du développement des entreprises nouvellement inscrite demande un relevé des données fort laborieux, qui dépasse le cadre de la présente étude. Nous avons basé cette analyse sommaire sur la seule situation des sociétés inscrites à la fin de l'exercice clos en 2001.

---

Les titres toujours actifs ont été répartis en trois groupes, suivant la valeur comptable des capitaux propres en 2001<sup>35</sup> :

- Les titres en difficulté ont un avoir des actionnaires négatif. Leur continuité d'exploitation n'est pas assurée.
- Les titres à rendement faible ont un avoir des actionnaires positif et cependant inférieur au produit brut d'émission. Leur rendement comptable au cours de la période a donc été négatif.
- Les entreprises dont l'avoir net est supérieur au produit de l'émission ont eu un rendement comptable positif<sup>36</sup>. Toutefois, ce critère d'évaluation est très généreux puisqu'il ne prend pas en considération l'avoir avant le premier appel public ni le taux de rendement requis par les actionnaires.

Nous avons finalement calculé le nombre de sociétés toujours transigées dont l'avoir net dépassait 10 millions de \$, parmi celles dont le produit brut était inférieur à 5 millions de \$. Nous considérons que ces entreprises ont franchi la limite de la petite entreprise pour devenir des entreprises de taille moyenne<sup>37</sup>.

Le tableau 13 montre en premier lieu des taux de disparition très élevés par radiation de la cote ou acquisition. Ce phénomène touche toutes les catégories d'émission, mais la signification des rachats n'est pas la même suivant les tailles d'émission. Les petites émissions sont généralement acquises pour des montants très faibles, alors que les acquisitions des grandes émissions découlent en grande partie du mouvement de consolidation qui a touché plusieurs secteurs, notamment les pâtes et papier. En plus des radiations, si nous classons comme échec les émissions dont l'actif net est négatif ou inférieur au produit brut, le taux atteint 52,94 % pour les petites émissions. 28,10 % des sociétés survivent et ont fait augmenter leur produit brut d'émission. Seulement neuf sociétés de cette catégorie ont un avoir net supérieur à 10 millions \$ et peuvent donc être considérées comme des succès. Le taux de succès des petites émissions est donc de 5,9 %. Les valeurs correspondantes sont de 28,42% (échec) et 17,89 % (succès) dans le cas des émissions de 1 à 5 millions de \$. Dans ce dernier cas, la proportion de rachat est plus élevée (37,89 %). La proportion d'échec reste très élevée dans le cas des entreprises ayant émis entre 5 et 10 millions \$ (40,74 %). Elle est très faible dans le cas des émissions de plus de 100 millions \$ (0,6 %).

Les émissions de très petite taille ont donc des chances de succès extrêmement faibles. La rationalité économique de programmes qui visent à stimuler l'entrée en Bourse de très jeunes entreprises doit donc être évaluée sérieusement.

---

<sup>35</sup> Il s'agit de la valeur comptable de l'avoir aux derniers états financiers clos, entre le 30 septembre 2001 et le 31 août 2002, et disponibles sur la base *Cancorp Financials*.

<sup>36</sup> Ou légèrement négatif dans le cas où l'avoir des actionnaires était important avant l'émission.

<sup>37</sup> La Communauté Européenne a entrepris un vaste travail d'analyse et de consultation sur la définition des PME. La recommandation finale (datée de 25 juin 2002), place la limite entre les petites et les moyennes entreprises à 10 millions d'Euro de vente ou d'actif total, ce qui représente 16 millions de \$ canadiens. Avec 10 millions \$ d'avoir net, la société a normalement franchi ce seuil.



Tableau 13 : Distribution des sociétés canadiennes ayant réalisé un PAPE de 1991 à 1995, en fonction de leur statut en 2002, de la valeur comptable de l'avoir des actionnaires (AA), et du produit brut (PB) à l'émission. Les privatisations, les émissions réalisées dans le cadre du programme SCD et les émissions d'entreprises ayant leur siège social à l'étranger sont exclues de l'analyse. Les chiffres entre parenthèse représentent la fréquence relative, en pourcentage, pour une catégorie de taille donnée.

PB	Délistées	Acquises	Transigées			Total
			AA<0	0<AA<PB	PB<AA	
Moins de 1 M \$	41 (26,80)	29 (18,95)	28 (18,30)	12 (7,84)	43 (28,10)	153
1 à 5 M \$	15 (15,79)	36 (37,89)	8 (8,42)	4 (4,21)	32 (33,68)	95
5 à 10 M \$	8 (29,63)	11 (40,74)	2 (7,41)	1 (3,70)	5 (18,52)	27
10 à 50 M \$	9 (8,04)	54 (48,21)	4 (3,57)	7 (6,25)	38 (33,93)	112
50 M et plus	0 (0)	17 (48,6)	1 (0,3)	1 (0,3)	16 (45,8)	35

Sources : *Financial Post Report of New Issues*, *Cancorp Financials*, [www.sedar.com](http://www.sedar.com), [www.tsx.com](http://www.tsx.com) et recherches complémentaires sur Internet.

---

De façon générale, les chercheurs ont montré que les actions nouvellement émises souffrent d'un rendement anormalement faible dans les 3 à 5 années qui suivent l'émission, lorsque cette performance est ajustée pour tenir compte du rendement d'un indice de référence composé de titres comparables.

Cette situation prévaudrait dans de nombreux pays et Ritter (1998) en offre une récapitulation (tableau 4). La sous-performance est de l'ordre de -32 à -34 %, entre 1980 et 2000, aux États-Unis, à l'exclusion de la sous période 90-94 où elle n'est que de -7 % (Ritter et Welch, 2002). Loughran et Ritter (1995) obtiennent des résultats semblables en 1970 et 1990 aux États-Unis, et Levis (1993) au Royaume-Uni. Cai et Wei (1997) obtiennent des résultats similaires au Japon de 1971 à 1982. Jog (1997), à l'aide d'un échantillon composé de 254 émissions initiales canadiennes inscrites à la Bourse de Toronto entre 1971 et 1992, observe également une performance anormalement faible. Des travaux récents ont cependant critiqué les méthodes employées jusqu'à maintenant pour analyser ce phénomène et parfois mis en évidence des résultats contraires. Paudyal et al. (1998) calculent, à partir de 77 PAPE en Malaisie entre 1984 et 1995, des rendements anormaux ajustés des trois années suivant l'émission positifs et non significatifs (12,85%). Buser et Chan (1987) rapportent des rendements positifs ajustés de 11,2% au cours des deux années suivant l'émission pour un échantillon d'émissions initiales sur le NASDAQ, de 1981 à 1985. Kim et al. (1995), au moyen d'un échantillon de 169 émissions en Corée, rapportent une sur-performance des émissions initiales. Ce résultat pourrait être associé au fait que les firmes émettrices coréennes ont un historique d'opération plus long que, par exemple, les firmes émettrices américaines. L'âge moyen à l'émission est de 19,63 années pour l'échantillon de Kim et al. (1995) alors qu'il n'est que de 6,46 années pour les 1 526 firmes de l'échantillon de Ritter (1991). En accédant plus tardivement au marché boursier, les entreprises coréennes auraient donc des chances de survie plus importantes. La deuxième explication possible est liée au degré de sous-évaluation initiale élevé en Corée et à l'appréciation importante des prix durant le premier mois suivant l'émission. En excluant le premier mois de l'émission du calcul des rendements ajustés, les auteurs constatent que le rendement des émissions initiales en Corée ne diffère pas statistiquement de celui de l'échantillon de référence. Cette explication renvoie aux problèmes de mesure.

### 3.2 Les problèmes de mesure

La mesure des performances à long terme des émissions initiales soulève d'importants problèmes dont l'analyse dépasse largement le cadre de la présente étude<sup>38</sup>. De très nombreux choix méthodologiques sont offerts aux chercheurs. Ils concernent les rendements de référence (indices pondérés ou non, ou entreprises de contrôle), le mode de calcul des rendements excédentaires cumulés (sur base d'événement ou d'année) qui sont les différences entre les rendements observés et ceux qui servent de référence, et surtout sur le mode de simulation des stratégies d'investissement. Les méthodes de stratégies passives (BHAR pour *buy-and-hold average return*) s'opposent à celles des rendements cumulés. Dans le premier cas, la stratégie simulée consiste à acheter et à détenir, pendant une période de 3 à 5 ans, une partie de toute nouvelle émission sans que ce portefeuille ne soit rééquilibré. La méthode des résidus cumulés suppose que le portefeuille est re-pondéré périodiquement. Aucune méthode n'ayant montré une

---

<sup>38</sup> Voir Barber et Lyon (1997) et Kothari et Warner (1997) pour une étude de ces dimensions et Kooli et Suret (2003b) pour une synthèse.

---

supériorité absolue, et comme Brav et al. (2000) notent que la méthodologie utilisée pour mesurer la performance à long terme détermine directement la taille et la puissance du test statistique, il est recommandé d'utiliser simultanément plusieurs méthodes différentes. C'est ce qui est fait ci après.

### **3.3 La performance à moyen et long terme des émissions**

Les figures 3 et 4 illustrent les rendements excédentaires cumulés calculés à partir du prix d'émission pour l'ensemble des émissions initiales canadiennes excluant les émissions SCD, et pour lesquelles les données boursières ont été obtenues. Les rendements excédentaires sont calculés pour un portefeuille équipondéré, où un montant égal est placé dans chacune des émissions, puis sur une base pondérée où le montant investi est fonction de la taille relative de l'émission. La figure 4 montre que le mode de calcul influence peu le résultat obtenu et les résultats seront donc commentés globalement.

Le rendement élevé à l'origine des graphiques (jour 1) est dû au rendement initial élevé, mis en évidence dans la section précédente. En achetant les titres directement du courtier, l'investisseur réalise un rendement initial important, mais la valeur de son placement décroît rapidement ensuite et, sur une base équipondérée, un investissement initial dans les firmes émettrices aurait entraîné une perte de 19,96 % et de 26,5 % pour l'investisseur, après 36 ou 60 mois respectivement, par rapport à un investissement dans des firmes non émettrices depuis 5 ans. L'investisseur subit également une perte en investissant dans les firmes émettrices dès la première année de transaction. La perte maximale survient au 60e mois de l'émission. Sur une base pondérée par les capitalisations, un investissement initial dans les firmes émettrices aurait entraîné une perte de 12,32 % et de 20,61 % pour l'investisseur, après 36 ou 60 mois respectivement par rapport à un investissement dans des firmes non émettrices. La pondération par les capitalisations diminue considérablement la sous-performance à moyen et à long terme des émissions initiales canadiennes mais n'entraîne pas sa disparition. Ceci indique que la sous-performance est plus importante pour les émissions de petite taille que pour celles de plus grande taille.

Figure 3 : Rendements excédentaires cumulés (CAR). L'échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux Bourses de Toronto, Montréal, Vancouver et de l'Alberta (excluant les JCP) et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. La performance à long terme est calculée à partir du prix d'émission. CAR VW indique les rendements pondérés par les capitalisations et CAR EW indique les rendements équipondérés.

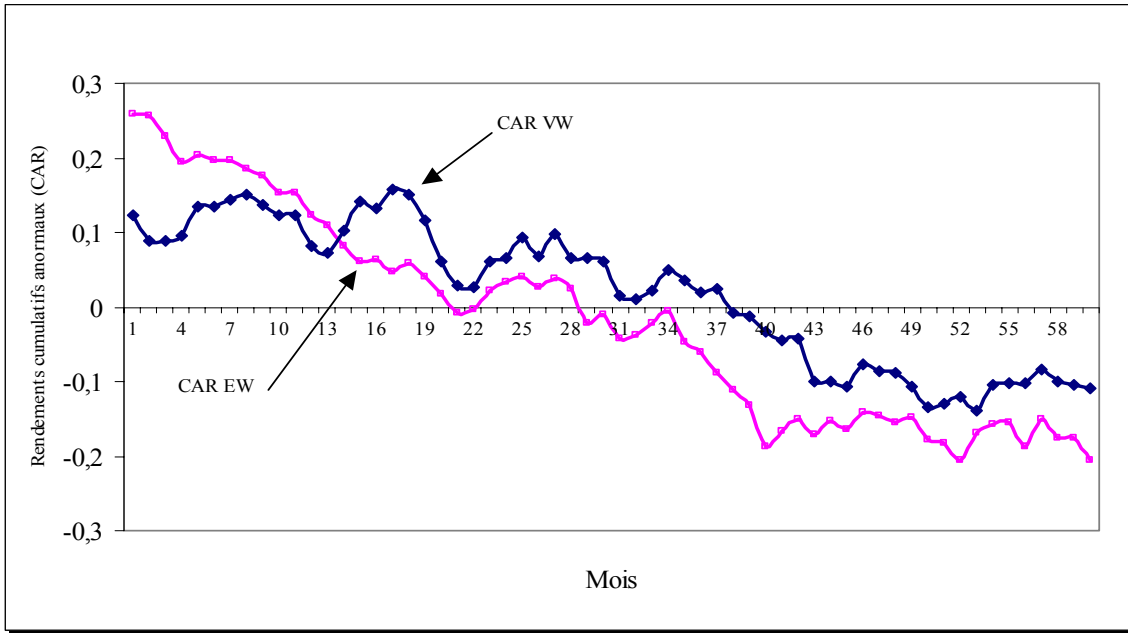
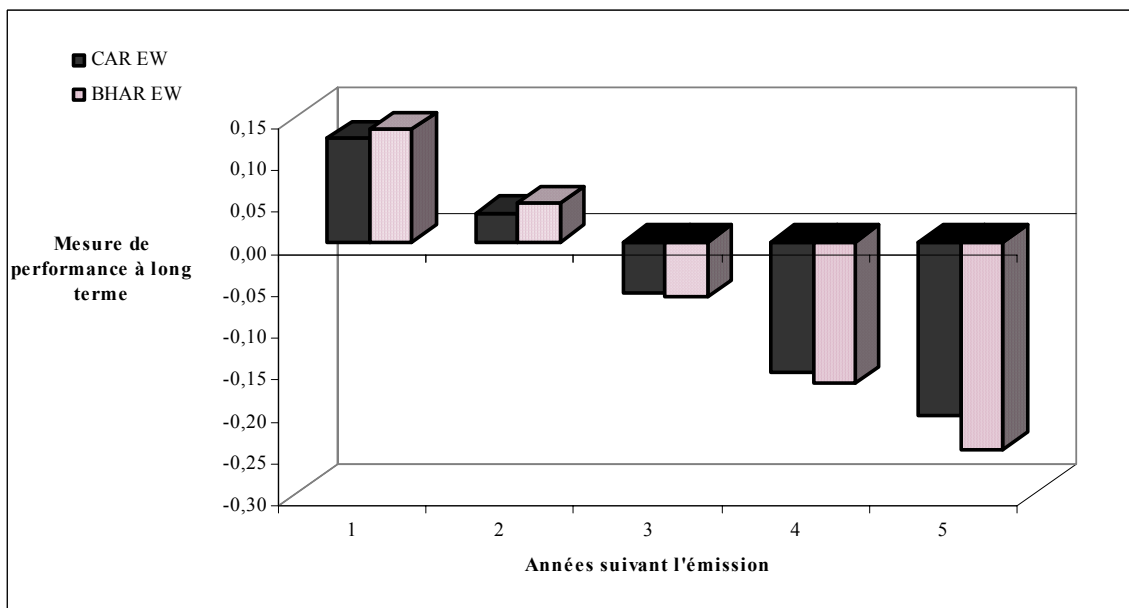


Figure 4 : Rendements anormaux cumulés (CAR) et rendements anormaux générés par une stratégie passive (BHAR). L'échantillon est composé de 445 émissions initiales inscrites aux Bourses de Toronto, Montréal, Vancouver et de l'Alberta et ayant eu lieu entre janvier 1991 et décembre 1998. La performance à long terme est calculée à partir du prix d'émission. Les calculs de performance sont fait sur une base équipondérée (EW).



---

## 3.4 Les facteurs qui expliquent le succès des émissions

### 3.4.1 La taille

La segmentation de l'échantillon sur la base du produit brut de l'émission révèle que les émissions dont le produit brut a été inférieur à 10 millions de dollars provoquent une perte relative plus importante que celles dont le produit brut dépasse cette limite. Au 48e et 60e mois de l'émission, le BHAR des émissions de petite taille est de -42,58 % et -44,86 % respectivement, alors que celui des émissions de grande taille est de -7,9 % et -3,1 % respectivement. Au cours des 5 ans qui suivent leur émission initiale, les titres faiblement capitalisés perdent la moitié de leur valeur, lorsque les fluctuations des marchés sont prises en compte. Ce résultat découle de la disparition d'une proportion importante des titres des petites entreprises admises en Bourse. L'étude des statuts actuels des émissions demanderait une analyse approfondie. De nombreux titres sont en effet considérés comme toujours transigés même si le prix est infime et les échanges très rares. Nous avons montré à la section 3.1 que les taux de survie étaient positivement liés à la taille des entreprises.

### 3.4.2 Les périodes d'émission

Les années 1991, 1992, 1995 et 1998 sont des périodes de forte activité (*hot*) alors que 1993, 1994, 1996 et 1997 sont des périodes calmes (*cold*), en dépit de quelques émissions de filiales qui ont levé des sommes importantes au Canada. Cette segmentation révèle que la sous-performance n'est pas un phénomène général. Au 36e mois de l'émission, le BHAR est de -24,06 % pour les émissions *hot* alors qu'il est de -8,06 % pour les émissions *cold*. Au 60e mois de l'émission, le BHAR est de -40,38 % pour les émissions *hot* alors qu'il est de -11,47 % pour les émissions *cold*. La sous-performance serait donc davantage marquée lorsque les émissions se font dans une période d'émission intense.

### 3.4.3 Le secteur des technologies

Lorsque l'échantillon est segmenté par industrie<sup>39</sup>, nous constatons que la sous-performance varie considérablement d'un secteur à un autre. Ainsi, par exemple, les émissions initiales du secteur des services financiers ont un rendement ajusté positif au cours de cinq années suivant l'émission. Les caractéristiques particulières des entreprises financières par rapport aux entreprises industrielles et commerciales pourraient expliquer cette performance positive. Ce groupe comprend notamment les démutualisations, qui jouent un rôle important lorsque les valeurs pondérées par les capitalisations sont utilisées.

Les émissions des secteurs minier, pétrolier et gazier sous-performent considérablement cinq ans après l'émission. L'incertitude ex ante qui caractérise ces émissions pourrait expliquer cette sous-performance à long terme.

---

<sup>39</sup> La répartition sectorielle se base sur celle du système électronique de données d'analyse et de recherche (SEDAR) disponible à l'adresse suivante : [www.sedar.com](http://www.sedar.com).

---

Les émissions initiales technologiques performant faiblement au cours de la première année, suite à une forte sous-évaluation initiale (19,77 %), mais sous-performent par la suite jusqu'à la cinquième année d'émission. Ceci ne vaut que lorsque la performance est calculée à partir du prix d'émission. La performance mesurée à partir du prix du marché est très fortement négative.

Les émissions initiales canadiennes offrent donc, au cours des 5 années étudiées, des rendements inférieurs à ceux d'un échantillon composé de firmes non émettrices de capitalisation boursière similaire. Les implications de ce constat, qui touche particulièrement les émissions de petite taille, sont importantes. Les deux principales sont la difficulté de maintenir durablement l'intérêt des investisseurs pour ce type de placements. La seconde est le coût élevé des émissions subséquentes. L'un des objectifs majeurs de l'émission initiale, soit la baisse du coût de financement, ne serait donc pas atteint.

### 3.5 Les expériences étrangères

Aux États-Unis, grâce au programme SCOR (*Small Corporate Offering Registration*) et à certaines formes de placements directs dispensés de l'enregistrement auprès de la SEC (réglementation A, D et Intrastate), les petites entreprises en démarrage peuvent lever des fonds plus facilement et de façon moins onéreuse<sup>40</sup> que par émission initiale conventionnelle. Les montants levés sont moindres. Ils se situent entre 1 et 20 millions de \$, ce qui correspond à la très grande majorité des émissions canadiennes. Les exigences de divulgation sont réduites et, ces émissions sont régies localement. Elles font partie des titres non couverts par la SEC, aux termes du NSMIA (1996). L'émission peut être vendue par l'entreprise, ou par un agent de vente commissionné, et utiliser les moyens de communications de masse, dont l'Internet. Le programme SCOR ou (*Small Corporation Offering Registration*)<sup>41</sup> développé par la *North American Securities Administrators Association* (NASAA) conjointement avec l'*American Bar Association*, existe dans 45 États américains. Ce programme était à l'origine destiné à enregistrer, au niveau des États, les offres de titres bénéficiant de l'exemption prévue par la règle 504 de la SEC, pour les ventes de titres jusqu'à 1 million de \$. Il limite le montant émis à 1 million \$ pour chaque période de 12 mois avec un prix d'offre unitaire minimal de 5 \$ (2 \$ dans certains États). Les compagnies doivent remplir un formulaire U-7 plus simple que celui de la SEC<sup>42</sup>. Dans la plupart des États, les états financiers doivent être vérifiés si l'émission dépasse 500 000 \$, et des conditions de revenu minimal sont parfois imposées aux investisseurs. Pour faciliter la tâche des entreprises qui émettent dans plusieurs États, des programmes SCOR ont été mis en place sur un échelle régionale<sup>43</sup>.

Dans un premier temps, les titres émis mais dispensés de l'enregistrement auprès de la SEC n'étaient pas échangés. Pour résoudre ce problème, la SEC a autorisé en 1995 le Pacific Stock Exchange à coter sur la place publique les titres soumis à la réglementation SCOR et à la

---

<sup>40</sup> Le coût d'une émission directe ou DPO, qui se fait sans courtier, représenterait environ 10 % de celui d'une IPO, selon T. Stewart-Gordon éditeur de *SCOR report*, journal sur le financement alternatif, voir <http://www.dfdpo.com/article8.htm>.

<sup>41</sup> *The Full Disclosure Act, the New Issues Act, the Truth in Securities Act, ou the Prospectus Act*. Pour plus de détails concernant ce programme, voir <http://www.nasaa.org/>.

<sup>42</sup> Le formulaire consiste en 50 questions relatives à l'historique de l'entreprise, aux principaux risques auxquels seront confrontés les investisseurs, au montant requis, et à la façon dont l'entreprise compte le dépenser.

<sup>43</sup> Une région est un regroupement de plusieurs États ; il existe actuellement 4 régions.

---

réglementation A<sup>44</sup>. La grande majorité des entreprises utilisent cependant ce type d'émission comme un placement privé, et les investisseurs détiennent les actions jusqu'à ce que l'entreprise soit vendue, fasse une introduction en Bourse, ou rachète ses propres actions.

Les législations SB-1 et SB-2 se distinguent des autres types d'émissions propres aux petites entreprises en ce qu'elles correspondent à des émissions publiques initiales, devant être enregistrées auprès de la SEC, réservées aux petites entreprises. Elles concernent toutefois des émissions de 10 millions \$ et moins (SB-1) et de 25 millions \$ et moins (SB-2). Les entreprises doivent s'inscrire auprès de la SEC, mais les procédures sont simplifiées. Il reste à déterminer si ces procédures allégées permettent la création de sociétés viables.

Le tableau 13 présente la distribution annuelle des émissions des entreprises de petite taille aux États-Unis entre 1984 et 2001. Les données proviennent de Stewart Gordon (*Dallas SCOR-report*) et de la SEC<sup>45</sup>. Sur l'ensemble de la période, 1983 émissions ont été réalisées pour un produit brut global de 3,75 milliards \$ US (échantillon initial). Très rares dans les années 80, ces émissions deviennent beaucoup plus fréquentes à partir de 1993 (166 émissions, soit une augmentation de 77 % par rapport à 1992) et culminent en 2000 (285).

À partir de cet échantillon initial, il a été possible de retracer les entreprises ayant ensuite inscrit leurs titres sur une Bourse nationale. Dans la mesure où il s'agit d'une preuve tangible de la croissance de l'entreprise, qui remplit alors les critères minimaux d'inscription à la cote et a besoin de financement pour poursuivre son développement, l'inscription en Bourse d'une petite entreprise ayant réalisé un PAPE est un succès. Dans cette perspective, le taux de réussite global des émissions n'est que de 5,40 %, ce qui correspond à 107 PAPE (échantillon final). La distribution annuelle des émissions réussies est similaire à celle de l'échantillon initial. Le tableau 17 révèle une large proportion des émissions relevant des réglementations SB2 et A, au sein de l'échantillon final : 80 entreprises sur 107 connaissent un succès (47 ont émis en vertu de la réglementation A et 33 ont utilisé la réglementation SB2). Par contre, aucune des entreprises ayant réalisé, entre 1984 et 2001, une émission selon la législation *Intrastate* ou SB1 ne parvient ensuite au stade de l'entrée en Bourse.

La répartition sectorielle de l'échantillon final (tableau 14) montre que les entreprises des secteurs financiers, technologiques et des services sont prépondérantes<sup>46</sup> (60,7 %). Les secteurs des matériaux de base et des biens durables sont en revanche sous-représentés (10,3 %).

---

<sup>44</sup> À condition qu'ils respectent les conditions minimales d'inscription, voir <http://www2.inc.com/search/1897-print.html> ou <http://www.millcapquest.com/faq.htm>. Cependant, la SEC en vertu du NSMIA (1996) a incorporé le Pacific Stock Exchange aux marchés dits nationaux le 13 janvier 1998, et les titres qui s'y inscrivent sont maintenant couverts au sens du NSMIA.

<sup>45</sup> <http://www.scor-report.com> et <http://www.sec.gov/>.

<sup>46</sup> Sur la base de la classification sectorielle proposée par Stewart Gordon.

Tableau 14 : Échantillon initial des émissions des entreprises américaines de petite taille incluant les émissions directes entre 1984 et 2001, et échantillon final des émissions ayant ensuite réussi une introduction en Bourse

Type d'émission	Échantillon initial		Échantillon final		Taux de réussite
	Nombre	Produit brut en M \$ US	Nombre	Produit brut en M \$ US	
Émissions directes					
SCOR	770	537,1	23	15,8	2,99 %
Reg. A	566	1 479,5	47	123,9	8,30 %
Reg. D-504	53	32,4	4	3,1	7,55 %
Intrastate	174	437,0	0	0	0,00 %
Émissions initiales					
SB-1	14	21,8	0	0	0,00 %
SB-2	406	1 236,9	33	137,7	8,12 %
Total	1983	3 744,8	107	280,5	5,40 %

Source des données : SEC <http://www.sec.gov/> et SCOR report <http://www.scor-report.com>. Le taux de réussite est le rapport entre le nombre des émissions réussies (ayant réalisé une introduction en Bourse) selon une réglementation et le nombre total des émissions réalisées en vertu de la même réglementation.

Il ne semble pas que les initiatives américaines axées vers l'entrée en Bourse d'entreprises de petite taille puissent être considérées comme des succès. Le taux d'entrée en Bourse est très faible et la majorité des entreprises financées de cette façon ne parvient pas à se développer.

### 3.6 Conclusion et implications en termes de politique

La performance des émissions initiales au Canada est décevante. Elle ne se distingue pas en cela des émissions effectuées sur les autres marchés développés. Toutefois, le rendement à moyen terme des émissions de petite taille est de l'ordre de -50 % au cours des 5 années qui suivent l'émission et le taux de survie à 5 ans est de l'ordre de 60 %, pour les émissions du début de la décennie. Les États-Unis ont procédé à divers allègements réglementaires pour faciliter l'accès au financement aux entreprises de petite taille. Les données fragmentaires que nous avons pu recueillir et étudier ne permettent pas de considérer ces programmes comme des succès.

Il est possible que la performance boursière décevante traduise une performance opérationnelle faible après l'émission, cachée aux investisseurs par des manipulations comptables lors de l'établissement des prospectus. Au moins quatre études américaines ont mis ce phénomène en évidence, ainsi que l'incapacité des investisseurs à détecter ces manipulations. Si cette observation était fondée, elle impliquerait un rôle accru de surveillance de la part des commissions de valeurs mobilières. Nous n'avons pas d'évidence, pour le moment, d'un tel problème au Canada. Il nous semble plus vraisemblable d'associer la piètre performance des PAPE au Canada au fait qu'ils sont proposés par les entreprises de petite taille dont l'historique est souvent très court. Ces entreprises n'ont pas été en mesure de développer et de consolider un avantage concurrentiel qui est l'élément de base de la création de richesse et de progression de la valeur.



---

#### 4. LES IMPLICATIONS EN TERMES DE RÉGLEMENTATION ET D'INTERVENTION

Nous tentons dans cette section d'élaborer les implications des observations des sections précédentes en termes de politique et de réglementation. Les dysfonctions du marché des petites émissions (rareté relative, coût élevé, performance à moyen terme médiocre) sont d'autant plus paradoxales que les pouvoirs publics sont intervenus massivement pour stimuler l'offre de capital de risque dont l'une des voies de sortie naturelle est l'émission initiale. La stimulation a été telle que les montants prélevés annuellement lors d'émissions par les entreprises technologiques sont très largement inférieurs à ceux que collecte l'industrie du capital de risque. Le nombre d'émissions initiales appuyées par le capital de risque est très faible. L'industrie du courtage ne semble pas envisager de modifier les modes d'émissions, et le rôle des investisseurs institutionnels est ambigu. Ces divers éléments appellent une réflexion approfondie.

En 1994, MacIntosh mentionnait plusieurs barrières de nature institutionnelle ou réglementaire au financement des entreprises innovantes au Canada. Il précisait alors (p. 7) : *(Canadian) small firms appear to "Go Public" or sell their shares to public investors, far less often than their U.S. counterpart.* La présente étude montre que cette situation a peu changé, même si le programme SCD a accru sensiblement le nombre d'entrées en Bourse de sociétés de petite taille. Pourtant, au cours des années 90, l'environnement institutionnel et réglementaire a connu d'importants changements

##### 4.1 L'abaissement des normes d'entrée en Bourse

###### 4.1.1 L'évolution

Au fil des années et souvent en relation avec les programmes mis en place pour favoriser la capitalisation des petites entreprises, les normes minimales d'entrée en Bourse ont été progressivement abaissées au Canada. Les SCD représentent un cas extrême, où l'entrée se fait sans historique et sans opération, avec une capitalisation de quelques milliers de \$. Les SCD permettent l'entrée en Bourse d'entreprises de très petite taille<sup>47</sup>. Le Régime d'épargne actions du Québec avait déjà provoqué une baisse sensible des conditions minimales d'inscription à la Bourse de Montréal. Le TSX permet l'inscription de sociétés technologiques et industrielles dont l'avoir net tangible est de 1 million \$ (catégorie 1) ou encore sans exigence d'avoir net tangible (catégorie 3). A titre de comparaison, les exigences minimales pour accéder au segment le moins exigeant de la Bourse régionale des valeurs mobilières de l'Afrique de l'Ouest est de 500 000 \$. Les normes minimales d'accès en Bourse au Canada se rapprochent donc ou sont inférieures à celles qui prévalent sur les marchés de pays en voie de développement.

---

<sup>47</sup> La politique 2.4 précise que l'émetteur résultant d'une restructuration (à l'issue de l'opération admissible) doit satisfaire aux exigences minimales d'inscription de la Bourse relatives au secteur d'activité dans lequel il évolue et aux groupes 1 ou 2 définis par la politique 2.1 exigences minimales, soit respectivement 5 millions ou 1 millions \$ d'actif net tangible.

---

La présente étude montre que les émissions d'entreprises de petite taille sont coûteuses, fortement sous-évaluées et offrent en moyenne une performance à moyen terme médiocre. Dans une étude parallèle (Carpentier et al., 2003), nous montrons que les entreprises issues du programme SCD demeurent, plusieurs années après la transaction admissible, des petites entreprises au sens habituel du terme, avec un chiffre d'affaires de l'ordre de 10 millions de \$. Dans l'analyse du REAQ (Suret, 1994) nous avons mis en évidence le taux de disparition et la performance très médiocre des émissions de petite taille effectuées dans le cadre de ce programme. Sur 215 émissions répertoriées de 1979 à 1990 dans le volet « développement » de ce programme, 34 sont demeurées fermées et 15 se transigeraient à la fin de décembre 1993 à un cours supérieur à leur prix d'émission ajusté pour les fluctuations de l'indice, alors que 9 avaient fait l'objet de rachat dans des circonstances semblables. La proportion de succès s'établissait alors à 15/215, soit 7 % environ. Ce taux est fort semblable à celui mesuré dans la présente étude, que ce soit pour les émissions canadiennes de petite taille (1 million \$ et moins) ou pour celles effectuées aux États-Unis sous la réglementation locale.

#### ***4.1.2 La performance des émissions et l'abaissement des normes***

Les programmes REAQ – Développement, SCD, SCOR aux États-Unis ainsi que l'abaissement des normes minimales d'entrée en Bourse partagent un objectif commun : faciliter le financement des entreprises en leur permettant d'accéder plus rapidement et à moindre coût au financement public. Ces divers programmes ne semblent toutefois pas permettre le développement d'entreprises rentables, qui permettraient aux investisseurs d'obtenir un taux de rendement décent. En termes économiques, et en dépit de l'importance que peuvent représenter les entreprises de petite taille, il est permis de se demander si ces incitatifs ne conduisent pas à une allocation sous optimale des fonds. Lorsque les investisseurs perdent environ 50 % de leur mise de fonds en 5 ans, la réponse semble évidente. Les divers travaux canadiens et américains montrent que l'avenir des entreprises de petite taille qui s'inscrivent en Bourse est généralement difficile. L'expérience européenne, où l'indice du nouveau marché a perdu 84 % de sa valeur entre décembre 99 et décembre 2002, montre que ce phénomène n'est pas limité à l'Amérique du Nord. Il ne suffit pas que l'entreprise entre en Bourse pour que sa progression soit assurée. L'analyse des conditions minimales qui rendent plausibles le succès des émissions dépasse le cadre de la présente étude. Elle devrait cependant être entreprise. Il semble clair que l'abaissement des normes et la situation de l'entrée en Bourse ne constituent pas des moyens efficaces de promouvoir le développement des entreprises en croissance. Le fait que 5 % seulement des PAPE d'un montant inférieur à 1 million \$ ne parviennent pas à se développer suffisamment pour acquérir, après 5 à 10 ans, un statut autre que celui des PME devrait conduire les autorités à restreindre et non à faciliter l'entrée en Bourse d'entreprises petite taille.

---

### 4.1.3 *Le suivi par les analystes*

Les normes minimales d'inscriptions permettant le succès devraient être étudiées à la lumière des éléments suivants :

- La notion de capitalisation disponible suffisante. Le *float* est le résultat de la taille de l'émission et de la répartition des titres entre les investisseurs. L'abaissement des normes de capitalisation n'est donc possible que si la part des émissions cédées aux institutionnels est limitée. L'étude de normes d'inscription basées sur le capital disponible au lieu du capital total devrait être étudiée.
- La couverture par les analystes. Le fait que les analystes financiers s'intéressent ou non à un titre est un élément important du succès à moyen terme des émissions. Chen et al (2002) montrent que le niveau de couverture des titres par les analystes influence la valeur de ces titres, et que l'effet diffère suivant la catégorie des analystes. Ceux qui appartiennent à de grandes firmes de courtage d'envergure nationale ont un effet plus important sur la valeur des titres que ceux qui sont à l'emploi de firmes régionales. L'effet le moins important est obtenu par les analystes des sociétés non impliquées dans le courtage. Sayrak et Dhiensiri (2003) montrent qu'aux États-Unis, le démarrage de la couverture d'un titre par les analystes est associé à un rendement positif de l'ordre de 3 %. Ces résultats sont cohérents avec l'hypothèse qui veut que les analystes financiers procurent une information valable pour les investisseurs et permettent de réduire l'écart informationnel entre les entreprises et le marché. Sayrak et Dhiensiri observent que l'effet de la couverture des titres est plus élevé pour les titres du NASDAQ que pour ceux du NYSE. Ce résultat est lié au fait que l'asymétrie informationnelle est vraisemblablement plus importante pour les titres du NASDAQ. L'activité d'analyse est donc plus importante dans ce cas.

Aux États-Unis, le rôle clé des analystes dans les émissions initiales est reconnu par le NASDAQ (2001) : *An effective investor relation (IR) program can reinforce a company's strengths, strategy and key executives-and it is vital to helping a company achieve its goal of maximizing shareholder value (...)* *The foundation of most IR program is built on contact with sell-side analysts. They are the key link to the buy-side, provide research, recommending stocks and overseeing transactions.* Das et al (2002) considèrent que les résultats de leur étude de la couverture des PAPE *are consistent with a market of powerful analysts, whose coverage on firms determines investor's demand an interest in IPO stocks.* Ces auteurs montrent qu'après un an, 73 % des PAPE de la période 1985-1995 sont suivis par les analystes et que ce pourcentage passe à 83 % après trois ans. La rapidité et l'intensité des couvertures sont directement associées à la taille de l'émission, et au niveau de prestige des courtiers souscripteurs à la capitalisation. Il existe par ailleurs une relation positive entre la couverture et la performance à moyen et long terme des émissions.

L'intérêt des analystes semble donc être une condition importante du succès des PAPE. Or, même aux États-Unis où les émissions et les entreprises émettrices sont de taille beaucoup plus importante, une proportion importante des émissions initiales n'est pas suivie de façon régulière. Il est extrêmement probable que la très grande majorité des PAPE au Canada ne soient pas étudiées par les analystes.

---

Cette dimension appelle des vérifications au Canada, mais L'Her et Suret (1996) rapportent qu'en 1995, seulement 203 titres canadiens faisaient l'objet d'une couverture active impliquant plus de cinq analystes financiers. Le nombre de titres suivis était de 458. Il est donc très peu vraisemblable que des titres nouvellement émis soient suivis intensivement par des analystes au Canada.

L'absence de couverture par les analystes, une capitalisation disponible insuffisante et la faiblesse des rentabilités laissent peu d'espoir aux nouvelles émissions canadiennes. Les politiques qui ont conduit à abaisser les normes et à stimuler les nouvelles émissions peuvent certainement être qualifiées de dangereuses. Elles ne conduisent pas à l'allocation optimale de l'épargne, occasionnent des transferts de richesse vers les intermédiaires et débouchent sur de rares succès. Dans les conditions où elles sont faites au Canada, les émissions de petite taille sont davantage un problème qu'une solution aux difficultés de financement.

## **4.2 Le capital de risque et les émissions initiales**

### **4.2.1 Le paradoxe**

L'activité de financement public des entreprises technologiques est donc très modérée au Canada, lorsqu'on la compare à celle qui prévaut aux États-Unis. Ce résultat est paradoxal compte tenu de l'activité intense revendiquée par les sociétés de capital de risque. En 1999 par exemple, le rapport de l'association canadienne rapportait plus de 1 200 investissements dans les secteurs technologiques, et les fonds sous gestion dépassaient 12 milliards de \$. Au Canada, le capital de risque est devenu une source de financement beaucoup plus importante pour les entreprises en croissance que ne l'est le financement public, comme le montre le tableau 16. Sur la période 1992 à 2000, il existe en effet plus de 2 fois plus de financement par capital de risque que de financement par premier appel public à l'épargne des sociétés technologiques.

Certains résultats laissent croire que les sociétés de capital de risque sont peu impliquées dans le financement par émissions initiales. Cumming et McIntosh (2000) ont relevé, d'après les données de l'ACVC, 33 émissions initiales liées à des sociétés de capital de risque au Canada, entre 1992 et 1995, ce qui représente 4,5 % des 662 émissions effectuées au cours de la période. Ce pourcentage est cohérent avec nos estimations qui situent la proportion des émissions liées au capital de risque à 10 % environ, pour l'ensemble de la période 1991-1999 (en excluant les émissions réalisées dans le cadre du programme de sociétés de capital de démarrage).

Toutefois, les émissions initiées par les sociétés de capital de risque concernent surtout des entreprises technologiques. Trente-trois des 86 émissions technologiques de la période 1992-1995 leur sont attribuées, soit 38 %. Les sociétés de capital de risque semblent avoir un effet modeste sur l'activité d'émissions initiales dans son ensemble, mais sont responsables d'une proportion significative des émissions technologiques. Toutefois, il existe une disproportion importante entre l'activité totale des sociétés de capital de risque au Canada et les huit émissions technologiques que l'on peut leur attribuer, en moyenne, chaque année. Par ailleurs, les modes de sortie des investisseurs en capital de risque diffèrent sous deux dimensions importantes : les rachats par l'entreprise sont beaucoup plus nombreux (en pourcentage) au Canada qu'aux États-Unis et les radiations sont plus fréquentes aux États-Unis. Toutefois, les comportements sont semblables en ce qui concerne la proportion d'émissions initiales (voir tableau 15).

Tableau 15 : Modes de disposition de sociétés de capital de risque aux États-Unis et au Canada

Mode de disposition	États-Unis	Canada
Radiation	29,5%	20,1%
PAPE	26,8%	26,9%
Acquisition	26,8%	11,9%
Vente	8%	9%
Rachat	5,3%	30,6%
Autres	3,6%	1,5%

Source : à partir de Cumming et MacIntosh (2002).

Tableau 16 : Distribution annuel du montant annuel de financement par premier appel public à l'épargne, au moyen d'actions ordinaires et d'autres actions, des entreprises technologiques et distribution annuel des fonds gérés par les investisseurs en capital de risque, au Canada.

Année	Montant annuel de financement par premier appel public à l'épargne des entreprises technologiques,	Montant annuel des fonds investis par les investisseurs en capital de risque,
	en milliard \$	en milliard \$
1992	0,17	0,3
1993	0,62	0,42
1994	0,27	0,46
1995	0,37	0,67
1996	0,76	1,09
1997	2,19*	1,82
1998	0,54	1,66
1999	0,42	2,72
2000	1,85	6,63
Total	7,20	15,77

\* L'année 1997 est très influencée par quelques émissions, notamment de filiales telles que *Bell Canada International*, *AT&T Canada inc.* pour 640 millions \$, ainsi que *Microcell* et *Telesystem* (pour 307,60 millions \$). Source des données relatives aux montants annuels investis par les investisseurs en capital de risque entre 1992 à 1997 : montant annuel des fonds investis par les investisseurs en capital de risque<sup>48</sup>, SECOR, 1998, p.13, (diagramme 5), et pour 1998 à 2000 : site de l'association canadienne du capital de risque [http://www.cvca.ca/statistical\\_review/index.html](http://www.cvca.ca/statistical_review/index.html). Montant annuel du financement public des entreprises technologiques : *Financial Post, Report of New Issues*.

<sup>48</sup> Notons cependant qu'au Canada, les fonds de travailleurs sont inclus dans la définition du capital de risque, or une partie des investissements de ces fonds ne correspondent pas à du capital de risque.

---

#### 4.2.2 *Le financement pré-IPO*

Au Canada, les caisses de retraite investissent peu dans les entreprises en croissance. En 1999, 5,6 % seulement du nouveau capital de risque généré au Canada provenaient de fonds de pension investissant du capital dans des fonds à risque au Canada. En 2000, cette part a atteint 11 %, mais elle est retombée à 3 % en 2001, tandis qu'aux États-Unis, 40 % du total des nouveaux engagements de capitaux provenaient de fonds de pension en 2000<sup>49</sup>. SECOR (1998, p.11) fait le même constat pour l'ensemble des années 1990 : « Quoique les fonds de pension, les compagnies d'assurance et les fondations soient les principales sources de capital de risque aux États-Unis, ces investisseurs institutionnels ont effectivement (...) délaissé le marché du capital de risque au Canada au cours des 10 dernières années ».

Il est possible que, par tradition, les fonds de pension canadiens choisissent de ne pas retenir cette catégorie d'actifs ou que la réglementation restreigne cette opportunité d'investissement. Il est également vraisemblable que ces institutions ne soient pas dotées du personnel qualifié pour évaluer la rentabilité de ce type de projets. Il est également possible que les caisses jugent la liquidité de ces placements insuffisante, dans la mesure où le mode de sortie privilégié des investisseurs en capital de risque est le rachat de l'entreprise par ses dirigeants. Il est possible, enfin, que les caisses de retraite soient simplement évincées du marché du capital de risque canadien, en raison d'une surabondance de l'offre de capital de risque provenant d'organismes gouvernementaux notamment. Comme le montre SECOR (1998, diagramme 1), la part de ces fonds gouvernementaux dans le total des sources de capital de risque ne cesse d'augmenter depuis le début des années 1990. Cumming et MacIntosh (2002) montrent que certaines politiques peuvent être directement responsables de lacunes dans le fonctionnement du capital de risque au Canada. Ils mettent en évidence l'effet globalement négatif des fonds de travailleur sur l'offre de capital, en raison d'un fort effet d'éviction des fonds privés.

#### 4.2.3 *La fragmentation du capital de risque*

Le capital de risque au Canada est largement influencé par les fonds de travailleurs, dont les portefeuilles correspondent d'ailleurs mal au profil typique des investissements en capital de risque. Certains de ces fonds ont atteint des tailles importantes, mais ont adopté une structure régionalisée qui contribue au morcellement des ressources. Les fonds autres que les fonds de travailleurs sont généralement de petite taille. Le profil des répondants au relevé annuel de l'Association canadienne de capital de risque indique que ceux-ci détiennent, en moyenne, 27 placements en 1999. Cumming (2003) analyse 214 fonds canadiens et calcule que chacun des fonds de travailleurs détient en moyenne 32 investissements pour l'ensemble des fonds. Les fonds canadiens sont donc, en moyenne, de petite taille. Le suivi des rondes successives de financement peut s'avérer difficile et des fonds dont les ressources sont limitées peuvent être réticents à financer les rondes de financement précédant les PAPE. Il est possible que l'une des explications à l'entrée hâtive des entreprises et à la rareté des *Venture-Backed IPO* se trouve dans cette situation.

---

<sup>49</sup> Selon les constatations de la dernière Table ronde sur les possibilités d'affaires électroniques canadiennes <http://benefice-net.branchez-vous.com/nouvelles/02-03/06-176501.html>

---

Dans la mesure où l'aide importante apportée à l'offre de capital de risque ne permet pas l'arrivée en Bourse d'un nombre significatif d'entreprises viables ni le financement des rondes de financement préalables au PAPE, les politiques d'intervention en ce domaine, incluant les crédits d'impôt aux fonds de travailleurs, méritent un réexamen.

### 4.3 Les institutionnels

Essentiellement, les procédures actuelles d'émissions initiales semblent permettre aux courtiers d'allouer aux investisseurs institutionnels une part importante des émissions. Aux États-Unis, les institutionnels reçoivent une part disproportionnée des émissions de bonne qualité. L'avantage donné aux investisseurs institutionnels est perçu comme indispensable et souvent défendu par les courtiers comme un moyen de conserver ces acheteurs qui absorbent une part importante de nouvelles émissions. Boehmer et al (2002) estiment qu'ils obtiennent 77 % des actions disponibles.

La vente d'une part importante des émissions aux investisseurs institutionnels est certes bénéfique au courtier, qui se libère rapidement de l'émission. Cette pratique serait requise si les investisseurs non institutionnels étaient réticents à acquérir des actions lors des PAPE. La hausse moyenne des cours lors des premières séances de négociation contredit cette hypothèse. Il existe par ailleurs plusieurs évidences empiriques à l'effet que les PAPE sont sur-souscrites et que les investisseurs individuels ont de la difficulté à se procurer des titres au prix d'offre. Par ailleurs, la concentration des actions dans les mains des institutionnels a potentiellement les effets négatifs suivants :

- Une réduction importante de la liquidité, pour des titres qui sont faiblement capitalisés;
- Le manque d'intérêt des analystes et courtiers, qui découle de faibles taux de transaction;
- Des effets de variation de cours importants lors de la disposition des blocs.

### 4.4 Le courtage

Plusieurs chercheurs, notamment Loughran et al. (1994) ainsi que Chowdhry et Sherman (1996) affirment que les mécanismes utilisés pour évaluer et distribuer les titres d'une émission initiale influencent le processus d'introduction en Bourse. Le mécanisme le plus répandu aux États-Unis et au Canada est celui du *book-building*, où le courtier, chef de file, collecte de l'information sur les intentions d'achat des investisseurs potentiels<sup>50</sup> (institutionnels et individuels) lors de ses tournées de promotion, et établit ainsi sa courbe de demande sur la base de plusieurs critères.

Cornelli et Goldreich (2001) soulignent que les investisseurs institutionnels<sup>51</sup> qui sont prêts à acheter et à détenir le titre dans leur portefeuille pour une longue période seront privilégiés. Le

---

<sup>50</sup> Ces intentions d'achat peuvent prendre la forme de la quantité de titres voulue avec un prix maximum ou minimum.

<sup>51</sup> Jog (1997) en menant une enquête auprès de plusieurs émetteurs, affirme que ces derniers s'accordent sur le fait que non seulement les investisseurs institutionnels jouent un rôle important dans l'écoulement initial de leurs titres, mais ils continuent à détenir les actions achetées. Quant aux investisseurs privés, Jog (1997) montre qu'ils

---

prix d'émission est donc fixé de façon à ce qu'il y ait une apparence d'excès de demande et la distribution des titres est laissée à la discrétion du souscripteur.

Le deuxième mécanisme, utilisé en Grande-Bretagne, à Singapour et en Finlande, le *fixed price offer*, se base sur la détermination d'un prix d'émission fixe, avant même que la demande du titre ne soit connue. En cas d'excès de demande, les titres seront rationnés sur la base du prorata ou par tirage au sort. Dans d'autres pays, le rationnement se fait selon la taille des ordres d'achat reçus. Également, pour réduire la probabilité d'échec de l'émission initiale, on fixe souvent un faible prix d'émission, ce qui pourrait expliquer d'ailleurs les rendements moyens initiaux élevés (Loughran et al., 1994).

En Israël, les PAPE sont conduites selon le mécanisme des *dutch auctions* où le prix d'émission est fixé après la collecte des ordres d'achat selon l'offre et la demande, et les titres sont alloués à tous ceux qui ont gagné aux enchères. Open IPO aux États-Unis utilise également le même mécanisme sur Internet et affirme que ceci est plus efficace que le *book-building*. En France, on utilise la procédure de mise en vente qui se rapproche du *book-building* et des enchères (qu'on pourrait appeler également du *book-building* hybride), pour fixer le prix d'émission et distribuer les titres. La mise en vente consiste à mettre à la disposition du public une quantité de titres à un prix minimum avec la quasi-certitude, surtout en période haussière, de céder les titres à un cours à la fois supérieur à ce prix et proche d'un cours de marché.

Le tableau 17 montre la sous-évaluation initiale des IPO selon les mécanismes et les pays. Les expériences de ventes aux enchères semblent permettre une sous-évaluation largement inférieure à celle des autres modes de détermination des prix. Inversement, l'arrivée de technique de *book-building* dans un marché où cette technique n'existait pas produit, dans le cas de Hong-Kong, une augmentation des frais de courtage qui étaient antérieurement très faibles. Ils se situaient en effet à 2,5 % (Butler et Huang, 2002). Dans la mesure où elles se font par Internet, les émissions initiales permettent la création d'enchères qui pourraient permettre une répartition plus large des actions émises et un processus d'évaluation plus objectif. Les émissions initiales aux enchères sont encore peu courantes. Elles ont été mises en oeuvre en Israël (Kandel, Sarig et Wohl, 1999) et plus récemment aux États-unis, en particulier par Hambrecht. Toutefois, cette initiative n'a pas soulevé l'enthousiasme des compétiteurs, mais il semble maintenant que la technologie développée par Hambrecht pour procéder aux enchères d'émissions initiales soulève un intérêt grandissant<sup>52</sup>. Elle est en particulier utilisée pour la vente aux enchères de titres à revenus fixe d'entreprises, pour des montants de l'ordre de 5 milliards de \$. Cependant, la technique du *book building* se généralise dans le monde entier, sauf dans de très rares pays où elle est interdite.

La mise en place de systèmes d'émissions moins axés vers les besoins et intérêt du courtage passe par l'établissement d'une véritable concurrence entre les firmes de ce domaine. Le marché canadien prend le chemin inverse.

---

ont vendu leurs actions peu après les avoir achetées, ce qui renforce l'importance qu'accordent les entreprises émettrices à l'influence éventuelle des placeurs auprès des investisseurs institutionnels.

<sup>52</sup> Pour une analyse des réactions, voir :

<http://www0.mercurycenter.com/svtech/news/indepth/docs/dutch062600.htm>.



Tableau 17: Rendement initial moyen des PAPE en France, au Japon et à Taiwan selon le mécanisme d'évaluation et de distribution des titres

Mécanismes	Période	Nombre moyen d'émissions	Rendement moyen initial moyen
<b>France :</b>			
Prix fixe	1992-1998	24	8,9 %
Enchères	1992-1998	99	9,7 %
Bookbuilding	1992-1998	135	16,9 %
<b>Japan :</b>			
Prix fixe	1970-1988	441	32,5 %
Enchères	1989-1997	733	14,1 %
Bookbuilding	1997-2000	368	43,7 %
<b>Taiwan :</b>			
Prix fixe	1986-1995	241	34,6 %
Enchères	1995-1998	52	7,8 %

Sources : France, Derrien and Womack (2000, Table 1); Japon, Loughran et al. (1994), Pettway and Kaneko (1996), Hamao et al. (2000), and Kaneko and Pettway (2001); Taiwan, Lin & Sheu (1997)<sup>53</sup> and Liaw et al. (2000, Table VII)<sup>53</sup>.

<sup>53</sup> Cité dans Loughran et al., 1994, *updated september 2002*.

---

## 4.5 Conclusion

Notre étude met en évidence plusieurs problèmes importants dans le fonctionnement du marché des émissions initiales. Le principal nous semble être le faible taux de survie des petites entreprises qui procèdent à un premier appel public. Nous estimons que 5,9% des émissions de petite taille permettent, dans les 5 à 10 ans, de créer une entreprise qui puisse prétendre au statut de grande entreprise. La politique qui consiste à stimuler l'entrée en Bourse des entreprises de petite taille devrait être réévaluée. L'accent devrait être mis sur les mécanismes qui permettraient de repousser le moment du PAPE jusqu'à ce que l'entreprise ait des chances raisonnables de survie. Le développement d'une offre de capital préalable à l'émission devrait être privilégiée.

Les arguments en faveur d'un allègement réglementaire des émissions de petite taille doivent être étudiés également à la lumière de ces résultats. Les taux de succès des émissions initiales sont semblables à ceux du capital de risque. Toutefois, cette forme de financement est gérée par des spécialistes. Ce n'est pas le cas des émissions initiales, qui sont achetées en partie par des investisseurs institutionnels. Enfin, les émissions initiales de petite taille, ont vraisemblablement un effet négatif sur le marché. Elles ont des performances médiocres et nuisent à la liquidité du marché.

Les émissions initiales restent cependant peu nombreuses par rapport à celles des États-Unis, ce qui peut sembler paradoxal en raison des efforts consentis par les différents gouvernements pour augmenter l'offre de capital de risque. Il est possible que le morcellement de cette offre soit l'un des facteurs qui explique la rareté relative des PAPE impliquant des sociétés de capital de risque. Le rôle des gouvernements dans l'offre de capital de risque doit être revu. Cependant, le principal élément de comparaison doit porter sur la taille et le succès des émissions à moyen terme. Les émissions canadiennes sont très majoritairement de très petite taille, et une très faible proportion peut être considérée comme connaissant le succès.

---

## Bibliographie

- Barber, B. and J. Lyon, "Detecting Long-Run Abnormal Stock Returns: *The Empirical Power And Specification Of Test Statistics*", *Journal of Financial Economics* 43, 341-372, 1997.
- Biais, B. and A. Faugeron, "IPO Auctions: English, Dutch, French And Internet", University of Toulouse, Working Paper, 2000.
- Boehmer, B., E. Boehmer and R.P. Fishe. "Do Institutions Receive Favorable Allocations In IPOs With Better Long Run Returns?" SSRN Working Paper, 2002.
- Brav, A., C. Geczy and P. Gompers, "Is The Abnormal Return Following Equity Issuance Anomalous?", *Journal of Financial Economics* 56, 209-249, 2000.
- Buser, S. and K. Chan, "NASDAQ/NMS Qualification stand, Ohio registration experience and the price performance of initial public offerings", *Ohio Department of Commerce and national Association of Securities Dealers Inc.*, Columbus, 1987.
- Butler, A. and W. P. Huang, "On The Uniformity Of Investment Banking Spreads: *The Seven Percent Solution Is Not Unique*", SSRN Working Paper, 2002.
- Cai, J. and K. Wei, "The Investment And Operating Performance Of Japanese IPO", *Pacific-Basin Finance Journal* 5, 389-417, 1997.
- Carpentier. C. M. Kooli et J.M. Suret, « Les sociétés de capital de démarrage », Document de travail préparé pour la CVMQ, 2003.
- Chowdhry, B. and A. Sherman, "The Winner's Curse And International Methods Of Allocating Initial Public Offerings", *Pacific-Basin Finance Journal* 4: 15-30, 1996.
- Chen, C.R., K-C. Chan and T.L. Steiner, "Are All Securities Analysts Equal?", *Journal of Financial Research* 25(3), 2002, 415-30.
- Cornelli, F. and D. Goldreich, "Bookbuilding And Strategic Allocation", *Journal of Finance*, Forthcoming 2001.
- Cumming, D.J., "The Determinants Of Venture Capital Portfolio Size: *Empirical Evidence*", SSRN Working Paper, 2003.
- Cumming, D.J. and J.G. MacIntosh, "The Rationale Underlying Reincorporation And Implications For Canadian Corporations," *International Review of Law and Economics* 22(3): 277-330, 2002.
- Cumming, D.J. and J.G. MacIntosh, "Crowding-Out Private Equity: *The Canadian Evidence*", SSRN Working Paper, 2002.

- 
- Cusatis, P.J., J.A. Miles and J.R. Woolridge. "Restructuring Through Spin-Off: *The Stock Market Evidence*", *Journal of Financial Economics* 33: 293-311, 1993.
- Das, S., R-J. Guo and H. Zhang, "Initiation Of Analyst Coverage And Long Term Performance Of Initial Public Offerings", SSRN Working Paper, 2002.
- Derrien, F. and K.L. Womack, "Auctions Versus Book-Building And The Control Of Underpricing In Hot IPO Markets", *Review of Financial Studies* 16, 31-61, 2003.
- Derrien, F. and K.L. Womack, "Auctions Versus Book-Building And The Control Of Underpricing In Hot Markets", Dartmouth Working Paper, 2000.
- Fama, E.F. and K.R. French, "New Lists And Seasoned Firms: *Fundamentals And Survival Rates*" SSRN Working Paper, 2002.
- Falk, H. and D. Thornton, "The Canadian Market For Initial Public Offering: *Evidence from the Toronto, Montreal and Alberta Stock Exchanges*", Unpublished Working Paper, 1992.
- Guidici, G. and S. Paleari, "Underpricing, Price Stabilization And Long Run Performance In Initial Public Offerings: *As Study On The Italian Stock Market Between 1985 and 1998*", SSRN Working Paper, 1999.
- Hamao, Y., F. Packer and J.R Ritter, "Institutional Affiliation And The Role Of Venture Capital: *Evidence From Initial Public Offering In Japan*", *Pacific Basin Finance Journal* 8(5): 529-58, October 2000.
- Higgins, J., "Canada An U.S. Cost Comparisons Of IPOs", *The Conference Board of Canada*, 1994.
- How, J. and J. Howe, "Warrants In Initial Public Offerings: *Empirical Evidence*", *The Journal of Business* 74(3): 433-57, 2001.
- Ibbotson, R. G. and J. F. Jaffe, "Hot Issue Markets", *Journal of Finance*, 1027-42, September 1975. (Condensed version in The CFA Digest, Spring 1976).
- Jenkinson, T. and A. Ljungqvist, "Going Public: *The Theories And Evidence On How Companies Raise Equity Finance*" (2<sup>nd</sup> Edition), Oxford University Press, 2001
- Jog, V., "The climate For Canadian Initial Public Offerings", Financing Growth in Canada, edition P. Halpern, University of Calgary press, 357-401, 1997.
- Jog, V. and A. Srivastava, "Underpricing In Canadian IPOs 1971-1992-An update", *FINECO* 4(1): 81-87, 1<sup>st</sup> semester 1994.
- Jog, V. and A. Riding, "Underpricing In Canadian IPOs", *Financial Analysts Journal*, 45-55, 1987.

- 
- Jog, V. and J. Hitsman, "Canadian IPO: *TSE Versus NASDAQ*", Carleton University, Working Paper, 2000.
- Kandel, S., O. Sarig and A Wohl, "The Demand For Stocks: *An Analysis Of IPO Auctions*", *The Review of Financial Studies* 12(2):227-247, Summer 1999.
- Kaneko, T. and R.H. Pettway, "Auctions Versus Book-Building Underwriting Of Japanese IpoS: *OTC Mothers and NASDAQ-Japan Issues*", *Financial Research Institute Working Paper*, University of Missouri-Columbia, 2001.
- Kim, J., I. Krinsky, and J. Lee, "The Aftermarket Performance Of Initial Public Offerings In Korea", *Pacific-Basin Finance Journal* 3, 429-448, 1995.
- Kooli, M. and J.-M. Suret, "How Cost Effective are Canadian IPO Markets?", *Canadian Investment Review*, Forthcoming 2003a.
- Kooli, M. and J.-M. Suret, "The Aftermarket Performance Of Initial Public Offerings In Canada", *Journal of Multinational Financial Management*, Forthcoming 2003b.
- Kothari, S. and J. Warner, "Measuring Long-Horizon Security Price Performance", *Journal of Financial Economics* 43, 301-339, 1997.
- Kutsuna, K. and R. Smith, "How IPO Pricing Method Affects Under Pricing And Issue Cost: *Evidence On Japan's Change From Auction Method Pricing To Book-Building*", SSRN Working Paper, 2000.
- Levac et Wooldridge, «L'incidence de la privatisation sur la situation des finances publiques au Canada», *Revue du Canada*, 1997.  
<http://www.bankofcanada.ca/publications/review/r973a.pdf>
- Levis, M., "The Long-Run Performance Of Initial Public Offerings: *The UK Experience 1980-1988*", *Financial Management* 22, 28-41, 1993.
- L'Her, J.F and J.M. Suret, "Liberalization, Political Risk And Stock Market Returns In Emerging Markets", *The Journal of International Finance* 4(2), 135-148, 1996. (Édition spéciale sur les Emerging Markets).
- Ljungqvist, A. and W. Whilhelm, "IPO Allocations: Discriminatory Or Discretionary?", *Journal of Financial Economics* 65(2): 167-201, 2002.
- Ljungqvist, A., T. Jenkinson and W. J. Wilhelm, "Global Integration In Primary Equity Markets: *The Role Of U.S. Banks And U.S. Investors*", *Review of Financial Studies*, Forthcoming.
- Loughran, T., J. Ritter and K. Rydqvist, "Initial Public Offering: *International Insights*", *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 165-199, June 1994.
- Loughran, T., J. Ritter, "The New Issues Puzzle", *Journal of Finance* 50, 23-51, 1995.

- 
- Lowry, M. and G. Schwert, "IPO Market Cycles: *An Explanatory Investigation*", SSRN Working Paper, 2000.
- MacIntosh, J.-G., "Legal And Institutional Barriers To Financing Innovative Enterprise In Canada." Monograph prepared for the Government and Competitiveness Project, *School of Policy Studies*, Queen's University, (Kingston, Canada), Discussion Paper 94-10, 1994.
- Paudyal, K., B. Saadouni and R. Briston, "Privatisation Initial Public Offerings In Malaysia: *Initial Premium And Long-Term Performance*", *Pacific-Basin Finance Journal* 6, 427-451, 1998.
- Pettway, R. and T. Kaneko, "The Effects Of Removing Price Limits And Introducing Auctions Upon Short-Term IPO Returns: *The Case Of Japanese IPOs*", *Pacific-Basin Finance Journal*, 241-258, July 1996.
- Riding, A., « Financement des entreprises de pointe : enjeux d'ordre juridique et réglementaire », Document de recherche préparé pour le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien, 1998, [http://finservtaskforce.fin.gc.ca/research/pdf/rr9\\_f.pdf](http://finservtaskforce.fin.gc.ca/research/pdf/rr9_f.pdf)
- Ritter, J., "Some Factoids About The 2002 IPO Market", Working Paper, 2003.  
[http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work\\_papers/IPOs2002.pdf](http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work_papers/IPOs2002.pdf)
- Ritter, J., "Initial Public Offerings", *Contemporary Finance Digest* 2(1): 5-30, Spring 1998.  
[http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work\\_papers/IPOs2002.pdf](http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work_papers/IPOs2002.pdf)
- Ritter, J. and I. Welch, "A Review Of IPO Activity, Pricing And Allocations", NBER Working Paper, February 2002.
- Ritter, J., "Initial Public Offerings," *Contemporary Finance Digest* 2(1): 5-30, 1998.
- Ritter, J., "The Long-Run Performance Of Initial Public Offerings", *Journal of Finance* 46, 3-27, 1991.
- Robinson, M., « Mobiliser des capitaux d'investissement pour les petites et moyennes entreprises sur les marchés boursiers au Canada », *Financing Growth in Canada*, ed. P. Halpern, University of Calgary press, 659-709, 1997.
- Schultz, P., "Unit Initial Public Offerings-A Form Of Staged Financing", *Journal of Financial Economics* 15, 187-212, 1993.
- Sayrak, A. and N. Dhiensiri, "The Value Effect Of Analysts Coverage Initiations", University of Pittsburgh, Working Paper, , 2003.
- Sawiak, G.V, W.J. Braithwaite and P. Olasker., "Report To The Standing Senate Committee On Banking, Trade And Commerce On The Transaction Costs Of A Decentralized System Of Securities Regulation", April 1996.

---

SECOR Inc, « Le financement des petites entreprises axées sur le savoir », Document de recherche préparé pour le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien, 53 p., 1998.

Sherman, A., "Global Trends In IPO Methods: *Book-Building Versus Auctions*", Notre-Dame University ,Working Paper, 2001.

Shutt, T. and H. Williams, "Going To Market: *The Cost Of IPOs In Canada And The United States*", *The Conference Board of Canada*, March 2000.

[http://tse.com/cgi-bin/uni\\_framset.cgi?content%3Dnews/news\\_rel/news\\_418.html](http://tse.com/cgi-bin/uni_framset.cgi?content%3Dnews/news_rel/news_418.html)

Suret, J.-M., E. Cormier et B. Lemay, « Le RÉAQ et la sous-évaluation initiale du prix des titres », *Revue canadienne des sciences de l'administration* 7(3): 47-56, 1990.

Venture Economics, Communiqué de presse, 1<sup>er</sup> mai 2000.

<http://www.ventureeconomics.com>.

## Annexe 1 : Les principales catégories de titres

### CATÉGORIES DE TITRE

<u>Types d'organisation</u>	<u>Actions</u> <i>(common share, ordinary share, class A, class B, subvoting shares)</i>	<u>Unités</u> <i>(units)</i>	<u>Actions de capital</u> <i>(capital shares)</i>	<u>Privilégiées</u> <i>(preferred shares)</i>	<u>Action accréditive</u> <i>(flow thru shares)</i>
Entreprise opérante	<b>X</b>	<b>X</b>			<b>X</b>
Filiale	<b>X</b>	<b>X</b>		<b>X</b>	
Sociétés en nom collectif <i>(Limited partnership)</i>		<b>X</b>			
Fiducie <i>(Trust)</i>		<b>X</b>	<b>X</b>		
Fonds divers <i>(Venture capital)</i>	<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	<b>X</b>	
OPCVM <i>(Mutual Fund)</i>	<b>X</b>		<b>X</b>		

PAPE : Actions ordinaires

PAPE : Autres actions

Sont également classées en « autres actions » :

- Les bons de souscription d'actions (*warrants*)
- Les reçus de versements échelonnés (initialement *receipt*)
- Les certificats de propriété émis par une banque US (ADR ou ADS : *american depository receipt* ou *share*)

Non PAPE



## Annexe 2 : Liste des secteurs technologiques

8734-02	LABORATORIES-TESTING	8734
8733-04	MEDICAL RESEARCH	8733
8732-03	PRODUCT DEVELOPMENT & MARKETING	8732
8731-05	HUMAN FACTORS-RESEARCH & DEVELOPMENT	8731
8711-47	ENGINEERS-AUTOMATION	8711
8711-11	ENGINEERS-CONSULTING	8711
8399-11	MEDICAL MANAGEMENT SERVICE	8399
8243-01	COMPUTER TRAINING	8243
8099-16	BLOOD BANKS & CENTERS	8099
8082-01	HOME HEALTH SERVICE	8082
8071-07	LABORATORIES-BIOLOGICAL	8071
8071-04	LABORATORIES-CLINICAL	8071
8071-01	LABORATORIES-MEDICAL	8071
7819-09	MOTION PICTURE SPECIAL EFFECTS	7819
7629-31	CELLULAR TELEPHONES-SERVICE & REPAIR	7629
7389-04	RADIO PAGING & SIGNALING-COMMON CARRIER	7389
7382-04	SECURITY SYSTS-COMMUNICATIONS/COMPUTER	7382
7379-03	WORD PROCESSING SYSTEM - CONSULTANT/DESIGN	7379
7378-01	COMPUTERS-SERVICE & REPAIR	7378
7377-01	COMPUTERS-RENTING & LEASING	7377
7376-98	COMPUTER FACILITIES MANAGEMENT	7376
7375-05	ONLINE SERVICES	7375
7374-01	DATA PROCESSING SERVICE	7374
7373-01	ENGINEERS-SYSTEMS	7373
7372-98	PREPACKAGED SOFTWARE	7372
7372-01	COMPUTER SOFTWARE-MANUFACTURERS	7372
7371-02	COMPUTER PROGRAMMING SERVICES	7371
7371-01	COMPUTER SERVICES	7371
5999-02	CELLULAR TELEPHONES-EQUIPMENT & SUPLS	5999
5912-07	PHARMACEUTICAL CONSULTANTS	5912
5912-05	PHARMACIES	5912
5735-01	RECORDS TAPES & COMPACT DISCS-RETAIL	5735
5734-01	COMPUTER SOFTWARE	5734
5084-42	PRINTING EQUIPMENT (WHOLESALE)	5084
5065-04	RADIO COMMUNICATION EQUIP & SYSTEMS-WHOL	5065
5064-38	TELEPHONE ANSWERING SYSTS/EQUIP (WHOL)	5064
5063-49	SEMICONDUCTOR-MFRS' EQUIP/SUPLS (WHOL)	5063
5049-06	LABORATORY EQUIPMENT & SUPPLIES (WHOL)	5049
5049-05	SCIENTIFIC APPARATUS & INSTRUMENTS-WHOL	5049
5047-19	DENTAL EQUIPMENT & SUPPLIES-WHOLESALE	5047
5047-12	HOSPITAL EQUIPMENT & SUPPLIES (WHOL)	5047

---

5047-04	PHYSICIANS & SURGEONS EQUIP & SUPLS-WHOL	5047
5045-02	COMPUTERS-SUPPLIES & PARTS-WHOLESALE	5045
5043-01	AUDIO-VISUAL EQUIPMENT & SUPLS (WHOL)	5043
4911-01	ELECTRIC COMPANIES	4911
4899-01	COMMUNICATIONS SERVICES-COMMON CARRIERS	4899
4822-03	ELECTRONIC MAIL SERVICE	4822
4813-01	DATA COMMUNICATION SERVICE	4813
4812-01	PAGING & SIGNALING SVC-COMMON CARRIER	4812
3851-98	OPHTHALMIC GOODS-MANUFACTURERS	3851
3851-03	OPTICAL GOODS-MANUFACTURERS	3851
3845-02	LASERS-MEDICAL-MANUFACTURERS	3845
3842-11	FIRST AID SUPPLIES-MANUFACTURERS	3842
3841-98	SURGICAL/MED INSTRUMENTS/APPARATUS (MFR)	3841
3841-05	PHYSICIANS/SURGEONS EQUIP-SPEC DESIGNED	3841
3841-04	PHYSICIANS & SURGEONS EQUIP & SUPLS-MFRS	3841
3841-03	HOSPITAL EQUIPMENT & SUPPLIES-MFRS	3841
3829-08	TESTING APPARATUS-MANUFACTURERS	3829
3829	MEASURING/CONTROLLING DEVICES NEC (MFRS)	3829
3826-98	LABORATORY ANALYTICAL INSTRUMENTS (MFRS)	3826
3826	LABORATORY ANALYTICAL INSTRUMENTS (MFRS)	3826
3825-01	RECORDING INSTRUMENTS IND/SCIENTFC-MFRS	3825
3823	INSTRUMENTS FOR MEASURING (MFRS)	3823
3821-01	LABORATORY EQUIPMENT & SUPPLIES-MFRS	3821
3812	SEARCH, DETECTION SYSTEMS AND INSTRUMENTS	3812
3769	GUIDESD MISSILE / SPACE VEHICLES PARTS	3769
3764	GUIDED MISSILES / SPACE VEHICLE PROPULSION UNITS	3764
3761	GUIDES MISSILES, SPACE VEHICLES	3761
3728	AIRCRAFT PARTS / AUXILIARY EQUIPMENT	3728
3724	AIRCRAFT ENGINES AND ENGINES PARTS	3724
3721	AIRCRAFT	3721
3699-02	ELECTRIC EQUIPMENT-MANUFACTURERS	3699
3695	MAGNETIC/OPTICAL RECORDING MEDIA (MFRS)	3695
3679-01	ELECTRONIC EQUIPMENT & SUPPLIES-MFRS	3679
3679	ELECTRONIC COMPONENTS, NEC-MFRS	3679
3674	SEMICONDUCTORS & RELATED DEVICES (MFRS)	3674
3672	PRINTED CIRCUITS BOARDS (MFRS)	3672
3669	COMMUNICATIONS EQUIPMENT NEC (MFRS)	3669
3663	RADIO/TV BROADCASTING/COMM EQUIP (MFRS)	3663
3661	TELEPHONE & TELEGRAPH APPARATUS (MFRS)	3661
3643	CURRENT-CARRYING WIRING DEVICES (MFRS)	3643
3625-98	RELAYS & INDUSTRIAL CONTROLS (MFRS)	3625
3625	RELAYS & INDUSTRIAL CONTROLS (MFRS)	3625
3579	OFFICE MACHINES NEC (MANUFACTURERS)	3579

---

3577	COMPUTER PERIPHERALS (MANUFACTURERS)	3577
3575	COMPUTER TERMINALS (MANUFACTURERS)	3575
3572	COMPUTER STORAGE DEVICES (MANUFACTURERS)	3572
3571-01	COMPUTERS-ELECTRONIC-MANUFACTURERS	3571
3571	COMPUTERS-ELECTRONIC-MANUFACTURERS	3571
3496	FABRICATED WIRE PRODUCTS-MISC (MFRS)	3496
1799-35	COMPUTER ROOMS-INSTALLATION & EQUIPMENT	1799
1731-07	TELECOMMUNICATIONS CONTRACTORS	1731
1623-09	FIBER OPTICS	1623

Source : E&B Data inc., Montréal.