



Gouvernement  
du Canada

Government  
of Canada

## **Questions en rapport avec le financement par capital-risque, par placement initial de titres (PIT) et par placements subséquents de titres (post-PIT) pour les petites et les moyennes entreprises canadiennes**



**Préparé pour Industrie Canada par  
E. Wayne Clendenning & Associates  
Mars 2001**

**Document de recherche préparé pour la Direction générale de la politique de la petite  
entreprise dans le cadre du Programme de recherche sur le financement des petites et  
moyennes entreprises (PME)**

**Canada**

## Table des matières

<b>RÉSUMÉ</b> .....	5
Financement par capital-risque .....	5
Financement PIT et post-PIT .....	7
<b>INTRODUCTION</b> .....	9
<b>NATURE ET IMPORTANCE DU FINANCEMENT PAR ACTIONS POUR LES PME</b> .....	10
<b>PREMIÈRE SECTION – FINANCEMENT PAR CAPITAL-RISQUE</b> .....	12
Aperçu du marché du capital-risque au Canada et aux États-Unis .....	12
Intervenants des marchés du capital-risque .....	12
Offre de capital-risque .....	13
Investissement de capital-risque selon le stade de développement de l'entreprise .....	14
Répartition du capital-risque investi selon le secteur .....	14
Répartition du capital-risque investi selon la région .....	15
Questions relatives au financement par capital-risque .....	15
Questions d'ordre général: Accès au capital-risque .....	15
Coûts financiers .....	17
Coûts en temps .....	17
Aspects particuliers: Structure du marché du capital-risque .....	18
Structure du marché canadien du capital-risque .....	19
Efficacité du marché canadien de capital-risque .....	20
Création de syndicats de placement .....	22
Aide et encadrement .....	23
Comportement de l'investisseur en capital-risque .....	23
Stratégies d'investissement .....	24
Expérience en gestion .....	25
Bailleurs de fonds .....	25
Régime fiscal .....	26
Importance des investissements .....	27
Investissements transfrontaliers .....	28
Stratégies de retrait .....	29
<b>SECTION II – FINANCEMENT PAR ACTIONS – PLACEMENT INITIAL DE TITRES (PIT)</b> .....	31
Aperçu du marché des PIT au Canada et aux États-Unis .....	31
Exigences réglementaires .....	31
Conditions d'introduction en bourse .....	31
Préparation des prospectus .....	32
Dispositions d'entièrement .....	33

Règlements en matière de divulgation de l'information .....	33
Procédures boursières .....	34
Choix d'un placeur .....	34
Choix des marchés .....	34
Étapes du processus .....	35
Participants au marché .....	35
Placeurs .....	35
Investisseurs institutionnels .....	36
Investisseurs individuels .....	37
<b>QUESTIONS TOUCHANT LE FINANCEMENT PAR ACTIONS-PIT .....</b>	<b>38</b>
Questions générales .....	38
Accès aux marchés PIT .....	38
Situation financière .....	38
Potentiel de croissance .....	39
Choix des conseillers .....	39
Facteurs coût .....	40
Coûts directs .....	40
Coûts associés au prix établi .....	40
Questions spécifiques .....	41
Exigences réglementaires .....	41
Coûts d'émission .....	42
Évaluation et cotation .....	42
Coûts en temps .....	43
Impératifs de gestion .....	43
Rôle des investisseurs institutionnels .....	44
<b>SECTION III – FINANCEMENT PAR ACTIONS POST-PIT</b>	
<b>APERÇU DU FINANCEMENT PAR ACTIONS POST-PIT .....</b>	<b>46</b>
Objet et nature .....	46
Objet .....	46
Nature .....	46
Exigences réglementaires .....	47
Conditions d'introduction en bourse .....	47
Préparation du prospectus .....	48
Dispositions d'entièrement .....	48
Règlements concernant la divulgation de l'information .....	48
Taille des émissions d'actions post-PIT .....	49
Participants au marché .....	49
Placeurs .....	49
Investisseurs institutionnels .....	50
Investisseurs individuels .....	50

<b>QUESTIONS CONCERNANT LE FINANCEMENT PAR ACTIONS POST-PIT</b> .....	52
Questions générales .....	52
Rôle du rendement des actions post-PIT .....	52
Rôle des investisseurs institutionnels .....	52
Questions spécifiques .....	53
Exigences réglementaires .....	53
Coûts d'émission .....	54
Évaluation et cotation .....	54
Émission et cotation d'actions transfrontières .....	55
<b>CONCLUSION</b> .....	57
Importance relative des questions .....	58
Résumé des questions exigeant un examen exhaustif .....	58
Financement par capital-risque .....	58
Financement PIT et post-PIT : .....	60
Étapes suivantes .....	60
Phase I .....	60
Phase II .....	62
<b>ANNEXE A</b> .....	63
<b>ANNEXE B</b> .....	64
<b>BIBLIOGRAPHIE</b> .....	65

## RÉSUMÉ

Le financement par actions est un élément essentiel du financement global des petites et des moyennes entreprises (PME) au Canada, et le programme de recherche de financement par actions mis en œuvre dernièrement par Industrie Canada permettra de savoir de quelle manière on pourrait améliorer l'accès à ce type de financement dans les prochaines années. Cette étude a pour but d'analyser les questions liées au financement par capital-risque, par placement initial de titres (PIT) et par placements subséquents de titres (post-PIT) aux diverses étapes du développement des PME canadiennes. Les questions ainsi analysées serviront par la suite de fondement pour l'élaboration des futurs projets devant être entrepris dans le cadre du programme de recherche d'Industrie Canada.

Ces analyses révèlent que les questions relatives au financement par capital-risque, par placement initial de titres (PIT) et par placements subséquents de titres (post-PIT) varient considérablement selon le type de financement; elles révèlent aussi que leur incidence est beaucoup plus marquée dans certains domaines que dans d'autres. En ce qui a trait au financement par actions des PME au Canada, la majorité des questions soulevées portent sur le financement par capital-risque. Non seulement le nombre des questions au sujet du capital-risque était-il plus important, mais en outre ces questions étaient plus essentielles pour le succès des PME au cours des divers stades de leur création et de leur croissance. Les questions relatives au capital-risque sont également plus susceptibles d'avoir des solutions relevant d'une politique publique que les questions portant sur le financement par placement initial de titres (PIT) ou par placements subséquents de titres (post-PIT).

### FINANCEMENT PAR CAPITAL-RISQUE

Les questions relatives au financement par capital-risque découlent principalement de la structure du marché du capital-risque au Canada, du comportement et de l'expertise en gestion des investisseurs canadiens en capital-risque, de la participation des investisseurs institutionnels du Canada, du régime fiscal et de l'interaction transfrontalière du marché canadien et du marché américain. Ces divers aspects contribuent à rendre moins aisé l'accès au capital-risque et plus élevés les coûts financiers et les coûts en temps pour les PME canadiennes que ce n'est le cas pour les PME américaines. Les questions analysées dans cette étude sont les suivantes.

- Dans quelle mesure peut-on accroître la disponibilité du capital-risque et l'accès au financement par capital-risque pour les PME en améliorant l'efficacité et la compétitivité du marché canadien du capital-risque par une meilleure répartition de l'offre de ce type de financement?
- De quelle manière peut-on identifier les PME ayant un potentiel de croissance dans les régions moins développées du Canada et aider à leur établissement pour amener les investisseurs en capital-risque à s'intéresser à ces régions?

- De quelle manière peut-on modifier la structure du marché et le comportement des investisseurs en capital-risque pour que les dirigeants d'une entreprise ne soient pas contraints de consacrer énormément de temps et d'énergie à trouver des investisseurs susceptibles d'être intéressés à financer leur entreprise?
- De quelle manière peut-on inciter les gestionnaires des caisses de retraite au Canada à confier aux sociétés financières d'innovation canadiennes une portion des fonds des caisses comparable à ce qui se fait aux États-Unis?
- Peut-on, en modifiant la réglementation, inciter les institutions financières à s'intéresser plus encore aux placement à risque?
- De quelle manière peut-on inciter les sociétés financières d'innovation non spécialisées à acquérir les connaissances spécialisées qui leur font défaut pour qu'elles puissent investir dans les nouvelles industries où de telles connaissances sont nécessaires?
- Y a-t-il un besoin de fournir aux sociétés financières d'innovation des services communs de conseils et d'analyses spécialisés exploités de façon indépendante ou appartenant conjointement à ces dernières?
- De quelle manière peut-on faciliter la prestation de connaissances spécialisées aux syndicats de placement et aux réseaux de sociétés financières d'innovation travaillant de concert et dépendant de la capacité des autres sociétés d'évaluer le placement envisagé pour réduire le temps et les efforts que doivent y mettre tant les investisseurs que les entreprises en quête de financement et pour obtenir des évaluations justes pour l'une et l'autre parties?
- De quelle manière peut-on fournir aux sociétés financières d'innovation relativement petites faisant partie d'un syndicat de placement les ressources nécessaires pour aider et encadrer la direction de l'entreprise financée?
- Que peut-on faire pour inciter les investisseurs canadiens en capital-risque, en particulier les sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT), à adopter face au risque des attitudes plus conformes à celles des sociétés financières d'innovation non spécialisées des États-Unis?
- De quelle manière peut-on attirer dans le secteur du capital-risque au Canada un plus grand nombre de cadres ayant des antécédents dans l'industrie plutôt que dans le secteur bancaire de façon à enrichir les connaissances spécialisées des sociétés financières d'innovation?
- De quelle manière peut-on amener les gestionnaires des caisses de retraite au Canada à confier aux sociétés financières d'innovation canadiennes une portion des fonds des

caisses comparable à ce qui se fait aux États-Unis? Faut-il pour cela modifier la réglementation ou le régime fiscal?

- La récente réduction du taux d'imposition des gains en capital au Canada va-t-elle contribuer à accroître l'offre sur le marché du capital-risque? De quelle manière peut-on le vérifier?
- Le fait de favoriser la création de syndicats de placement transfrontaliers regroupant des sociétés financières d'innovation du Canada et des États-Unis permettrait-il aux entreprises canadiennes en quête de financement pour l'étape de l'expansion de bénéficier d'investissements plus importants?
- Une plus grande intégration du marché de capital-risque du Canada et de celui des États-Unis pourrait-elle accroître la compétition sur le marché canadien et freiner le déplacement des entreprises canadiennes vers les États-Unis, en augmentant les mouvements de capitaux entre les deux marchés?

#### **FINANCEMENT PIT ET POST-PIT**

En ce qui a trait au financement par placement initial de titres (PIT) et au financement par placements subséquents de titres (post-PIT), les faits analysés dans le cadre de cette étude montrent que les marchés canadiens sont plus efficaces et moins coûteux que les marchés américains lorsque l'on recherche ce type de financement. C'est vrai, en particulier, pour les frais financiers liés à l'évaluation et à l'établissement du prix des titres faisant l'objet d'un placement initial (PIT) ou d'un placement subséquent (post-PIT), les marchés canadiens étant toujours plus intéressants, sous ce rapport, que les marchés américains. Les facteurs ayant le plus de poids, dans le cas de ces deux types de financement, sont la capacité des marchés canadiens de satisfaire les besoins des PME canadiennes et les autres avantages commerciaux que l'on peut tirer du placement de titres sur les marchés boursiers américains. Ces facteurs conduisent à poser les questions suivantes.

- L'offre restreinte de capitaux sur le marché canadien force-t-elle les PME canadiennes à différer leur appel public à l'épargne jusqu'à ce qu'elles soient de taille suffisamment grande et qu'elles soient suffisamment bien établies pour satisfaire aux règles plus strictes du marché américain?
- Le fait que les entreprises canadiennes continuent de réaliser sur le marché américain d'importants volumes de placement initial de titres, même s'il est moins coûteux de faire publiquement appel à l'épargne au Canada pour des titres nouveaux, est-il le signe d'une incapacité du marché canadien de satisfaire les besoins de financement PIT des entreprises canadiennes ou le signe que les autres avantages commerciaux procurés par un placement initial sur le marché américain l'emportent sur les avantages qu'offre le marché canadien au plan des coûts?

- En ce qui a trait aux émissions post-PIT, le marché post-PIT canadien apparaissant plus intéressant que le marché américain pour ce qui est des coûts liés à l'émission de titres, de l'évaluation et de l'établissement du prix des titres, les entreprises canadiennes choisissent-elles, en optant pour le marché américain, de s'exposer à des coûts supérieurs, ou bien parce que le marché canadien n'est pas en mesure de satisfaire à la demande ou bien parce qu'elles souhaitent bénéficier des avantages commerciaux que procure un appel public à l'épargne aux États-Unis?
- Est-il possible d'accroître la capacité du marché canadien de placer de nouvelles émissions relativement importantes de titres déjà cotés en bourse de façon à mieux satisfaire les besoins de financement post-PIT des entreprises canadiennes en incitant les investisseurs institutionnels canadiens à jouer un rôle plus actif dans ce type de financement?

Questions relatives au financement par capital-risque, par placement initial de titres (PIT) et par placements subséquents de titres (post-PIT) des petites et les moyennes entreprises canadiennes



## INTRODUCTION

Le financement par actions est un élément essentiel du financement global des petites et des moyennes entreprises (PME) au Canada, et le programme de recherche de financement par actions mis en œuvre dernièrement par Industrie Canada permettra de savoir de quelle manière on pourrait améliorer l'accès à ce type de financement dans les prochaines années. Cette étude a pour but d'analyser les questions liées au financement par capital-risque, par placement initial de titres (PIT) et par placements subséquents de titres (post-PIT) aux diverses étapes du développement des PME canadiennes. Les questions ainsi analysées serviront par la suite de fondement pour l'élaboration des futurs projets devant être entrepris dans le cadre du programme de recherche d'Industrie Canada.

Cette introduction décrit la nature et donne une idée de l'importance du financement par actions pour les PME canadiennes, en particulier celles des secteurs axés sur le savoir. Elle présente une analyse des dernières tendances au chapitre des sources de capitaux propres, analyse qui servira de toile de fond pour les sections suivantes où les questions abordées sont approfondies. Les questions liées au financement par capital-risque, par placement initial de titres (PIT) et par placements subséquents de titres (post-PIT) sont traitées en détail dans trois autres sections distinctes de l'étude.

La première section brosse un tableau du marché du capital-risque au Canada et aux États-Unis et expose les questions que soulève la fourniture de ce type de financement aux PME canadiennes. Elle présente notamment les intervenants de ces marchés, l'offre relative de capital-risque et la répartition du capital-risque dans ces marchés selon les secteurs et selon les régions. Ces analyses du contexte général sont suivies d'une étude des questions relatives à l'accès au financement par capital-risque et aux coûts d'un tel financement au Canada et, notamment, des questions que soulèvent les différences entre le marché canadien et le marché américain. Une attention particulière est accordée aux aspects ayant une incidence sur la structure du marché du capital-risque au Canada et aux États-Unis, à ceux qui ont un effet sur les comportements des investisseurs canadiens et américains et à ceux qui limitent le capital-risque que ces investisseurs sont disposés à consacrer aux PME canadiennes et en mesure de leur consacrer.

La deuxième section examine la structure du marché PIT au Canada et aux États-Unis, ainsi que le genre et l'importance des émissions faites sur ces deux marchés. Elle analyse la réglementation et les processus en vigueur dans chacun de ces marchés et expose les questions que cela soulève. Ces analyses sont suivies d'une étude des questions qui ont un rapport avec les coûts de gestion et les coûts financiers liés au financement par placement initial de titres (PIT) et avec l'évaluation et l'établissement du prix des titres faisant l'objet d'un premier appel public à l'épargne dans chacun des deux marchés. Une attention particulière est portée aux aspects tels que les contraintes réglementaires, les éléments de coûts, la structure et les processus des marchés ainsi que l'attitude des investisseurs.

La troisième section traite des facteurs ayant un effet sur le financement post-PIT et sur le rôle de ce type de financement au Canada et aux États-Unis. Elle analyse les questions liées à ce type de financement découlant de facteurs tels que le rendement des actions post-PIT, la capacité d'attirer des investisseurs institutionnels solides sur le marché post-PIT ainsi que la réglementation et les coûts associés aux émissions subséquentes. Vu le montant assez élevé du financement post-PIT, d'autres questions sont soulevées, concernant la capacité des marchés canadiens de répondre à de telles émissions et le besoin de coter et d'émettre les titres sur le marché boursier américain.

Enfin, des conclusions sont tirées concernant l'importance relative des questions analysées dans chaque section et une liste sommaire des questions prioritaires est dressée pour servir de base aux futures études portant sur la recherche de financement pour les PME canadiennes.

## **NATURE ET IMPORTANCE DU FINANCEMENT PAR ACTIONS POUR LES PME**

Le financement par actions est une importante source de capital pour les PME à tous les stades de leur développement, la nature de ce financement évoluant au fur et à mesure des étapes de développement de l'entreprise. À l'étape du démarrage, les PME dépendent presque entièrement des capitaux propres fournis par des investisseurs privés pour financer leurs activités de mise en marche, telles que la recherche et le développement du produit. À ces capitaux propres qui viennent généralement surtout de personnes apparentées ou d'amis s'ajoutent des fonds fournis par d'autres investisseurs privés comme des personnes très riches (investisseurs providentiels). Ces types de financement initial ne tombent pas dans le champ de cette étude; ils sont, par contre, couverts par d'autres études réalisées dans le cadre du programme de recherche.

Au stade de croissance de l'entreprise, les PME ont en général besoin d'un financement par actions plus important pour poursuivre la recherche et le développement et pour pouvoir accroître rapidement leurs activités de commercialisation et de vente. Cela est particulièrement vrai dans le cas des entreprises axées sur le savoir qui, en raison des conditions de croissance rapide dans les marchés des produits fondés sur les connaissances, doivent pouvoir avoir accès à du capital-actions assez rapidement pour maintenir le rythme de croissance voulu. À ce stade, des montants élevés sont habituellement sollicités auprès des investisseurs en capital-risque.

Tandis que l'entreprise poursuit sa croissance, il lui faut encore plus de capital-actions. Les entreprises ont alors habituellement recours à un placement initial de titres (PIT) sur un marché boursier. Non seulement le financement PIT fournit du capital de façon continue aux entreprises, mais c'est également un moyen couramment utilisé par les investisseurs en capital-risque pour récupérer leur investissement initial et matérialiser leur profit. Cela permet à ces derniers de faire de nouveaux investissements et accroît l'attrait du financement par capital-risque pour l'investisseur. Le cas échéant, les sociétés financières d'innovation disposent alors d'un apport de capitaux pour leurs programmes d'investissement.

Lorsque l'entreprise atteint la maturité, même si ses revenus peuvent devenir une importante source de financement, il lui faut souvent chercher encore du financement par actions pour être

en mesure d'atteindre ses objectifs de croissance. Les entreprises procèdent alors habituellement à des émissions subséquentes d'actions sur les marchés boursiers. En raison de l'importance de telles émissions, l'entreprise doit en général chercher sur le marché l'appui d'une institution solide et souvent peut devoir faire des émissions de titres sur divers marchés boursiers étrangers. Ce type de financement est particulièrement important pour les entreprises axées sur le savoir, dont les immobilisations sont insuffisantes pour garantir un financement par emprunt important.

## PREMIÈRE SECTION – FINANCEMENT PAR CAPITAL-RISQUE

### APERÇU DU MARCHÉ DU CAPITAL-RISQUE AU CANADA ET AUX ÉTATS-UNIS

Cet aperçu du marché du capital-risque, au Canada et aux États-Unis, donne une analyse des tendances et des différences entre les structures et les rendements des deux marchés. Ces analyses serviront de base pour l'étude des questions touchant la fourniture de financement par capital-risque aux PME. Des analyses statistiques détaillées du marché canadien et du marché américain sont présentées aux annexes A et B respectivement.

### INTERVENANTS DES MARCHÉS DU CAPITAL-RISQUE

Ces dernières années, au Canada, les principaux intervenants du marché du capital-risque étaient les sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT), les fonds de sociétés associés à des entreprises industrielles ou financières et les sociétés financières d'innovation fermées indépendantes alimentées par des investisseurs institutionnels et par des investisseurs individuels. Parmi ces différents types d'investisseurs en capital-risque, les SCRT ont été, ces dernières années, les plus importants bailleurs de capital-risque; venaient ensuite les fonds de sociétés et les sociétés financières d'innovation fermées indépendantes. Le rôle important des SCRT, de même que la participation de plus en plus grande d'organismes d'État tels que la BDC, indiquent que le marché canadien du capital-risque est très dépendant de l'aide de l'État. En 1999, la part combinée des fonds de sociétés et des sociétés financières d'innovation fermées indépendantes dans les investissements en capital-risque était nettement inférieure (38 %) à celle des entreprises liées à l'État (50 %); toutefois, en 2000, la part des sociétés financières d'innovation fermées indépendantes s'est considérablement accrue, égalant presque celle des SCRT. Depuis leur création, les SCRT ont également été à l'origine, en bonne partie, de la croissance du financement par capital-risque; la contribution des fonds de sociétés et des sociétés financières d'innovation fermées indépendantes est moindre, mais elle est en croissance. Au cours des années, les sociétés financières d'innovation fermées indépendantes semblent avoir été limitées dans leur croissance par les réticences des investisseurs institutionnels canadiens, notamment les caisses de retraite, à accroître de façon marquée leurs placements à risque.

Aux États-Unis par contre, les sociétés financières d'innovation fermées indépendantes sans affiliation avec d'autres institutions financières sont les intervenants de loin les plus importants sur le marché du capital-risque. Ces entreprises gèrent en général les fonds investis au moyen d'une société en commandite, la société financière d'innovation étant le commandité et les investisseurs, le plus souvent des caisses de retraite, étant les commanditaires. Sur le marché américain, les intervenants qui occupent le deuxième rang en importance sont les sociétés financières d'innovation associées aux institutions financières, souvent à titre de membre du groupe ou de filiale. Les fonds de capital-risque de société, qui sont des filiales de sociétés industrielles, jouent également un rôle important, généralement en faisant des investissements pour le compte de la société mère. La participation de l'État sur le marché américain est très restreinte et se traduit en général par la mise en œuvre de programmes gouvernementaux visant à

accroître le volume de capital-risque mis à la disposition du secteur privé, le plus souvent par l'intermédiaire de sociétés financières d'innovation fermées.

La principale distinction entre le marché du capital-risque du Canada et celui des États-Unis, en ce qui a trait aux intervenants, réside dans la différence radicale dans le rôle de l'État. Le marché canadien est nettement plus dépendant de l'intervention gouvernementale, par la mise en œuvre de programmes de financement direct et par l'application d'incitations fiscales conçues pour les investisseurs. Les deux marchés diffèrent également au plan de la participation des sociétés financières d'innovation fermées indépendantes, ces dernières jouant un rôle prépondérant sur le marché américain, mais nettement plus modeste sur le marché canadien. Cette particularité découle de la différence fondamentale dans la participation des investisseurs institutionnels dans les marchés du capital-risque entre les deux pays. Aux États-Unis, la plus grande partie du financement par capital-risque vient des investisseurs institutionnels, alors qu'au Canada, ce type de financement vient plutôt des sociétés et des particuliers, notamment des petits investisseurs (par l'intermédiaire des SCRT), la contribution des caisses de retraite y étant moindre.

### **OFFRE DE CAPITAL-RISQUE**

Depuis 1997, l'offre de capital-risque a considérablement augmenté au Canada et aux États-Unis; toutefois, entre 1997 et 2000, l'augmentation a été beaucoup plus forte aux États-Unis (492 %) qu'au Canada (250 %). En 2000, les fonds investis sur le marché canadien correspondaient à 6,1 % seulement des fonds investis sur le marché américain, proportion faible compte tenu de la taille relative des deux économies (la valeur de l'économie canadienne équivalant à 15 % de celle de l'économie américaine) et de leur valeur par habitant (environ 35 \$, dans le cas des États-Unis, et 20 \$, dans le cas du Canada). Cette différence semble aussi liée à la participation moindre des sociétés financières d'innovation fermées indépendantes au Canada comparativement aux États-Unis, pays où l'on peut compter sur d'importants investissements en capital-risque de la part des nombreuses caisses de retraite. Bien qu'au Canada les SCRT aient réussi à attirer les épargnants, elles sont limitées dans leur capacité de placer ces fonds à risque du fait qu'elles sont approvisionnées par de petits investisseurs et qu'elles doivent consacrer d'importantes provisions à d'autres types d'investissements, de l'ordre de 30 % de leur actif total, pour protéger les placements de ces particuliers et disposer de liquidités pour faire face à d'éventuelles demandes de remboursement. De plus, au Canada, la croissance des sociétés financières d'innovation est limitée du fait que les entreprises industrielles et les entreprises financières y étant de plus petite taille et moins nombreuses, elles ne peuvent appuyer et financer les sociétés financières d'innovation aussi efficacement que c'est le cas aux États-Unis, où un grand nombre d'entreprises sont en mesure de jouer ce rôle, en particulier dans le secteur de la technologie.

### **INVESTISSEMENT DE CAPITAL-RISQUE SELON LE STADE DE DÉVELOPPEMENT DE L'ENTREPRISE**

Au Canada, entre 1997 et 1999, l'écart entre l'investissement en début de croissance et l'investissement au stade de l'expansion venant des investisseurs en capital-risque s'est avéré

---

Questions en rapport avec le financement par capital-risque, par placement initial de titres (PIT) et par placements subséquents de titres (post-PIT) pour les petites et les moyennes entreprises canadiennes

assez constant chaque année, environ 35 % de l'investissement total allant aux entreprises en début de croissance et 53% allant aux entreprises en expansion. C'est là une répartition équilibrée du financement par capital-risque entre les entreprises par rapport à leurs besoins. Les investissements dans les entreprises en expansion devant en général être plus importants que ceux dans les entreprises en début de croissance, il est normal que le pourcentage correspondant aux entreprises en expansion soit plus élevé. En 2000 toutefois, l'investissement dans des entreprises en début de croissance a augmenté, atteignant 45 % de l'investissement total, tandis que l'investissement dans les entreprises en expansion a été ramené à 49 %, ce qui indique que l'intérêt s'est davantage porté sur les nouvelles entreprises. En 2000, on a observé, en particulier, une hausse substantielle de l'investissement au stade de la mise en marche de l'entreprise. Aux États-Unis, la répartition de l'investissement selon le stade d'activité est, dans une certaine mesure, moins constant, mais la tendance semble aller dans le sens d'une hausse du pourcentage de fonds allant aux entreprises en expansion. En outre, aux États-Unis, une part importante de l'investissement total va également aux entreprises en expansion avancée; par contre, au Canada, ce type d'investissement ne semble pas fréquent. Si l'on réunit ces deux stades d'activité, le pourcentage de l'investissement total allant aux entreprises en expansion avancée dépasse largement, aux États-Unis, le pourcentage de l'investissement total allant aux entreprises ayant atteint ce stade au Canada. Par contre, au Canada, le pourcentage de l'investissement total allant aux entreprises en début de croissance dépasse de loin le pourcentage correspondant aux États-Unis. C'est sans doute une des différences majeures entre le marché du capital-risque du Canada et celui des États-Unis.

#### **RÉPARTITION DU CAPITAL-RISQUE INVESTI SELON LE SECTEUR**

Durant chacune des années 1997 à 1999, la répartition de l'investissement total en capital risque entre le secteur de la technologie et les industries traditionnelles a été la même dans les deux pays; en 2000, l'écart entre ces secteurs s'est accentué au détriment des industries traditionnelles. Par exemple, en 1999, dans les deux pays, 80 % de l'investissement total est allé au secteur de la technologie et 20 % est allé aux industries traditionnelles; par contre, en 2000, le secteur de la technologie a reçu 97 % de l'investissement total, aux États-Unis, et 90 %, au Canada. À l'intérieur du secteur de la technologie, la tendance la plus frappante est, aux États-Unis, l'augmentation importante de l'investissement axé sur Internet. Bien que les statistiques canadiennes ne donnent pas de répartition illustrant l'investissement réalisé ces dernières années au Canada dans des entreprises liées à l'Internet, les données pour 2000 soulignent également un fort pourcentage d'investissement axé sur l'Internet au Canada. Une autre différence marquée observée entre le Canada et les États-Unis est le fait qu'au Canada un pourcentage nettement plus élevé de l'investissement soit dirigé vers la biotechnologie. Par contre, aux États-Unis, le secteur des communications a reçu un plus fort pourcentage de l'investissement total qu'au Canada jusqu'en 2000, la situation s'étant alors renversée.

#### **RÉPARTITION DU CAPITAL-RISQUE INVESTI SELON LA RÉGION**

De 1997 à 2000, au Canada, l'investissement en capital-risque était concentré en Ontario, cette province ayant reçu, en 2000, près de la moitié de l'investissement total réalisé au pays. En 1997

et en 1998 toutefois, le Québec et l'Ontario ont bénéficié de pourcentages sensiblement équivalents de l'investissement total, ces deux provinces ayant reçu ensemble environ 70 % en moyenne de l'investissement total pendant cette période. De 1997 à 1999, la seule autre région qui ait reçu une part appréciable de l'investissement total est l'Ouest canadien; cette part était en moyenne d'environ 20 %, mais ce pourcentage a baissé de façon marquée en 2000. Durant toute cette période, la région atlantique n'a reçu qu'une part minimale de l'investissement total réalisé au Canada. Aux États-Unis, durant la même période, la répartition selon les régions a été sensiblement identique, le Sud-Ouest, principalement la Californie, ayant reçu près de la moitié de l'investissement total. La seule autre région ayant reçu un pourcentage appréciable est le nord-est du pays, qui a bénéficié de façon régulière d'environ 20 % de l'investissement total. Tout au long de la période, toutes les autres régions des États-Unis ont reçu des montants relativement égaux, représentant moins de 10 % de l'investissement total. Ces chiffres semblent indiquer que les deux pays ont du mal à équilibrer la répartition de l'investissement en capital-risque entre leurs diverses régions. Dans l'un et l'autre pays, ces données reflètent également la répartition des possibilités d'investissement en capital-risque selon les régions; un moyen de corriger ce déséquilibre dans l'activité régionale pourrait être de promouvoir plus activement les nouvelles entreprises dans les régions pouvant donner lieu à des investissements en capital-risque.

## **QUESTIONS RELATIVES AU FINANCEMENT PAR CAPITAL-RISQUE**

Cette section traite en détail les questions relatives au financement par capital-risque des PME canadiennes. Elle aborde également les questions de l'accès au financement par capital-risque et du coût de ce type de financement, en accordant une attention spéciale aux questions liées aux différences entre le marché du capital-risque du Canada et celui des États-Unis. Ces dernières questions découlent des différences entre les deux pays en ce qui a trait à la structure de leur marché, au comportement des investisseurs en capital-risque, au régime fiscal et aux limites en matière d'investissement. Des questions connexes sont également traitées concernant les mouvements transfrontaliers d'investissement entre le Canada et les États-Unis.

### **Questions d'ordre général: Accès au capital-risque**

Un aspect essentiel du financement par capital-risque au Canada est la question de savoir si les investisseurs canadiens en capital-risque sont en mesure de réunir suffisamment de capital-risque pour répondre aux besoins de financement des PME canadiennes, à tous les stades de leur développement. Dans les analyses statistiques précédentes, il est apparu que l'offre de capital-risque et l'investissement total en capital-risque sur le marché canadien sont moindres que sur le marché américain, compte tenu de la taille des économies des deux pays et de la valeur par habitant. Cela pourrait signifier que les PME canadiennes n'ont pas accès à un financement par capital-risque suffisant au Canada, compte tenu de leurs besoins ou de ce qu'elles pourraient envisager d'utiliser. On ne dispose pas de données permettant d'évaluer ce manque d'accès ou de déterminer combien de PME rentables n'ont pu avoir de financement par capital-risque. Par ailleurs, ce manque d'accès, s'il n'empêche pas la création de PME rentables, peut en limiter la

croissance et l'expansion et, donc, réduire ou mettre en péril leur succès à long terme sur le marché.

La comparaison du marché du capital-risque du Canada et de celui des États-Unis montre clairement que les différences entre les deux marchés quant à l'accès au capital-risque sont surtout manifestes pour les entreprises en croissance et pour les entreprises en expansion avancée, stades où les entreprises bénéficient d'un pourcentage de l'investissement total nettement plus élevé sur le marché américain que sur le marché canadien. Par contre, le pourcentage de l'investissement total allant aux entreprises en début de croissance est plus élevé au Canada. Compte tenu du fait que, de façon générale, le manque de financement par capital-risque est moindre au Canada qu'aux États-Unis, cela pourrait indiquer que le manque d'accès au financement par capital-risque pour les PME canadiennes est caractéristique des entreprises en expansion et des entreprises en croissance. Or, c'est précisément à ces stades que l'impossibilité d'avoir accès à ce type de financement risque fort de conduire à la fermeture de l'entreprise.

Pour ce qui est de l'accès des secteurs au financement par capital-risque, c'est le secteur de la technologie axé sur le savoir qui, au Canada comme aux États-Unis, reçoit, de façon constante, le pourcentage de capital-risque de loin le plus fort. Comme le secteur du savoir dépend presque entièrement du financement par capital-risque pour sa mise en route et sa croissance, cette constatation est un élément positif dans le tableau général de l'accès et, par conséquent, il y a peu de questions liées à l'accès au financement par capital-risque selon le secteur au Canada. D'un point de vue économique, le financement par capital-risque devrait être concentré dans ces secteurs à forte croissance.

Cependant, dans les deux pays, l'accès au financement par capital-risque selon la région soulève des questions car, dans chacun des deux pays, la majeure partie de l'investissement est concentré dans une région en particulier, même s'il y a dans l'un et l'autre pays des cas isolés où l'investissement à risque s'étend modestement aux régions moins favorisées. Cela s'explique en bonne partie par l'approche nodale à l'investissement dans le secteur de la technologie et par le fait que les possibilités d'investissement sont plus réduites dans les régions les moins peuplées, mais n'efface pas la nécessité d'offrir un accès plus équitable au financement par capital-risque aux entreprises rentables dans toutes les régions. Toutefois, ce n'est pas là une question propre au Canada et, jusqu'à ce que les diverses régions du pays aient une masse critique d'entreprises dans le secteur de la technologie, l'accès au financement par capital-risque continuera probablement d'être moins facile dans les régions les moins développées du pays.

*Question : De quelle manière peut-on identifier les PME ayant un potentiel de croissance dans les régions moins développées du Canada et aider à leur établissement pour amener les investisseurs en capital-risque à s'intéresser à ces régions?*

## **Coûts financiers**



Les coûts financiers liés à l'obtention de financement par capital-risque correspondent à l'évaluation que les entreprises émettrices obtiennent de leurs actions et aux dividendes et intérêts qu'elles paient sur d'autres titres achetés par les investisseurs en capital-risque. Si ces derniers reçoivent seulement des actions ordinaires de l'entreprise émettrice, le coût pour la PME et ses propriétaires correspond à la mesure dans laquelle l'évaluation des actions acquises par les investisseurs en capital-risque compense la dilution de leur participation encourue par les actionnaires existants. Plus l'évaluation des actions est élevée, moins la dilution de la participation est importante et, par conséquent, plus le coût du financement par capital-risque est faible. C'est pourquoi, tout facteur contribuant à accroître la valeur payée par l'investisseur en capital-risque pour les actions ordinaires fera baisser le coût du financement par capital-risque pour l'entreprise émettrice et pour ses actionnaires existants. Dans le cas des autres titres, tels que les actions privilégiées ou les titres de créances convertibles, acquis par les investisseurs en capital-risque qui fournissent le financement, le coût est habituellement déterminé directement par les taux d'intérêt et de dividendes liés à ces titres plus l'effet de dilution de l'évaluation, si ces titres sont convertis en actions ordinaires ou au moment où la conversion est effectuée.

Les questions concernant les coûts d'évaluation associés à la dilution de la participation découlent de facteurs tels que la disponibilité du capital-risque et la concurrence sur le marché. Dans ce contexte, les coûts financiers sont essentiellement déterminés par la structure du marché du capital-risque et par les attitudes et le comportement des investisseurs en capital-risque sur le marché.

*Question : Dans quelle mesure peut-on accroître la disponibilité et l'accessibilité du financement par capital-risque pour les PME en améliorant l'efficacité et la compétitivité du marché du capital-risque par une meilleure répartition de l'offre de ce type de financement?*

### **Coûts en temps**

Les coûts en temps du financement par capital-risque correspondent au temps et à l'énergie consacrés par les cadres de l'entreprise à la recherche d'un tel financement et à son obtention. À ce chapitre, le principal coût tient au fait que l'attention du personnel de direction est détournée de la mise en œuvre et de l'expansion des activités commerciales pour être axée sur la recherche de financement. Plus cette recherche s'avère accaparante, plus est important le coût en pertes d'occasions de faire croître et de consolider l'entreprise. Par contre, l'avenir de l'entreprise dépendant essentiellement de l'obtention d'un financement approprié, la direction de l'entreprise n'a pas d'autre choix que de se consacrer à cette tâche. Les facteurs les plus importants concernant la détermination de ces coûts sont la structure et l'efficacité du marché du capital-risque, de même que les attitudes et le comportement des investisseurs en capital-risque, par exemple si les sociétés financières d'innovation n'ont pas les connaissances spécialisées voulues ou si les investisseurs en capital-risque sont réfractaires au risque. Ces coûts en temps varient aussi selon le stade de développement de l'entreprise, les entreprises en début de croissance ayant besoin de consacrer plus de temps et d'efforts à se faire connaître des investisseurs en capital-risque et à exposer leur plan stratégique à un nouvel auditoire.

Tout cela fait que l'obtention de financement par capital-risque est généralement plus coûteux en temps que ce n'est le cas pour le financement subséquent. Dans ce dernier cas, l'entreprise a déjà obtenu du financement par capital-risque et les investisseurs qui le lui ont fourni sont particulièrement intéressés à faire valoir l'entreprise auprès des autres investisseurs en capital-risque qu'ils aimeraient voir entrer dans le groupe d'investisseurs. De plus, les sociétés financières d'innovation cherchent plutôt des entreprises ayant des antécédents sur le marché du capital-risque et sont moins réfractaires au risque si une autre société financière d'innovation connue a investi dans l'entreprise. Enfin, l'investisseur en capital-risque qui s'est initialement intéressé à l'entreprise est généralement porté à continuer d'y investir, en particulier si le risque peut être réparti entre un plus grand nombre d'investisseurs. Les coûts en temps varient également selon l'importance de l'investissement en capital-risque requis par l'entreprise, un financement de très faible envergure fourni par un seul investisseur demandant probablement moins de temps qu'un financement de grande envergure nécessitant la tenue de négociations et l'établissement de relations avec de nombreux investisseurs qui peuvent eux-mêmes devoir établir des relations et s'entendre entre eux.

*Question : De quelle manière peut-on modifier la structure du marché et le comportement des investisseurs en capital-risque pour que les dirigeants d'une entreprise ne soient pas contraints de consacrer énormément de temps et d'énergie à trouver les investisseurs susceptibles d'être intéressés à financer leur entreprise?*

### **Aspects particuliers: Structure du marché du capital-risque**

La structure du marché du capital-risque peut donner lieu à un certain nombre de questions liées à l'accès au capital-risque, de même qu'aux coûts financiers et aux coûts en temps associés à l'obtention de financement par capital-risque. Cette analyse compare la structure du marché du capital-risque au Canada et celle de ce marché aux États-Unis pour déterminer les aspects pouvant expliquer l'écart de performance entre ces deux marchés. Entre 1997 et 2000, le marché canadien a été inférieur au marché américain pour ce qui est de l'offre par habitant de capital-risque et de financement par capital-risque; l'écart est dû en partie aux différences de structure entre les deux marchés. En apportant des corrections aux points soulevés par un examen et par une analyse de ces différences de structure, on pourrait améliorer la performance du marché du capital-risque au Canada.

Une des principales différences entre le marché américain et le marché canadien tient au fait qu'aux États-Unis il y a une prédominance de sociétés financières d'innovation fermées indépendantes, alors qu'au Canada les entreprises liées à l'État jouent un rôle plus important. Aux États-Unis, les sociétés fermées indépendantes gèrent des fonds organisés en sociétés en commandite au sein desquels elles font office d'associés commandités. Chaque société peut avoir plusieurs fonds (jusqu'à 6 ou 7), chacun étant organisé indépendamment des autres et chacun ayant ses propres investisseurs (associés commanditaires) et leur propre associé commandité. Les stratégies d'investissement de ces fonds peuvent être similaires ou complètement différentes, ces fonds pouvant être spécialisés ou non spécialisés. Selon les données recueillies, actuellement, plus de la moitié des capitaux réunis par ces fonds provient, aux États-Unis, des caisses de retraite publiques et des caisses de retraite privées, l'autre moitié provenant de dotations, de

fondations, de compagnies d'assurance, de banques et de particuliers. Une analyse des portefeuilles institutionnels aux États-Unis indique que les investisseurs institutionnels placent en moyenne entre 2 et 3 % de leur portefeuille dans d'autres genres de titres, notamment dans les placements en capital-risque de ces fonds.

### **Structure du marché canadien du capital-risque**

Au Canada, ces dernières années, les principaux intervenants sur le marché du capital-risque ont été les sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT), qui attirent l'épargne des petits investisseurs grâce aux incitations fiscales proposées par l'État. Ces dernières années, l'épargne ainsi recueillie a fourni près de la moitié du capital-risque disponible. Bien que les SCRT aient connu une croissance rapide depuis leur création, il y a des signes que cette croissance plafonne, les petits investisseurs se montrant réticents à mettre davantage de leurs économies dans des placements à risque, d'autant plus que les incitations fiscales ont été réduites. Depuis un an environ, le niveau des capitaux mobilisés par les SCRT est relativement stable. En conséquence, pour que le marché canadien du capital-risque puisse croître de façon substantielle, il faudra trouver des sources autres que les SCRT. Par ailleurs, en raison de la nature de leurs investisseurs, les SCRT ne sont pas très efficaces lorsqu'il s'agit de mobiliser du capital-risque utilisable. Leur dépendance vis-à-vis des petits investisseurs les oblige à avoir des réserves de liquidités importantes pour protéger ces derniers et pour pouvoir répondre à d'éventuelles demandes de remboursement de leur part. De telles demandes tendent à se produire relativement tôt au cours de la période de placement, les petits investisseurs étant généralement moins patients que les investisseurs institutionnels. Par conséquent, environ 60 % seulement des capitaux mobilisés par les SCRT peuvent être consacrés au financement par capital-risque.

Le marché canadien compte aussi un nombre important de sociétés fermées indépendantes, qui ont totalisé jusqu'ici environ 20 % du capital-risque mobilisé sur le marché; toutefois, en 2000, ce pourcentage a augmenté de façon marquée, passant à près de 25 %. Néanmoins, cette croissance s'est avérée plutôt fragile, les placements des investisseurs institutionnels en capital-risque ayant fluctué. Ces dernières années, on a relevé un intérêt grandissant des investisseurs institutionnels pour ce type de placements, ces derniers ayant accru leur contribution de façon importante, ce qui a compensé le fait que les SCRT marquaient le pas. Au Canada, les caisses de retraite disposent de loin du plus important volume de capitaux au pays et, à moins qu'elles ne soient prêtes à placer en capital-risque une part importante et constante de leurs portefeuilles, il sera impossible pour les sociétés fermées indépendantes de jouer ici le même rôle que les caisses de retraite aux États-Unis. Les caisses de retraite sont des investisseurs idéaux pour le marché du capital-risque, parce qu'elles sont particulièrement en mesure de diversifier leurs placements et de réaliser des placements à long terme. Dernièrement, les principales caisses de retraite, telles que le Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario et l'OMERS, en Ontario, et, au Québec, le CDP, ont fait d'importants placements en capital-risque au lieu d'acheter des titres de sociétés fermées indépendantes.

*Question : De quelle manière peut-on inciter les caisses de retraite canadiennes à accroître leur participation sur le marché du capital-risque pour atteindre un pourcentage approchant les 50 % comme c'est le cas pour les caisses de retraite aux États-Unis?*

Sur le marché du capital-risque au Canada, l'augmentation du nombre de sociétés financières d'innovation affiliées à des entreprises industrielles ou à des institutions financières (notamment aux banques à charte) est un point positif. Cette tendance reflète la situation aux États-Unis, où les grandes entreprises se sont montrées nettement plus attirées par les placements à risque. Au Canada, en 1999, les sociétés financières d'innovation ont totalisé 17 % des capitaux mobilisés en placements à risque, alors qu'aux États-Unis, la même année, les sociétés financières d'innovation ont totalisé quelque 10 % des placements à risque. À la suite des modifications réglementaires visant ce type de filiales, les banques à charte se sont montrées plus dynamiques sur le marché du capital-risque, directement en offrant du financement par capital-risque ou indirectement en faisant des placements dans des sociétés financières d'innovation fermées indépendantes. Cet intérêt de plus en plus marqué de la part des institutions financières pour le marché du capital-risque devrait se maintenir une fois que la nouvelle réglementation les touchant sera entrée en vigueur, leur donnant une plus grande flexibilité pour exploiter ces filiales dans le cadre de sociétés de portefeuille soumises à une réglementation différente de celle que doit respecter l'institution mère.

*Question : Peut-on, en modifiant la réglementation, inciter les institutions financières à s'intéresser plus encore au financement à risque?*

### **Efficiences du marché canadien de capital-risque**

Au Canada, le marché du capital-risque peut s'avérer moins efficient que celui des États-Unis du fait que la plupart des sociétés financières d'innovation ne sont pas spécialisées et investissent dans plusieurs secteurs, plutôt que de se spécialiser. Cela veut dire qu'il peut y avoir sur le marché un manque de connaissances spécialisées empêchant une bonne analyse et une bonne évaluation des investissements possibles, en particulier en ce qui concerne le secteur du savoir. En conséquence, faute d'avoir les connaissances appropriées, les sociétés financières d'innovation non spécialisées peuvent rater de bonnes occasions d'investissement simplement parce qu'elles n'ont pas été en mesure de les évaluer adéquatement. Dans un petit marché de capital-risque comme celui du Canada, il y a de grandes chances que le nombre des sociétés financières d'innovation spécialisées soit moindre que dans un marché de la taille du marché américain et il ne peut pas y avoir suffisamment de sociétés se spécialisant dans le financement d'industries en émergence particulières.

L'absence de sociétés financières d'innovation spécialisées et de connaissances analytiques spécialisées sur le marché du capital-risque au Canada peut également accroître les coûts financiers et les coûts en temps associés au financement par capital-risque. Cela peut s'expliquer par le fait qu'un manque de connaissances spécialisées peut donner lieu à une sous-évaluation de l'entreprise financée, en particulier dans le secteur du savoir. L'entreprise et ses actionnaires auront alors des coûts financiers plus élevés en raison d'une plus grande dilution de la

participation. De plus, l'absence de sociétés financières d'innovation spécialisées risque d'entraîner des coûts plus élevés en temps du fait que les cadres de l'entreprise en quête de financement devront consacrer plus d'énergie à expliquer l'activité de l'entreprise à des non-spécialistes. Dans le cas des entreprises axées sur le savoir, il faut parfois beaucoup de temps pour trouver une société financière d'innovation non spécialisée qui s'intéresse à leurs activités et, le cas échéant, pour trouver au sein de celle-ci les personnes qui aient des connaissances spécialisées leur permettant de comprendre l'activité de l'entreprise. La situation est encore plus complexe quand plusieurs sociétés financières d'innovation non spécialisées se regroupent pour fournir le financement, les cadres de l'entreprise en quête de financement devant alors sensibiliser à leur activité non plus une société, mais de multiples sociétés.

*Question : De quelle manière peut-on inciter les sociétés financières d'innovation non spécialisées à acquérir les connaissances spécialisées qui leur font défaut pour qu'elles puissent investir dans les nouvelles industries où de telles connaissances sont nécessaires?*

Faute de voir le nombre de sociétés financières d'innovation spécialisées s'accroître, on peut réduire les coûts financiers et les coûts en temps liés au financement par capital-risque en fournissant à l'ensemble des sociétés financières d'innovation non spécialisées les services de spécialistes. Cela pourrait permettre aux entreprises d'industries en émergence d'avoir un meilleur accès au financement par capital-risque et inciter un plus grand nombre d'investisseurs institutionnels, en particulier les caisses de retraite, à faire des placements à risque du fait que la confiance dans les connaissances mises à la disposition des sociétés financières d'innovation pour évaluer les placements envisagés s'en trouverait accrue.

*Question : Y a-t-il un besoin de fournir aux sociétés financières d'innovation des services communs de conseils et d'analyses spécialisés exploités de façon indépendante ou appartenant conjointement à ces dernières?*

### **Création de syndicats de placement**

Tant au Canada qu'aux États-Unis, le financement par capital-risque aux stades ultérieurs de l'expansion de l'entreprise est souvent réalisé au moyen d'investissements syndiqués provenant d'un certain nombre de sociétés financières d'innovation. Aux États-Unis, la syndication suppose habituellement qu'une société financière d'innovation joue le rôle d'investisseur principal, les autres sociétés financières d'innovation se répartissant le reste de l'investissement. L'investisseur principal est généralement une grande société fermée indépendante ayant un réseau de sociétés avec lesquelles elle réalise des investissements syndiqués. Dans le cadre de ce réseau, l'investisseur principal peut varier selon l'investissement, notamment sur une base régionale, mais le réseau de sociétés demeure relativement constant. En conséquence, l'entreprise en quête de financement doit généralement chercher à obtenir qu'une des sociétés du réseau (probablement la plus importante et la plus connue) accepte d'être l'investisseur principal et ensuite que celle-ci se charge d'organiser la syndication du reste de l'investissement, les autres sociétés s'en remettant à l'investisseur principal pour analyser le placement. De ce fait, dans bien des cas, l'entreprise en quête de financement consacre moins de temps à l'obtention du

financement et a probablement une meilleure évaluation du fait que l'investisseur principal a déjà une participation dans l'entreprise, ce qui met en confiance les autres membres du syndicat.

Au Canada, en raison de la taille relativement petite de bon nombre de sociétés financières d'innovation, le marché est plus dépendant de la syndication des investissements, simplement du fait qu'aucune société ne dispose de ressources suffisantes pour fournir à elle seule le financement voulu, en particulier dans le cas des gros investissements requis pour des financements d'expansion. Néanmoins, encore une fois parce qu'il n'y a pas de groupe dominant de sociétés financières d'innovation sur le marché canadien, il est peu probable qu'il y ait beaucoup de sociétés en mesure de jouer le rôle d'investisseur principal ou d'avoir un réseau de sociétés prêtes à se joindre à elles pour créer un syndicat de placement. Au Canada donc, les syndicats de placement sont généralement des groupes constitués de façon ponctuelle pour un investissement donné après que chaque société du groupe a analysé et évalué l'investissement pour son propre compte. En d'autres mots, il revient pour ainsi dire à l'entreprise en quête de financement de constituer le syndicat de placement pour pouvoir avoir le financement dont elle a besoin, sans pouvoir tellement compter sur l'aide d'une quelconque société financière d'innovation. La tâche peut s'avérer encore plus complexe quand il s'agit de constituer un syndicat regroupant des sociétés fermées indépendantes et une SCRT, qui ont chacune des mandats différents et une tolérance différente à l'égard du risque. En raison de ce manque de leadership pour la constitution de syndicats de placement au Canada, les évaluations sont généralement inférieures à celles qui sont faites aux États-Unis, et les cadres des entreprises canadiennes doivent généralement distraire davantage de leur temps des activités de gestion que ce n'est le cas dans les entreprises américaines. En conséquence, les coûts financiers et les coûts en temps du financement par capital-risque sont plus élevés au Canada qu'aux États-Unis.

*Question : De quelle manière peut-on faciliter la prestation de connaissances spécialisées aux syndicats de placement et aux réseaux de sociétés financières d'innovation travaillant de concert et dépendant de la capacité des autres sociétés d'évaluer le placement envisagé pour réduire le temps et les efforts que doivent y mettre tant les investisseurs que les entreprises en quête de financement et pour obtenir des évaluations justes pour l'une et l'autre parties?*

## **Aide et encadrement**

Un autre sujet de préoccupation en ce qui a trait aux investissements syndiqués est que les sociétés financières d'innovation ne sont pas nécessairement en mesure de fournir à l'entreprise émettrice un appui et un encadrement en matière de gestion. Aux États-Unis par contre, ce problème est évité dans une bonne mesure grâce au rôle joué par les investisseurs principaux dans les syndicats de placement. Les grandes entreprises qui jouent ce rôle se chargent aussi, habituellement, de fournir aide, appui et encadrement aux entreprises dans lesquelles elles investissent et elles ont presque toujours des représentants au conseil d'administration de l'entreprise. Cela a pour effet de susciter une plus grande confiance parmi les autres investisseurs faisant partie du syndicat de placement et de les intéresser à investir. Au Canada, le risque que la gestion soit négligée est plus grand à cause du manque généralisé de leadership au sein de la plupart des syndicats de placement, qui sont en fait des syndicats de pairs de même envergure.

Souvent dans ces conditions, il n'est pas clairement établi au sein du syndicat quels membres doivent aider et encadrer la direction de l'entreprise dans laquelle le groupe a investi. Cela indique, une fois de plus, qu'il pourrait y avoir un besoin de ressources communes auxquelles les syndicats de placement pourraient faire appel pour aider et encadrer les entreprises émettrices.

*Question : De quelle manière peut-on fournir aux sociétés financières d'innovation relativement petites faisant partie d'un syndicat de placement les ressources nécessaires pour pouvoir aider et encadrer la direction de l'entreprise financée?*

### **Comportement de l'investisseur en capital-risque**

De façon générale, le comportement des investisseurs en capital-risque, à tout moment, dépend avant tout de la situation économique et du climat des marchés financiers à cette étape du cycle économique. Si l'économie se porte bien et si les marchés financiers sont en hausse, les investisseurs en capital-risque sont plus optimistes et, par conséquent, moins réfractaires au risque que dans le cas contraire. Par ailleurs, les bailleurs de fonds des investisseurs en capital-risque sont généralement dans le même état d'esprit que ces derniers, quels que soient la situation économique et le climat des marchés financiers. En conséquence, lorsque les choses vont bien, les investisseurs en capital-risque sont en mesure de mobiliser de plus gros volumes de capitaux pour des placements à risque et ils sont plus disposés à investir de façon plus dynamique dans des entreprises émergentes. Cela s'est clairement vérifié ces dernières années, où la bonne performance de l'économie et des marchés financiers a conduit à une explosion des placements à risque aux États-Unis et a porté les investissements en capital-risque à des niveaux records au Canada. Plus récemment, la situation de l'économie et le climat des marchés financiers s'étant détériorés, l'offre de capital-risque a diminué, les investisseurs en capital-risque ayant de la difficulté à mobiliser des capitaux et se montrant plus prudents dans leurs stratégies d'investissement. Cependant, dans ce contexte, d'autres facteurs peuvent avoir une incidence sur le comportement des investisseurs en capital-risque et de leurs bailleurs de fonds, ces facteurs pouvant n'être pas les mêmes sur le marché du capital-risque du Canada et sur celui des États-Unis.

### **Stratégies d'investissement**

En matière d'investissement, les investisseurs en capital-risque américains adoptent généralement des stratégies d'investissement plus audacieuses que leurs homologues canadiens, notamment dans le secteur du savoir. Cela est sans doute attribuable en partie à la très grande taille de bon nombre des grandes sociétés financières d'innovation américaines, qui sont en mesure de diversifier leurs investissements en ciblant de nombreux secteurs et de nombreuses industries. De ce fait, ces sociétés peuvent placer à risque une plus grande portion de leurs portefeuilles que ce n'est le cas pour les sociétés canadiennes, qui sont toutes nettement moins importantes que leurs homologues américaines. Ces grandes sociétés américaines consacrent aussi davantage de ressources à l'analyse, ce qui leur permet d'évaluer plus justement les investissements à risque; par ailleurs, elles disposent habituellement d'une variété de fonds

spécialisés et non spécialisés et peuvent donc allouer l'investissement au fonds ayant un mandat approprié, en fonction du niveau de risque et du degré de spécialisation de l'entreprise financée. Il y a également, aux États-Unis, une grande variété de fonds spécialisés de plus petite envergure, qui se cantonnent dans des types particuliers d'investissements à risque et ont tendance à faire des investissements à risque plus importants dans leurs domaines d'intérêt. Au Canada, les principaux investisseurs en capital-risque, les SCRT, ont tendance, en raison de la nature de leur mandat et de la façon dont ils mobilisent leurs capitaux, à être plus prudents que les sociétés financières d'innovation fermées indépendantes ou les fonds de société, en particulier en ce qui concerne le secteur du savoir. L'absence relative de sociétés financières d'innovation spécialisées au Canada explique également qu'il soit plus difficile de répondre aux besoins de financement à risque dans des secteurs ou dans des industries nécessitant de la part de l'investisseur une connaissance spécialisée de leur domaine d'activité.

*Question : Que peut-on faire pour inciter les investisseurs canadiens en capital-risque, en particulier les sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT), à adopter face au risque des attitudes plus conformes à celles des sociétés financières d'innovation non spécialisées des États-Unis?*



## **Expérience en gestion**

Les antécédents du personnel cadre des sociétés financières d'innovation peuvent également avoir une incidence sur les attitudes et sur le comportement des investisseurs en capital-risque présents sur le marché. Aux États-Unis, beaucoup de grandes sociétés financières d'innovation sont gérées par d'anciens cadres d'entreprises industrielles, notamment d'entreprises de haute technologie. Nombre d'entre eux sont des analystes qui ont travaillé pour un secteur donné avant de rejoindre le secteur des placements bancaires. Ces gestionnaires ont, au départ, une vaste expérience, généralement spécialisée, en ce qui concerne les industries dans lesquelles investit la société financière d'innovation pour laquelle ils travaillent; ils sont donc en mesure d'évaluer le risque associé aux investissements envisagés dans ces industries avec plus de justesse et plus rapidement. En conséquence, ces gestionnaires ont tendance à être plus sûrs d'eux-mêmes et plus audacieux dans leurs stratégies d'investissement. Au Canada par contre, les gestionnaires des sociétés financières d'innovation viennent le plus souvent du secteur bancaire et ont donc tendance à évaluer le risque dans une perspective bancaire plutôt que dans la perspective de l'industrie en cause. C'est probablement pour cette raison que, n'ayant pas une expérience du secteur industriel aussi approfondie que bon nombre de leurs homologues américaines, la plupart des sociétés financières d'innovation canadiennes adoptent une stratégie plus timide face au risque. Ce facteur est particulièrement important dans le cas du secteur du savoir, où une connaissance spécialisée est essentielle pour qu'il soit possible aux cadres supérieurs des sociétés financières d'innovation du Canada d'élaborer des stratégies d'investissement plus audacieuses.

*Question : De quelle manière peut-on attirer dans le secteur du capital-risque au Canada un plus grand nombre de cadres ayant des antécédents dans l'industrie plutôt que dans le secteur bancaire de façon à enrichir les connaissances spécialisées des sociétés financières d'innovation?*

## **Bailleurs de fonds**

En ce qui concerne l'offre, les attitudes et le comportement des investisseurs qui alimentent en capitaux les sociétés financières d'innovation sont tout aussi importants pour déterminer la disponibilité générale de capital-risque sur le marché et la disposition des investisseurs à accepter de prendre des risques dans leurs stratégies d'investissement. Les caisses de retraite du Canada, en particulier, sont en excellente santé financière, et il y a donc peu de raisons pour que, de façon générale, elles se montrent réfractaires aux placements à risque. Si des dispositions réglementaires limitent leur possibilité d'allouer des portions suffisantes de leurs portefeuilles à cette catégorie de titres, leurs gestionnaires devraient alors soumettre le problème à l'attention des organismes de réglementation et demander que celles-ci soient modifiées. Par ailleurs, si les gestionnaires de caisses de retraite sont réfractaires à ce genre de placements parce qu'ils n'ont pas les connaissances spécialisées requises pour pouvoir évaluer les risques associés à ce type d'investissement, ils devront confier leurs placements à des sociétés financières d'innovation qui ont clairement montré leur compétence en la matière ou encore se procurer les services de spécialistes pour se sentir plus à l'aise face à ce type d'investissement. Une autre raison pour laquelle les gestionnaires des caisses de retraite pourraient être réfractaires au risque lié à ce type

de placements est leur manque de confiance dans le niveau de connaissances et d'expérience des sociétés financières d'innovation au Canada.

*Question : De quelle manière peut-on amener les gestionnaires des caisses de retraite du Canada à confier aux sociétés financières d'innovation canadiennes une portion des fonds des caisses comparable à ce qui se fait aux États-Unis? Faut-il pour cela modifier la réglementation ou le régime fiscal?*

## **Régime fiscal**

Le régime d'imposition, particulièrement l'impôt sur les gains en capital, peut avoir une incidence considérable sur la disponibilité de financement par capital-risque. Si les taux d'imposition du gain en capital ne sont pas nettement inférieurs aux taux de l'impôt général sur le revenu, ils deviennent alors un facteur désincitatif pour les investisseurs susceptibles d'alimenter le marché du capital-risque. Dans ces conditions, les investisseurs ne sont nullement récompensés pour avoir investi dans des entreprises à risque élevé étant donné que le revenu qu'ils tirent de leurs placements à haut risque est imposé de la même manière que le revenu tiré de placements ne comportant pas de risque. Un autre facteur de désincitation est le fait que les taux élevés d'imposition des gains en capital enlèvent tout attrait à la perspective de faire de tels gains grâce à des placements à risque judicieux, et également le fait que ce sont non seulement les gains en capital qui se trouvent immobilisés, mais aussi le placement initial. Dans ces conditions, les investisseurs sont moins portés à placer les fonds qu'ils ont judicieusement investis dans d'autres investissements à risque que ce ne serait le cas si les taux d'imposition visant les gains en capital étaient nettement plus bas. Lorsqu'il y a une incitation à récupérer les fonds mis dans un placement avantageux, le montant initialement investi et une portion du gain réalisé seront sans doute, dans bien des cas, placés à nouveau dans d'autres investissements à risque, ce qui accroît l'offre globale sur le marché du capital-risque.

Aux États-Unis, les taux d'imposition des gains en capital ont toujours été environ la moitié moindres que les taux visant les autres revenus des particuliers et des entreprises. Cela a pour effet d'inciter les contribuables des tranches de revenu supérieures, soumis aux taux d'imposition du revenu des particuliers et des entreprises les plus élevés, à faire des investissements à risque pour bénéficier de taux d'imposition moindres sur les gains en capital réalisés grâce à ces placements. Jusque tout dernièrement, les taux d'imposition du gain en capital au Canada étaient assez proches des taux d'imposition du revenu du fait que 75 % des gains en capital devaient être inclus dans le revenu imposable des particuliers aussi bien que des entreprises. Cela avait pour effet de réduire considérablement l'attrait, pour les investisseurs canadiens, des titres à risque plus élevé, tels que les investissements en capital-risque, et cela avait nécessairement une incidence négative sur l'offre de capital-risque. La portion des gains en capital devant être incluse dans le revenu imposable ayant été abaissée dernièrement à 50 %, les taux d'imposition du gain en capital sont sensiblement les mêmes au Canada et aux États-Unis. Les investisseurs canadiens sont beaucoup plus motivés à faire des placements plus risqués et à réaliser leurs gains en capital découlant de placements en capital-risque.

*Question : La récente réduction du taux d'imposition des gains en capital au Canada va-t-elle contribuer à accroître l'offre sur le marché du capital-risque? De quelle manière peut-on le vérifier?*

### **Importance des investissements**

Une autre différence marquée entre le marché du capital-risque du Canada et celui des États-Unis est le grand écart entre la taille moyenne des investissements en capital-risque dans ces deux marchés, l'investissement moyen aux États-Unis étant près de cinq fois plus important que l'investissement moyen au Canada. Cela est probablement dû à un certain nombre de facteurs, notamment la taille importante des entreprises émettrices aux États-Unis, le fait que les investisseurs américains sont davantage intéressés à investir dans des entreprises en croissance soutenue et dans des entreprises en expansion avancée, et l'envergure des fonds de capital-risque américains. Aux États-Unis, bon nombre de sociétés financières d'innovation fermées indépendantes ont des fonds distincts dont la valeur peut atteindre le milliard de dollars et, dans certains cas, une même société peut contrôler des fonds totalisant plusieurs milliards de dollars. L'écart entre les deux pays est également attribuable au fait que l'offre de capital-risque par habitant est plus importante aux États-Unis, de sorte que les sociétés financières d'innovation américaines sont en mesure de faire de gros investissements et, en même temps, de diversifier leurs titres.

Au Canada, les fonds d'une société financière d'innovation de grande envergure sont de l'ordre de 100 millions de dollars. L'envergure de ces sociétés étant nettement moindre, celles-ci sont moins en mesure de faire des investissements importants tout en diversifiant adéquatement leurs titres. Même la syndication des gros investissements peut être un problème au Canada, étant donné que le nombre de sociétés financières d'innovation qui devraient constituer le groupe pour mobiliser le capital nécessaire serait si grand qu'il serait impossible de mener à bien la négociation des conditions de l'investissement et la gestion de celui-ci. Pour régler ce problème à long terme, il faudrait favoriser un accroissement de la taille des fonds de capital-risque en suscitant une augmentation de l'offre par habitant dans le marché du capital-risque en vue d'atteindre des niveaux plus semblables à ceux du marché américain.

*Question : Le fait de favoriser la création de syndicats de placement transfrontaliers regroupant des sociétés financières d'innovation du Canada et des États-Unis permettrait-il aux entreprises canadiennes en quête de financement pour l'étape de l'expansion de bénéficier d'investissements plus importants?*

## Investissements transfrontaliers

Au fil des années, les investisseurs en capital-risque des deux pays se sont mis à réaliser des investissements de part et d'autre de la frontière. Pour le Canada, cela s'est soldé par un accroissement des investissements faits par des sociétés financières d'innovation américaines, mais aussi par un déplacement d'une partie du capital-risque mobilisé au Canada au profit des États-Unis. Une augmentation de l'utilisation de capital-risque en provenance des États-Unis pourrait accroître l'offre au Canada et compenser le retard de ce type de financement sur le marché canadien par rapport au marché américain. Pour cela, il faudra rendre l'investissement en capital-risque attrayant pour les investisseurs américains en leur donnant accès à des placements uniques, en leur offrant les services de spécialistes reconnus dans des industries spécifiques et en leur garantissant une relative stabilité du taux de change du dollar canadien. Une autre possibilité à envisager serait que le marché canadien soit en mesure de financer les entreprises en début de croissance jusqu'à ce qu'elles requièrent d'importants investissements d'expansion plus susceptibles d'attirer les investisseurs américains que les investissements en début de croissance de moindre envergure. Cela permettrait de pallier l'incapacité du marché canadien de répondre aux besoins de financement des entreprises en expansion et pourrait donner lieu à un important apport de capital-risque pour un nombre d'opérations relativement petit. Il s'ensuivrait probablement un important apport transfrontalier net de capitaux du fait que les investissements faits par les sociétés financières d'innovation canadiennes aux États-Unis sont en général relativement peu importants, consistant en une faible participation dans des investissements syndiqués américains.

Dans le passé, ces mouvements bilatéraux de capitaux ont été relativement peu importants; par contre, dernièrement, on a relevé une augmentation sensible des investissements américains en capital-risque dans des entreprises canadiennes, notamment dans les industries où le savoir-faire canadien est exceptionnel, par exemple la fibre optique. Ces investissements individuels ont surtout visé des entreprises en expansion qui avaient besoin d'un financement important, où ils ont consisté en une participation à des syndicats de placement avec des sociétés financières d'innovation canadiennes. Depuis deux ans, ces apports de capitaux américains ont contribué à accroître de façon substantielle l'offre de capital-risque au Canada, comblant en partie l'incapacité du marché canadien de satisfaire aux besoins de financement des entreprises en expansion. Durant cette même période, les investissements canadiens en capital-risque réalisés aux États-Unis ont également augmenté, les sociétés financières d'innovation canadiennes ayant investi dans des entreprises américaines et dans des entreprises canadiennes installées aux États-Unis. Cependant, ces investissements sont nettement moins importants que ceux effectués par les sociétés financières américaines au Canada et, depuis quelques années, le Canada a enregistré un important apport net de capitaux américains. Tant qu'il y aura aux États-Unis un excédent de capital-risque, cette tendance devrait se maintenir, car les investisseurs américains cherchent des occasions d'investissement en dehors de leur pays, mais, si l'offre venait à diminuer aux États-Unis, l'apport de capital-risque américain au Canada se tarirait rapidement.

Pour appuyer cette tendance, le Canada doit stabiliser le taux de change de son dollar et offrir aux investisseurs américains un régime fiscal qui ne les pénalise pas. Les investisseurs canadiens en

capital-risque auraient également tout intérêt à cibler les entreprises en début de croissance susceptibles d'intéresser les investisseurs américains quand elles auront besoin de financement pour leur expansion et à s'appliquer à leur fournir le financement requis. Pour cela, les sociétés financières d'innovation canadiennes devront peut-être se spécialiser davantage et se donner des stratégies d'investissement plus spécifiquement centrées, de façon à accroître l'efficacité du marché canadien et à fournir aux entreprises canadiennes du financement par capital-risque à des coûts financiers et à des coûts en temps moindres. Dans l'ensemble, en raison des écarts de taille entre le marché du capital-risque du Canada et celui des États-Unis, il serait avantageux pour le Canada de favoriser une plus grande intégration au marché américain pour que les investisseurs de capital-risque des deux pays puissent se spécialiser sur le marché canadien dans le type de financement qui correspond le mieux à leur situation. Les sociétés financières d'innovation canadiennes pourraient, par exemple, axer leurs efforts sur les investissements en début de croissance, de plus faible envergure, tandis que les sociétés américaines fourniraient le financement aux entreprises en expansion. Cela aurait pour effet de réduire le profil des risques pour les sociétés financières d'innovation canadiennes qui auraient un plus grand nombre de petits investissements diversifiés et partageraient une plus grande part des risques associés au financement des entreprises en expansion avec des sociétés financières américaines de plus grande taille, qui sont plus en mesure d'accepter les risques associés aux investissements de grande envergure tout en maintenant une diversification adéquate de leur portefeuille de titres. Une telle réduction des risques pourrait également contribuer à favoriser une plus grande participation des caisses de retraite canadiennes sur le marché du capital-risque.

*Question : Une plus grande intégration des marchés du capital-risque du Canada et de celui des États-Unis pourrait-elle accroître la compétition sur le marché canadien et freiner le déplacement des entreprises canadiennes vers les États-Unis, en augmentant les mouvements de capitaux entre les deux marchés?*

### **Stratégies de retrait**

Les stratégies de retrait permettant aux investisseurs en capital-risque de récupérer leur investissement initial et de réaliser leur gain en capital sont un autre élément pouvant avoir une incidence sur l'offre de capital-risque ainsi que sur le niveau et le type d'investissement en capital-risque. Pour maximiser le rendement du capital investi, les investisseurs en capital-risque doivent avoir des stratégies de retrait leur permettant de récupérer leurs placements dans les meilleures conditions possibles. Lorsque la chose est possible, il y a de grandes chances que les sociétés financières d'innovation se montrent plus audacieuses dans leurs stratégies d'investissement et qu'elles aient plus de facilité à mobiliser des capitaux pour des investissements à risque. Dans le cas contraire, les investisseurs en capital-risque se trouvent dans une situation où leurs investissements demeurent non liquides et où ils ne peuvent pas placer leur avoir dans de nouveaux investissements ni offrir à leurs bailleurs de fonds la possibilité de réaliser un rendement sur le capital investi. En conséquence, le marché du capital-risque a tendance à s'ankyloser, les investisseurs en capital-risque et leurs bailleurs de fonds n'étant plus disposés à fournir de nouveaux capitaux pour ce type d'investissement, qu'il s'agisse de nouvelles entreprises ou d'entreprises en quête de financement d'expansion déjà

présentes dans leur portefeuille. Une telle situation peut se produire dans deux circonstances : lorsque le marché offre peu d'occasions d'effectuer un retrait avantageux et lorsque les conditions du cycle économique et la situation financière ne sont pas favorables.

Les modes de retrait les plus courants correspondent au placement initial de titres (PIT) lancé par l'entreprise financée, à la fusion ou encore à l'acquisition de cette dernière sous la gouverne d'une autre entreprise ou des fondateurs de celle-ci. Dans le cas d'un placement initial de titres (PIT), l'investisseur en capital-risque obtient en bout de ligne des actions cotées en bourse, mais étant un initié au sens de la réglementation en matière de valeurs mobilières, il est assujéti à des contraintes quant à la façon dont il peut vendre ses actions et les liquider. Ces contraintes sont généralement en vigueur pendant une période pouvant aller jusqu'à deux ans, délai au bout duquel les actions peuvent être vendues librement, mais durant lequel leur valeur varie en fonction du comportement des marchés boursiers. À la fin de cette période, la société financière d'innovation remet habituellement les actions à leurs propriétaires ou les leur paie; ces derniers peuvent décider de les vendre ou de les conserver. En général, un PIT est pour l'investisseur l'occasion de réaliser une évaluation de retrait initial relativement élevée, mais, du fait que le montant ne peut être touché immédiatement, l'évaluation suivra les fluctuations (à la hausse ou à la baisse) du marché durant la période de détention obligatoire. Si le marché est bien orienté, la valeur de l'action peut monter au dessus de sa valeur au moment du PIT, mais, si le marché est faible, elle peut baisser ou même devenir pratiquement nulle avant d'avoir été réalisée.

Bien que le PIT soit le type de retrait le plus prisé, le mode le plus courant correspond à la fusion ou à l'acquisition de l'entreprise financée. Dans le cas d'un retrait à l'occasion d'une fusion ou d'une acquisition, la société financière d'innovation reçoit ou bien les actions, ou bien un montant en liquide de l'acquéreur, qu'elle distribue alors aux investisseurs concernés, ces derniers pouvant alors conserver leurs actions ou les vendre immédiatement. Dans ce cas, les investisseurs peuvent donc en réaliser la valeur immédiatement et, par conséquent, avec une plus grande certitude que dans le cas d'un PIT. Un autre avantage du retrait à l'occasion d'une fusion ou d'une acquisition plutôt qu'à l'occasion d'un PIT est que dans ce dernier cas le marché des PIT doit être en mesure de faire face à une forte demande de capitaux et d'établir des évaluations appropriées pour les PIT, à un coût raisonnable tant pour l'établissement réglementaire du prix que pour le coût du temps distraité de la gestion. Ces questions sont analysées en détail dans la section suivante.

## **SECTION II – FINANCEMENT PAR ACTIONS – PLACEMENT INITIAL DE TITRES (PIT)**

### **APERÇU DU MARCHÉ DES PIT AU CANADA ET AUX ÉTATS-UNIS**

Dans cet aperçu du marché PIT canadien et du marché PIT américain, nous allons examiner et comparer les exigences réglementaires et les procédures boursières et décrire les participants au marché PIT et les rôles qu'ils y jouent.

### **EXIGENCES RÉGLEMENTAIRES**

#### **Conditions d'introduction en bourse**

Avant qu'une entreprise puisse songer à émettre des titres sur le marché PIT, elle doit remplir, en matière de gestion, d'émission publique et de finances, des conditions précises qui sont établies par chaque bourse sur laquelle les titres pourront être émis et cotés. Ces conditions d'introduction en bourse varient d'un marché à un autre et sont des éléments importants qui permettent de déterminer si une entreprise est prête et apte à s'inscrire en bourse sur un marché donné. Généralement, ces exigences diffèrent d'un marché à un autre, du fait que les marchés se spécialisent différemment les uns des autres selon le type et la taille des entreprises qu'ils veulent attirer et selon le rôle qu'ils veulent jouer sur le marché PIT. Si une bourse donnée veut se spécialiser dans les petites entreprises actives dans des secteurs d'activité à risque plus élevé, les conditions d'introduction en bourse seront moins rigoureuses, tandis que les grandes bourses veulent se concentrer sur les grandes entreprises établies qui sont intéressantes pour les investisseurs institutionnels. Les exigences dépendent aussi de la taille des entreprises présentes dans un marché donné et aptes à s'inscrire en bourse. Au Canada, les entreprises sont beaucoup plus petites qu'aux États-Unis et, par conséquent, les bourses canadiennes doivent avoir des conditions d'introduction en bourse moins rigoureuses que les bourses américaines pour composer avec l'éventail des entreprises qu'on trouve au Canada.

Au Canada, à la Bourse de Toronto (Toronto Stock Exchange ou TSE), la plus grande au pays, les conditions d'introduction en bourse ont été établies pour trois grandes catégories d'entreprises : industrielles, minières et pétrolières et gazières. Dans le cas des entreprises industrielles, les entreprises profitables doivent avoir pour 2 millions de dollars d'actif corporel net, des bénéfices de 200 000 dollars, des revenus avant impôts de 500 000 dollars et un fonds de roulement adéquat, tandis que celles prévoyant d'être profitables doivent avoir pour 7,5 millions de dollars d'actif corporel net, des bénéfices prévus de 200 000 dollars, des revenus avant impôts prévus de 500 000 dollars et un fonds de roulement adéquat. Toutes les entreprises doivent avoir au moins 12 millions de dollars en capital et avoir émis et en circulation 1 million d'actions librement négociables représentant une valeur marchande globale de 4 millions de dollars. La Bourse de Toronto prend aussi en considération les antécédents et l'expertise en gestion des entreprises et peut faire enquête sur les principaux membres du personnel. Récemment, la Bourse de Toronto a également établi, pour les entreprises de technologie, des conditions d'introduction

en bourse spéciales qui sont fondées sur le niveau d'appui des investisseurs, sur l'adéquation des fonds et de la gestion et sur le point où en est l'entreprise dans la commercialisation de ses produits. Ces entreprises doivent avoir au moins pour 50 millions de dollars en valeur marchande d'actions cotées, pour 10 millions de dollars de titres émis dans le public, pour 10 millions de dollars en capital et des fonds adéquats pour couvrir les dépenses d'exploitation, d'immobilisations et de développement pendant un an.

Aux États-Unis, les deux principaux marchés sur lesquels des PIT sont faits sont la Bourse de New York (New York Stock Exchange ou NYSE) et la National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ). La NASDAQ a des normes d'introduction en bourse beaucoup moins rigoureuses que la Bourse de New York, mais qui demeurent beaucoup plus élevées que celles de la Bourse de Toronto. Les exigences financières minimales (en \$US) pour s'inscrire à la NASDAQ sont les suivantes : actif corporel net de 6 millions de dollars, revenus avant impôts de 1 million de dollars, émission dans le public de 1,1 million d'actions ayant une valeur marchande totale de 8 millions de dollars, au moins 400 actionnaires détenant 100 actions ou plus et un cours acheteur des actions de 5 \$ ou plus. De plus, avant qu'un titre puisse être coté au NASDAQ, il faut qu'au moins trois placeurs conviennent d'agir comme « teneurs de marché » relativement au titre en offrant d'acheter celui-ci et de le vendre à tout investisseur désireux de l'acheter. La NASDAQ peut aussi faire enquête sur la gestion et sur les directeurs de l'entreprise. Dans le cas des entreprises canadiennes, l'intérêt de s'inscrire à la NASDAQ devrait refléter d'autres facteurs que les conditions d'introduction en bourse, lesquelles sont beaucoup plus intéressantes à la Bourse de Toronto.

### **Préparation des prospectus**

L'entreprise qui remplit les conditions d'introduction à la bourse où elle veut s'inscrire doit ensuite préparer un prospectus, qui est un document d'information devant être fourni aux investisseurs éventuels et enregistré auprès des organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières pertinentes. Au Canada, ce prospectus doit être déposé auprès des commissions provinciales des valeurs mobilières, principalement l'Ontario Securities Commission (OSC), tandis qu'aux États-Unis le principal organe de réglementation est la Securities and Exchange Commission (SEC), au palier fédéral. Le prospectus sert à la fois de document de vente par les preneurs des titres et de document réglementaire visant à garantir que les investisseurs obtiennent une divulgation complète, vraie et en clair de tous les renseignements se rapportant aux titres émis, comme l'exigent les lois sur les valeurs mobilières. Par conséquent, le prospectus doit donner une vue équilibrée des vues positives autant que négatives de l'entreprise qui émet les titres. Il doit contenir le genre d'information suivant : activité de l'entreprise, états financiers et prévisions financières, structure de l'entreprise et de son capital social, facteurs de risque liés à l'entreprise et aux titres, utilisation des produits de la vente de l'émission, droits accordés par la loi aux investisseurs et assurance, donnée par l'entreprise et ses placeurs, d'une divulgation complète, vraie et précise de tous les renseignements pertinents. Dans un premier temps, l'entreprise doit déposer un prospectus préliminaire, qui sera examiné par les commissions des valeurs mobilières. Une fois cet examen complété, le prospectus est révisé en fonction des observations des organes de réglementation et de nouveau déposé auprès des



commissions des valeurs mobilières, qui donnent ensuite l'autorisation à l'entreprise de le diffuser.

### **Dispositions d'entièrement**

Un autre élément de réglementation qui est établi au moment de l'émission des titres concerne les dispositions d'entièrement rattachées aux titres nouvellement émis. Ces dispositions déterminent le moment où les principaux investisseurs, qui détenaient des positions avant le PIT (tels que des investisseurs en capital-risque), et les cadres supérieurs peuvent vendre les titres qu'ils détiennent sur le marché libre. Dans le passé, ces exigences prévoyaient des périodes d'entièrement pouvant aller jusqu'à deux ans avant que les détenteurs puissent vendre leurs avoirs, mais, plus récemment, la période d'entièrement maximale a été réduite de façon générale à 18 mois, par exemple à la Bourse de Toronto. Les grandes entreprises peuvent aussi être exemptes des dispositions d'entièrement ou négocier une période d'entièrement plus courte avec la bourse. Ce règlement est particulièrement important pour les fondateurs d'entreprises nouvellement inscrites en bourse et pour les investisseurs qui ont financé l'entreprise avant le PIT, parce qu'il détermine le moment où ces personnes peuvent récupérer leurs investissements et réaliser leurs gains. Il introduit aussi par contre une plus grande incertitude pour ces actionnaires, parce que les conditions régnant sur le marché peuvent changer de façon significative au cours de la période d'entièrement.

### **Règlements en matière de divulgation de l'information**

Dès le PIT complété, l'entreprise doit observer des règlements et satisfaire des exigences en matière de divulgation pour faire en sorte que le marché secondaire des titres soit informé de toutes les conditions pertinentes qui s'y rapportent. Premièrement, les entreprises doivent divulguer et faire parvenir à leurs actionnaires les états financiers trimestriels, les états financiers annuels vérifiés et les analyses et examens des gestionnaires des opérations et des résultats financiers, habituellement sous la forme d'un rapport annuel aux actionnaires. Elles doivent aussi fournir des documents et des circulaires sollicitant des procurations avant les assemblées annuelles des actionnaires et visant à renseigner sur tous les points sur lesquels des votes seront pris à l'assemblée. Tous les changements substantiels survenus dans les activités, les opérations ou la structure financière de l'entreprise qui pourraient avoir un effet sur le prix des titres doivent être divulgués en temps opportun dans des communiqués ou dans des documents présentés aux bourses et aux commissions des valeurs mobilières. Des rapports d'initiés (c'est-à-dire les directeurs, les cadres supérieurs et les investisseurs détenant plus de 10 % des actions avec droit de vote en circulation) doivent être déposés dans les 10 jours suivant la fin du mois au cours duquel un de ces « initiés » a échangé ses actions.

### **PROCÉDURES BOURSIÈRES**

Les procédures qu'une entreprise doit suivre pour s'inscrire en bourse sont souvent longues et complexes, la plupart des PIT prenant entre 3 et 6 mois. La première étape du processus consiste à régler les questions d'ordre comptable, fiscal et corporatif qui doivent l'être avant que

l'entreprise s'inscrive en bourse, notamment la préparation d'un bon plan d'affaires qui servira de document de base à l'élaboration du prospectus. Ce plan devrait inclure une description de l'entreprise, une analyse de marché, une description des produits et services de l'entreprise et de la structure de sa gestion ainsi que des prévisions et renseignements financiers. Pour devenir une société ouverte, des procédures et des systèmes de production de rapports appropriés doivent être mis en place avant d'entamer le processus du PIT. L'entreprise doit ensuite choisir des avocats, des comptables et des placeurs qui assureront le leadership nécessaire pour mener l'appel public à l'épargne. Dans ces choix, la priorité première doit être de retenir les services de firmes qui ont beaucoup d'expérience dans le domaine des appels publics à l'épargne et beaucoup d'expertise en ce qui concerne les exigences juridiques et comptables et les normes de vérification relatives aux PIT. Les changements qui doivent être apportés à la structure corporative ou à la structure financière de l'entreprise doivent être entrepris, et le personnel cadre, renforcé, bien avant le PIT.

### **Choix d'un placeur**

Le choix d'un placeur pour le PIT est d'une importance cruciale pour obtenir du succès sur le marché. Pour amasser le montant de financement nécessaire et réussir à vendre l'émission sur le marché, le placeur doit pouvoir donner à l'entreprise une évaluation réaliste de sa situation. Le succès de cette opération dépendra en grande partie de la réputation et de l'expérience du placeur et de sa capacité de trouver des acquéreurs pour les titres. Une firme ayant une solide réputation attirera un solide syndicat de prise ferme qui pourra vendre les actions de façon efficace. L'expérience du placeur aidera à coter l'émission, à choisir le syndicat de prise ferme et à donner de la crédibilité à l'entreprise sur le marché. La capacité du placeur de trouver des acquéreurs pour les titres doit être adéquate pour vendre le nombre requis d'actions à un large éventail d'investisseurs et procurer ainsi les liquidités nécessaires dans l'après-bourse. Un autre aspect important est de choisir une firme qui ait un service d'études solide, capable et désireux de suivre l'entreprise après le PIT, de sorte que la réputation et la situation de l'entreprise puissent se maintenir dans l'après-bourse. L'entreprise doit ensuite comparer ces facteurs à la commission que le placeur envisage de lui demander pour ses services et au niveau d'aide qu'il lui donnera, lui et son conseiller juridique, au cours du processus.

### **Choix des marchés**

L'entreprise doit choisir le marché sur lequel elle va offrir ses titres. Aux États-Unis, le choix se fait en grande partie entre la Bourse de New York (NYSE) et la NASDAQ, les grandes entreprises industrielles choisissant en général la Bourse de New York et les entreprises de technologie plus petites s'inscrivant habituellement en bourse à la NASDAQ. Les entreprises canadiennes ont en quelque sorte des choix plus grands et plus complexes à faire, en ce sens qu'elles peuvent utiliser les bourses canadiennes ou les bourses américaines ou les deux pour s'inscrire en bourse. Habituellement, la raison pour laquelle une entreprise canadienne s'inscrit à la bourse américaine est d'avoir accès à un marché financier plus large et plus volumineux et, souvent, à des analystes en marché financier plus spécialisés, notamment dans le cas des entreprises de technologie. Par contre, les entreprises canadiennes doivent satisfaire aux règles rigides de la SEC, qui régissent les PIT étrangers. Au Canada, les entreprises ont essentiellement

le choix entre deux marchés, la Bourse de Toronto (TSE) ou la nouvelle bourse CDNX, qui se spécialise dans le financement des petites entreprises. Dans le choix entre les bourses, les entreprises canadiennes doivent comparer les avantages de chaque bourse avec les coûts à engager pour s'inscrire dans chacune d'elles. Une entreprise canadienne désireuse de tirer parti d'un marché américain plus grand et plus développé pourrait accepter des coûts plus élevés, des risques juridiques plus grands et une évaluation de sa situation différente de celle qu'elle aurait sur le marché canadien.

## **Étapes du processus**

Le processus par lequel une entreprise s'inscrit en bourse comporte plusieurs étapes distinctes, commençant par celle de la préparation qui débute environ six mois avant le PIT. Cette étape inclut l'achèvement de toutes les mesures mentionnées plus haut et qui doivent être prises pour lancer le processus du PIT. L'étape suivante est la préparation du prospectus préliminaire qui devrait commencer de trois mois à six semaines avant la clôture du PIT. Cette étape comporte des analyses préalables, la préparation d'états financiers vérifiés et la rédaction du prospectus préliminaire qui servira d'outil de vente et l'organisation et la mise en oeuvre du « spectacle itinérant » (*road show*) composé d'une série de présentations faites aux investisseurs institutionnels et aux courtiers en valeurs mobilières et qui mettent en valeur les principaux membres de l'équipe de gestion de l'entreprise. C'est au cours de cette période que la convention de placement est négociée et complétée et que la demande d'introduction sur la bourse choisie est faite. Les observations des commissions des valeurs mobilières sur le prospectus sont reçues à cette étape et les révisions sont apportées au prospectus en fonction de ces observations. Dans l'étape finale du prospectus, une fois l'autorisation obtenue d'émettre les titres, l'émission est cotée, le prospectus final est déposé et imprimé et la convention de placement est exécutée. Cette étape est suivie de celle de la clôture, où les titres et les produits de la vente de l'émission sont échangés et les actions de l'entreprise commencent ensuite à être négociées à la bourse.

## **PARTICIPANTS AU MARCHÉ**

### **Placeurs**

Les placeurs sont les participants clés au marché PIT, parce qu'ils y jouent à la fois le rôle de preneur de risque et le rôle de vendeur. Il existe deux types communs de conventions de placement dans le cas des PIT : la convention de placement pour compte et la convention de prise ferme. Dans une convention de placement pour compte, les placeurs font tout simplement de leur mieux pour vendre les actions au nom de l'entreprise comme agents, mais ne sont pas obligés d'acheter quelque action que ce soit à leur propre risque. Habituellement, un nombre minimum de titres doivent être vendus pour que le PIT soit complété. Ces conventions sont habituellement utilisées dans le cas des petites entreprises dont les titres sont plus difficiles à vendre. Dans les conventions de prise ferme, les placeurs conviennent d'acheter toutes les actions offertes par l'entreprise et de les revendre au public. Ces engagements sont pris au moment du dépôt du prospectus final, quand le « spectacle itinérant » est terminé et que les placeurs ont l'assurance qu'ils pourront vendre les actions sur-le-champ. Toutefois, toute action qui demeure invendue

doit être achetée par les placeurs à leur propre risque, sauf lorsqu'il y a des clauses d'exemption qui exemptent les placeurs de cette obligation dans le cas où le marché des actions s'effondre juste avant la date de l'offre ou dans le cas où des informations fausses ou trompeuses ont été données par l'entreprise. Dans un PIT fait selon une convention de placement pour compte, les placeurs obtiennent une commission pour vendre les titres, tandis que dans un PIT fait selon une convention de prise ferme ils obtiennent des escomptes et des commissions, en plus d'« articles de valeur » pré-PIT, comme rémunération pour les rôles de preneur de risque et de vendeur qu'ils jouent.

### **Investisseurs institutionnels**

Les autres principaux acteurs dans le marché PIT sont les investisseurs institutionnels, qui influent sur l'établissement de la valeur des actions avant le PIT et achètent habituellement la majorité des titres offerts dans le PIT, au moins au début. Le succès d'un PIT dépend en grande partie de l'accueil que l'émission reçoit des investisseurs institutionnels au cours du « spectacle itinérant » et de leur réaction à l'évaluation proposée de l'entreprise. Ceux-ci fondent leur réponse sur leurs impressions de la gestion de l'entreprise et sur la validité du plan d'affaires et des prévisions financières de l'entreprise. Une fois le « spectacle itinérant » donné, les investisseurs institutionnels sont invités par les placeurs à s'engager à acheter les titres émis dans le PIT. D'après ces engagements, les placeurs et l'entreprise décident d'aller de l'avant ou non avec le PIT et d'accepter l'évaluation des actions, s'ils décident de procéder au PIT. Si les placeurs n'obtiennent pas suffisamment d'intérêt des investisseurs institutionnels, il est peu probable qu'ils concluent une convention de prise ferme. Si le PIT est fait, les investisseurs institutionnels s'acquittent alors de leur engagement d'acheter les titres et décident ensuite s'ils veulent en conserver une partie dans leur portefeuille ou les vendre en totalité ou en partie dans l'après-bourse. Ces dernières années, quand de nombreuses nouvelles émissions ont vu leur cours augmenter de façon marquée après le PIT, beaucoup d'investisseurs institutionnels ont revendu leurs actions pour réaliser ces gains substantiels immédiats et ont ensuite attendu avant d'acheter d'autres actions s'ils voulaient en mettre dans leur portefeuille, avec le résultat que très souvent les investisseurs institutionnels ne détenaient que très peu longtemps les nouvelles actions émises. Dans ces cas, ils favorisaient de faibles évaluations des PIT, ce qui, de façon générale, incitait les placeurs à sous-coter les nouvelles émissions.

### **Investisseurs individuels**

Les investisseurs individuels, qui sont en général mis au fait des nouvelles émissions par les courtiers en valeurs mobilières, constituent le dernier groupe de participants au marché PIT. Au cours du « spectacle itinérant » pré-PIT, les courtiers en valeurs mobilières sont également mis au courant du projet d'émission en étant invités à assister à des réunions convoquées par la direction de l'entreprise avec les placeurs. Les courtiers en valeurs mobilières sont également invités à donner leur appui à l'émission en demandant des lots d'actions de la nouvelle émission en vue de les revendre à leurs clients investisseurs individuels. Cela a aussi une influence sur l'évaluation et sur le succès de la nouvelle émission, mais pas autant que peuvent l'avoir les vues des investisseurs institutionnels. En général, les courtiers en valeurs mobilières reçoivent leurs lots

des actions qui restent après que la demande institutionnelle a été satisfaite, de sorte que les investisseurs individuels sont habituellement des investisseurs résiduels qui peuvent obtenir ou non suffisamment d'actions pour satisfaire leur demande d'actions de la nouvelle émission. Par conséquent, les investisseurs individuels sont des preneurs de prix sur le marché, tandis que les investisseurs institutionnels sont des fixeurs de prix sur le marché. Les investisseurs individuels jouent quand même un rôle important, en ce sens qu'ils absorbent toute offre excédant la demande institutionnelle et réduisent donc le degré de risque couru par les preneurs. Cela rend probablement les placeurs plus agressifs dans leur cotation de l'émission et améliore donc par conséquent légèrement la valeur obtenue par l'entreprise. Les investisseurs individuels sont également le principal groupe d'investisseurs qui absorbe l'offre des actions revendues dans l'après-bourse par les investisseurs institutionnels, et cela aide à maintenir la valeur et la stabilité dans le marché post-PIT et réduit en plus le risque couru par les placeurs dans le rôle post-PIT qu'ils jouent en tant que teneurs de marché pour les actions.

## QUESTIONS TOUCHANT LE FINANCEMENT PAR ACTIONS-PIT

En nous fondant sur les analyses générales ci-dessus, nous allons examiner d'un point de vue général et d'un point de vue particulier les questions ayant trait au financement par actions dans un contexte de PIT. Les questions générales concernent l'accès général aux marchés PIT et la détermination des coûts associés à l'émission de nouveaux titres sur les bourses. Nous allons ensuite examiner des questions plus spécifiques issues d'une comparaison du marché PIT canadien et du marché PIT américain du point de vue des différences entre les deux marchés en ce qui a trait aux exigences réglementaires, aux coûts d'émission, aux coûts en temps, à l'évaluation et à la cotation des PIT, aux impératifs de gestion et au rôle des investisseurs institutionnels.

### QUESTIONS GÉNÉRALES

#### Accès aux marchés PIT

Fondamentalement, l'accès aux marchés PIT dépend de l'état de l'économie et des conditions régnant sur le marché des actions au moment où l'entreprise est prête à s'engager dans un PIT. Quand les conditions économiques et les conditions boursières se détériorent vers le moment où une entreprise souhaite et a besoin de s'inscrire en bourse, il devient très difficile de réussir un PIT. Dans ce cas, une évaluation acceptable aux yeux du marché pourrait ne pas offrir suffisamment de capital à l'entreprise et diluer indûment la propriété et les valeurs des actionnaires existants au point où il n'est plus viable de faire le PIT. Cela pourrait entraîner la faillite immédiate de l'entreprise ou le prolongement de ses problèmes, si d'autres sources de capital ne suffisent pas à aider l'entreprise à franchir le ralentissement économique et le ralentissement boursier. Par contre, si l'optimisme règne dans l'économie et dans les marchés boursiers, une entreprise pourrait obtenir une évaluation relativement élevée et des fonds plus que suffisants pour satisfaire aux besoins de croissance. Par conséquent, le succès de tout PIT dépendra beaucoup du moment où il est fait, c'est-à-dire s'il est fait ou non dans des conditions économiques et boursières intéressantes. Peu importe dans quelle mesure une entreprise est prête pour un PIT, ce sont finalement les conditions économiques et boursières qui déterminent si et quand l'entreprise peut entrer sur le marché PIT et à quelles conditions.

#### Situation financière

Toutefois, au-delà de cette question d'ordre temporel, une entreprise doit être prête à l'intérieur à s'inscrire en bourse. La direction de l'entreprise et le placeur doivent d'abord décider ensemble si la situation financière de l'entreprise est favorable à un PIT. Habituellement, il faut une série de solides gains pour que l'entreprise intéresse les investisseurs, mais d'autres facteurs, tels qu'une expertise en gestion, des produits novateurs et un nouveau concept d'affaires, peuvent permettre à une entreprise de s'inscrire en bourse avec peu ou pas de gains. La clé de l'aptitude de toute entreprise à s'inscrire en bourse est une équipe de gestion forte, compétente et expérimentée et un conseil d'administration bien en vue. De préférence, cette équipe devrait comprendre au

moins un directeur bien connu et un certain nombre de directeurs, dont le PDG ou le directeur financier, qui aient déjà réussi un PIT.

### **Potentiel de croissance**

Un autre signe important que l'entreprise est prête est un bon potentiel de croissance, que montre une croissance soutenue dans le passé ou, du moins, un potentiel de croissance élevée. Un nouveau produit, une bonne part du marché ou le potentiel de devenir un leader dans une nouvelle branche d'activité ou dans une branche d'activité en plein essor indique habituellement ce potentiel. La position d'une entreprise dans une branche d'activité est souvent liée à la détention de brevets, de droits d'auteur, de marques de commerce et d'autres avantages propriétaires, et les investisseurs considèrent souvent ces éléments comme une preuve que l'entreprise peut produire des bénéfices et des rendements sur les actifs qui soient plus élevés que la moyenne. Avant de s'inscrire en bourse, une entreprise devrait idéalement avoir de solides actifs corporels nets qui lui permettront de franchir des périodes post-PIT qui pourraient être difficiles. Dans le cas des entreprises de technologie, c'est un critère difficile à observer à cause du manque d'immobilisations. Enfin, les investisseurs s'intéressent au montant qui doit être amassé et à la façon dont les produits du PIT seront utilisés. Tout cela doit être appuyé par un bon plan d'affaires et des prévisions de revenu intéressantes.

### **Choix des conseillers**

Un autre facteur important pour accéder au marché PIT est le choix des conseillers juridiques et financiers pour l'entreprise. Cela suppose souvent une approche multidisciplinaire selon laquelle des firmes d'avocats et des firmes d'experts comptables sont engagées pour collaborer avec les conseillers déjà à l'emploi de l'entreprise dans l'unique but de mener l'entreprise à travers le processus du PIT. Il faut absolument que cette équipe connaisse suffisamment les PIT pour pouvoir amorcer et compléter le processus en temps opportun et d'une manière non perturbatrice. Autrement, l'entreprise risque de rater sa chance d'accéder au marché dans des conditions avantageuses et risque peut-être même de ne pas y accéder du tout. Cette équipe doit aussi pouvoir travailler de façon efficace avec les conseillers des preneurs et être suffisamment solide pour faire contrepoids à ces conseillers et ainsi garantir que les intérêts de l'entreprise sont pleinement pris en considération au cours de toutes les négociations avec les preneurs. Une équipe de conseillers expérimentée coûte habituellement moins cher à l'entreprise qu'une équipe inexpérimentée, qui pourrait demander des honoraires moins élevés mais commettre, au cours du processus, des erreurs très coûteuses qui feraient augmenter substantiellement les coûts et pourraient même compromettre l'accès de l'entreprise au marché des PIT.

## **FACTEURS COÛT**

### **Coûts directs**

Le premier coût à engager pour réunir des fonds à l'aide d'un PIT se compose des coûts directs imposés à une entreprise au cours du PIT, notamment la commission de placement, les honoraires juridiques et comptables, les frais de dépôt obligatoire et les coûts d'impression du prospectus et d'autres documents. Ces coûts sont fonction de la taille de l'émission, les grands PIT représentant des coûts moins élevés en proportion des produits totaux de la vente de l'émission. Autrement dit, ces coûts directs sont en grande partie des coûts fixes et ne varient pas beaucoup entre une grande et une petite émission, exception faite des commissions de placement, qui sont normalement un pourcentage du montant amassé à l'aide de l'émission. Les honoraires professionnels demandés par les conseillers juridiques et par les conseillers financiers sont une des principales variables dans ces coûts, et l'entreprise doit surveiller ces coûts de près et négocier avec ces conseillers des conventions qui prévoient des examens en cours de route et des limites sur les honoraires qui peuvent être demandés plutôt que des conventions ouvertes sans obligation de rendre compte.

### **Coûts associés au prix établi**

Le cas où l'émission a été sous-cotée par rapport à son cours sur le marché secondaire représente un coût pour l'entreprise, parce que celle-ci reçoit moins de financement qu'elle aurait eu si le PIT avait été coté au prix en vigueur sur le marché secondaire tout de suite après l'opération. Si les titres sont sous-cotés, il y a relativement plus d'argent qui est « laissé sur la table » pour les acheteurs du PIT et relativement moins d'argent est dégagé pour l'entreprise émettrice. Cela signifie aussi que les propriétaires de l'entreprise avant le PIT voient leurs titres de propriété dilués et ont moins de richesse que si l'émission avait été coté au cours en vigueur. La sous-cotation des PIT est une pratique courante dans tous les marchés boursiers et contredit l'hypothèse selon laquelle ces marchés sont efficaces. Si les marchés étaient efficaces, les émetteurs devraient en général obtenir la valeur marchande pour les actions émises et les investisseurs ne devraient pas régulièrement pouvoir acheter des PIT à rabais par rapport à leur valeur marchande.

Par contre, si la surcotation était la règle, les investisseurs n'achèteraient pas de PIT au prix d'émission mais attendraient plutôt et achèteraient les actions à un prix plus bas sur le marché secondaire. Par conséquent, il y a probablement un biais en faveur de la sous-cotation pour vendre les actions et éviter des pertes immédiates sur le marché post-PIT et d'éventuelles actions en justice de la part d'investisseurs mécontents d'avoir payé le gros prix PIT. Un autre facteur incitant à la sous-cotation est l'influence des investisseurs institutionnels qui souvent veulent vendre des actions PIT immédiatement après le PIT et réaliser des gains importants au lieu de subir des pertes.

## **QUESTIONS SPÉCIFIQUES**

### **Exigences réglementaires**

Les entreprises canadiennes ont en général le choix de s'inscrire à des bourses canadiennes (Bourse de Toronto ou CDNX) ou à des bourses américaines (Bourse de New York ou, plus



probablement, NASDAQ); pour faire ce choix, elles doivent considérer les exigences réglementaires à remplir dans chaque marché. Pour les émetteurs canadiens, les exigences réglementaires sont en général plus rigoureuses sur les marchés américains que sur les marchés canadiens. Sur le plan des conditions d'introduction en bourse, les marchés américains sont beaucoup plus stricts que les marchés canadiens, ce qui signifie que les entreprises canadiennes doivent être plus grandes et mieux établies pour s'inscrire en bourse aux États-Unis. Dans le cas des autres exigences réglementaires, telles que la préparation du prospectus, les obligations d'information se ressemblent beaucoup sur le marché américain et sur le marché canadien, en particulier pour les grandes entreprises canadiennes bien établies qui peuvent accéder au marché américain sur une base simplifiée grâce au Multi-Jurisdictional Disclosure System adopté par les commissions canadiennes des valeurs mobilières. Toutefois, les petites entreprises canadiennes qui font un PIT aux États-Unis et ne sont pas admissibles à ce processus simplifié doivent remplir des conditions plus rigoureuses établies en vertu des règles de la SEC régissant les PIT étrangers.

De plus, les dispositions d'entièrement post-PIT ont généralement été plus indulgentes aux États-Unis, même si la récente réduction à 18 mois de la période d'entièrement décidée par la Bourse de Toronto a maintenant réduit l'écart avec les États-Unis. Ces dispositions semblent également plus négociables aux États-Unis, où les périodes d'entièrement ont souvent été ramenées par négociation à une durée de trois à six mois, même dans le cas de nouvelles entreprises non encore établies dans de nombreux PIT. Au Canada, des exemptions et une période d'entièrement négociée sont aussi possibles, mais seulement pour les grandes entreprises bien établies. Enfin, les règlements relatifs à la divulgation de l'information et les obligations d'information en vigueur aux États-Unis sont en général plus rigoureux qu'au Canada, du fait, en partie, qu'aux États-Unis les marchés et les investisseurs surveillent de plus près la situation et que la propension au recours en justice y est plus grande lorsque la divulgation est d'une manière ou d'une autre inadéquate ou trompeuse.

Dans l'ensemble, donc, il semble que les marchés canadiens aient des exigences réglementaires moins rigoureuses — en particulier pour les petites entreprises — que les marchés américains et qu'ils devraient ainsi avoir un avantage concurrentiel pour attirer des PIT d'entreprises canadiennes. Toutefois, les entreprises canadiennes continuent de s'inscrire en bourse aux États-Unis uniquement ou en même temps que dans une bourse canadienne. Le Conference Board a toutefois montré dans ses études que rien n'indique qu'il y ait eu une accélération des émissions canadiennes sur la NASDAQ et qu'il n'y a vraiment pas eu de tendance nette dans le ratio entre le nombre de PIT à la Bourse de Toronto et le nombre de PIT à la NASDAQ entre 1993 et 1998. Toutefois, cette analyse n'a pas tenu compte du niveau élevé d'activité de PIT en 1999 et 2000, années où un plus grand nombre d'inscriptions à la NASDAQ a probablement eu lieu. Cette situation doit signifier que d'autres facteurs, comme la taille et le volume des marchés qui permettent d'avoir plus facilement accès au capital, notamment dans le cas des grands PIT, doivent régner et supplanter les avantages réglementaires de s'inscrire en bourse au Canada.

*Question : L'offre restreinte de capitaux sur le marché canadien force-t-elle les PME canadiennes à différer leur appel public à l'épargne jusqu'à ce qu'elles soient de taille*

---

*suffisamment grande et qu'elles soient suffisamment bien établies pour satisfaire aux règles plus strictes du marché américain ?*

## **Coûts d'émission**

Les coûts d'émission engagés lors d'une introduction en bourse, tels que les honoraires juridiques, les frais de vérification, les coûts d'impression et les frais d'enregistrement, sont beaucoup plus élevés aux États-Unis qu'au Canada. Cela vaut surtout pour les entreprises canadiennes, parce qu'elles doivent avoir des conseillers canadiens et des conseillers américains pour composer avec toutes les exigences réglementaires et procédurales qui influent sur elles dans les deux pays, en particulier si elles lancent une émission canado-américaine. Non seulement les honoraires professionnels sont-ils plus élevés aux États-Unis, notamment à New York, mais les entreprises canadiennes doivent aussi payer ces honoraires en dollars américains. Les frais de déplacement peuvent aussi être un facteur important dans l'inscription en bourse aux États-Unis du point de vue de la préparation du prospectus et d'autres documents, des réunions à tenir avec les conseillers américains et de l'organisation du « spectacle itinérant » à produire partout aux États-Unis. Dans l'ensemble, les coûts risquent d'être substantiellement plus élevés pour une émission canado-américaine par rapport à ce qu'ils seraient pour une émission exclusivement canadienne. Toutefois, il est peu probable que ces coûts plus élevés soient une entrave importante si l'entreprise peut s'attendre à amasser plus de fonds sur le marché américain qu'elle ne pourrait le faire sur le marché canadien. Il y a probablement aussi d'autres avantages qui supplantent les coûts additionnels : plus grande visibilité de l'entreprise, avantages sur le plan de la commercialisation, recrutement de cadres supérieurs, études institutionnelles couvrant mieux les stocks d'actions, meilleures perspectives pour des émissions subséquentes et plus grande dispersion de la propriété.

## **Évaluation et cotation**

Il y a beaucoup d'études qui montrent que ces dernières années les marchés canadiens ont en général visé plus juste dans l'évaluation et la cotation des nouvelles émissions d'actions que les marchés américains. Entre autres, le Conference Board du Canada<sup>1</sup> a conclu qu'il y a moins de sous-cotation des actions faisant l'objet de PIT sur les bourses canadiennes qu'il n'y en a eue sur les bourses américaines entre le 1<sup>er</sup> janvier 1998 et le 30 septembre 1999. D'autres auteurs<sup>2</sup> ont étudié des périodes plus longues et en sont venus aux mêmes conclusions. Le Conference Board a conclu que la sous-cotation moyenne pondérée des PIT à la Bourse de Toronto était de 5,8 %, comparativement à 10,9 % à la Bourse de New York et à 49,6 % à la NASDAQ au cours de la période visée par son étude. Cela indique que le coût de cotation des PIT est beaucoup plus bas sur les marchés canadiens que sur les marchés américains. Cela devrait signifier qu'en donnant aux entreprises canadiennes des évaluations plus précises, le marché PIT canadien devrait avoir

---

<sup>1</sup> Conference Board du Canada, *Going Public - The Cost of IPOs in Canada and the United States*, juin 2000.

<sup>2</sup> Par exemple, Vijay Jog et John Hitsman ont fait la même étude pour les années 1994 à 2000.

un avantage concurrentiel net sur les marchés américains pour attirer des PIT canadiens. Toutefois, si le marché canadien ne peut satisfaire à la demande de financement par PIT des entreprises canadiennes, ces dernières seront pénalisées et seront obligées de s'inscrire en bourse aux États-Unis où leurs PIT feront l'objet d'un plus haut degré de sous-cotation et de coûts de cotation plus élevés.

### **Coûts en temps**

Les PIT représentent un processus complexe et qui prend du temps, en particulier pour les cadres supérieurs de l'entreprise, et font qu'il y a des coûts en temps substantiels qui sont associés au fait de s'inscrire en bourse. Des études ont montré que les PIT prennent beaucoup de temps aux gestionnaires et que jusqu'à 50 % du temps des cadres supérieurs pouvait être absorbé par les PIT. Cela vaut surtout lorsqu'une entreprise canadienne s'inscrit en bourse aux États-Unis, parce que sa direction doit composer avec deux systèmes réglementaires, deux équipes de conseillers et plus de temps de déplacement durant le processus. Le plus clair du temps de la direction est consacré à préparer le plan d'affaires, le prospectus et les documents pertinents, à donner suite aux activités préalables menées par les placeurs et les organes de réglementation et à faire la promotion, par exemple le « spectacle itinérant ». Ici encore, les coûts devraient être plus bas au Canada qu'aux États-Unis, en raison de la complexité plus grande des PIT transfrontières et des efforts plus considérables à déployer pour en faire. Cela devrait être un autre facteur qui rend les marchés PIT canadiens plus intéressants pour les entreprises canadiennes que les marchés américains, mais c'est aussi une autre pénalité pour les entreprises canadiennes, si elles doivent s'inscrire en bourse aux États-Unis pour obtenir le financement dont elles ont besoin.

### **Impératifs de gestion**

Pour réussir un PIT, une entreprise a besoin d'une équipe de gestion chevronnée et crédible, qui soit reconnue dans la communauté des investisseurs institutionnels. L'évaluation de l'entreprise et la cotation de l'émission sont déterminées principalement par la réaction des investisseurs institutionnels au prospectus et à la performance de l'équipe de gestion au cours du « spectacle itinérant ». Leur réaction est en général beaucoup plus positive lorsque les cadres supérieurs ont eu l'expérience d'autres PIT et qu'ils sont déjà connus dans le milieu des investisseurs institutionnels. Pour les entreprises canadiennes ayant des équipes de gestion canadiennes, cela ne pose pas un gros problème de faire un PIT sur le marché canadien, où les cadres supérieurs ont la possibilité d'établir leur crédibilité auprès des investisseurs institutionnels canadiens. Toutefois, si elles font un PIT aux États-Unis, il est peu probable que leur équipe de gestion canadienne soit bien connue des investisseurs institutionnels américains, et le PIT ne sera probablement pas aussi bien accueilli que s'il était fait sur le marché canadien.

Comme les entreprises canadiennes ont du mal à attirer des équipes de gestion bien en vue qui auront de la crédibilité auprès des investisseurs institutionnels américains, les PIT faits aux États-Unis pourraient faire l'objet d'une plus forte sous-cotation et de coûts de cotation plus élevés que les PIT faits sur le marché canadien. Il risque aussi d'être très difficile et très coûteux pour une entreprise canadienne d'attirer une équipe de gestion connue des États-Unis, parce que

dans les faits cela obligerait à établir un bureau aux États-Unis ou à y établir l'entreprise. La perspective qu'une entreprise ayant une équipe de gestion canadienne obtienne une meilleure évaluation et moins de sous-cotation au Canada devrait améliorer la position concurrentielle du marché canadien et le rendre, pour cette entreprise, plus intéressant que le marché américain. L'entreprise devrait aussi avoir des coûts de gestion moins élevés en recrutant son équipe de gestion au Canada, à condition, bien entendu, qu'il y ait suffisamment de talent gestionnaire se rapportant à cette industrie au Canada.

### **Rôle des investisseurs institutionnels**

Les investisseurs institutionnels jouent un rôle déterminant dans les marchés PIT en influant sur le prix des nouvelles émissions et, donc, sur le degré de sous-cotation dans des marchés PIT spécifiques. La mesure dans laquelle ils peuvent influencer sur les évaluations et sur les cotations dépend de leur agressivité sur le marché. Si leur importance sur le marché est telle que le succès ou l'échec d'un PIT dépend de leur réponse à la cotation proposée, ils peuvent être très audacieux dans le processus de cotation et, dans certains cas, peuvent littéralement dicter le prix de l'émission. Aux États-Unis, la grande taille de nombreux investisseurs institutionnels leur donne un pouvoir énorme dans les PIT et ils peuvent donc, en général, être très audacieux dans la cotation des émissions. Cette agressivité se traduit probablement par des évaluations plus faibles et une plus forte sous-cotation des nouvelles émissions sur le marché américain que s'ils jouaient un rôle plus passif. Au Canada, les investisseurs institutionnels, même s'ils sont gros par rapport à la taille du marché canadien, sont beaucoup plus petits en moyenne que les investisseurs institutionnels américains et sont en général moins audacieux et plus passifs dans le processus que leurs vis-à-vis américains. Cela pourrait signifier qu'ils peuvent et veulent moins influencer sur la cotation des PIT au Canada. Ce facteur pourrait donc jouer beaucoup aussi dans le degré de sous-cotation des PIT sur le marché canadien et pourrait être une raison pour laquelle les émissions sont en général moins sous-cotées sur le marché canadien que sur le marché américain. Encore une fois, cela devrait rendre le marché PIT canadien plus compétitif et inciter davantage les entreprises canadiennes à faire des PIT au Canada plutôt qu'aux États-Unis.

*Question : Le fait que les entreprises canadiennes continuent de réaliser sur le marché américain d'importants volumes de placement initial de titres, même s'il est moins coûteux de faire publiquement appel à l'épargne au Canada pour des titres nouveaux, est-il le signe d'une incapacité du marché canadien de satisfaire les besoins de financement PIT des entreprises canadiennes ou le signe que les autres avantages commerciaux procurés par un placement initial sur le marché américain l'emportent sur les avantages qu'offre le marché canadien au plan des coûts?*

## **SECTION III – FINANCEMENT PAR ACTIONS POST-PIT**

### **APERÇU DU FINANCEMENT PAR ACTIONS POST-PIT**

Dans cet aperçu du financement par actions post-PIT, nous allons analyser l'objet et la nature de ces financements, les exigences réglementaires qui s'y rattachent, leur taille et les principaux participants au marché du financement post-PIT.

#### **OBJET ET NATURE**

##### **Objet**

Le financement par actions post-PIT vise à aider une entreprise à passer de l'étape de l'expansion à l'étape d'un développement plus mature, qui culmine dans sa transition vers l'état d'entreprise stable et bien établie dans sa branche d'activité. À cette fin, l'entreprise a besoin de financement pour poursuivre les activités de développement et de commercialisation des produits qui lui permettront d'acquérir une position dominante dans sa sphère d'activité et, par le fait même, de s'établir comme chef de file sur le marché. Souvent le financement par actions post-PIT est aussi utilisé pour financer les acquisitions et les coentreprises dont l'entreprise a absolument besoin pour établir une position dominante sur le marché de ses produits. Le financement par actions post-PIT est nécessaire pour combler les besoins financiers qui excèdent ceux que l'entreprise peut combler par emprunt ou par l'entrée de revenus.

Dans le cas des entreprises dont les activités nécessitent beaucoup d'immobilisations, le financement post-PIT peut souvent provenir en grande partie de l'entrée de revenus et d'emprunts garantis par les immobilisations. Toutefois, dans le cas des entreprises à forte intensité de connaissances, la possibilité d'utiliser le financement par emprunt est limitée par l'absence relative d'immobilisations dans leurs activités, avec le résultat que ces entreprises doivent normalement compléter leurs entrées d'argent avec des émissions d'actions post-PIT. Les entreprises qui peuvent emprunter pour combler leurs besoins de financement post-PIT peuvent souvent obtenir du financement à coût moindre vu qu'elles ne subissent aucune dilution de leurs titres de propriété et que les coûts d'emprunt sont déductibles des impôts. Les principaux coûts associés au financement par actions post-PIT sont la dilution substantielle de la propriété subie par les actionnaires et le paiement de dividendes non déductibles, s'il y a lieu, aux nouveaux actionnaires. Le degré de dilution de la propriété dépend de la justesse de l'évaluation qui a été faite de l'entreprise sur le marché.

##### **Nature**

La nature du financement par actions post-PIT varie souvent selon les conditions qui règnent sur les marchés et selon le degré de risque que les investisseurs sont prêts à prendre en achetant des titres émis par une entreprise. Les émissions d'actions post-PIT peuvent prendre la forme d'actions ordinaires, d'actions privilégiées, d'actions privilégiées convertibles, de bons de souscription d'actions et de titres de créance convertibles. Si les marchés boursiers sont solides et

les investisseurs, optimistes, et si, en particulier, l'entreprise est bien connue sur le marché, la forme de financement par actions post-PIT la plus probable serait l'émission d'actions ordinaires. Toutefois, si les marchés sont plus baissiers et que les investisseurs ont une plus grande aversion pour le risque, les entreprises vont probablement devoir émettre des actions privilégiées ou des actions privilégiées convertibles pour attirer l'intérêt des investisseurs. Si les conditions étaient encore moins favorables, l'entreprise pourrait être obligée d'émettre des bons de souscription d'actions à ses actionnaires (que ceux-ci pourraient vendre sur le marché libre), dans l'espoir qu'avant l'expiration des bons de souscription les marchés auraient repris suffisamment pour inciter les investisseurs à exercer le droit d'acheter les actions ordinaires nouvellement émises que leur confèrent leurs bons de souscription d'actions. Sinon, une entreprise pourrait être obligée d'émettre des titres de créance convertibles qui porteraient intérêt jusqu'à ce que les conditions en vigueur sur les marchés favorisent leur conversion en actions ordinaires. Le choix entre ces divers modes de financement dépendrait principalement de l'état du marché boursier et du degré de confiance des marchés dans l'entreprise. Aux fins de la présente étude, seul le financement par actions post-PIT sous la forme d'actions ordinaires sera analysé.

## **EXIGENCES RÉGLEMENTAIRES**

### **Conditions d'introduction en bourse**

Les exigences réglementaires associées au financement par actions post-PIT ressemblent à celles imposées au financement-PIT. En ce qui concerne les conditions d'introduction en bourse, l'entreprise n'aurait pas à remplir de nouvelles conditions, tant que son financement post-PIT est recherché sur les bourses dans lesquelles elle est déjà cotée par suite de son PIT. Toutefois, si le financement post-PIT comporte la réunion de fonds à des bourses où elle n'est pas cotée, l'entreprise devrait remplir toutes les nouvelles conditions rattachées à ces nouvelles introductions en bourse. Cela pourrait être le cas, par exemple, si une entreprise canadienne avait décidé de faire son PIT exclusivement sur une bourse canadienne, puis de rechercher son financement post-PIT soit à la fois sur une bourse canadienne et sur une bourse américaine, soit entièrement sur une bourse américaine. Dans ce cas, l'entreprise doit veiller à remplir les conditions d'introduction en bourse généralement plus rigoureuses de la bourse américaine. Ces nouvelles conditions d'introduction en bourse ressembleraient à celles imposées à une entreprise canadienne procédant à un PIT sur une bourse américaine. Il est toutefois peu probable que de nouvelles conditions d'introduction en bourse se traduisent **par** de trop grosses contraintes réglementaires sur l'entreprise, parce qu'il est probable que celle-ci remplisse déjà amplement ces conditions d'introduction en bourse en raison des exigences financières et des exigences sur le plan de la taille qu'elle doit déjà observer pour pouvoir envisager un financement post-PIT.

### **Préparation du prospectus**

L'entreprise doit préparer, pour son émission d'actions post-PIT, un prospectus qui ressemblerait beaucoup au prospectus exigé pour son PIT. Le prospectus post-PIT porterait principalement sur

la feuille de route financière et commerciale de l'entreprise au cours de la période suivant son PIT et sur le rendement post-PIT de ses actions. Le prospectus viserait les mêmes fins qu'un prospectus PIT, en ce sens qu'il divulguerait tous les renseignements pertinents aux éventuels investisseurs et servirait également aux placeurs de document de commercialisation pour vendre l'émission aux investisseurs, en particulier aux investisseurs institutionnels et aux courtiers en valeurs mobilières. Ce processus suppose la présentation d'un prospectus préliminaire en vue de l'examen des commissions des valeurs mobilières compétentes et ensuite le dépôt d'un prospectus final juste avant l'autorisation d'émettre les actions de l'entreprise. Une fois le prospectus approuvé par tous les organes de réglementation compétents, les placeurs peuvent ensuite acquérir les actions nouvellement émises de l'entreprise et les vendre aux investisseurs, habituellement selon une convention de prise ferme.

### **Dispositions d'entièrement**

Les émissions d'actions post-PIT ne comportent habituellement pas de dispositions d'entièrement, parce que les actions se transigent déjà sur les bourses et que le prix des émissions est normalement étroitement lié au prix des actions établi sur le marché. Par conséquent, il est moins probable que dans le cas d'un PIT il y ait des évaluations et des cotations arbitraires qui pourraient favoriser des groupes spécifiques d'investisseurs, tels que les fondateurs, les directeurs et les investisseurs en capital-risque. Cela signifie que les nouveaux investisseurs courront peu de risque si les investisseurs sont aussi libres de négocier les actions après le financement post-PIT. De plus, une émission post-PIT est souvent lancée après que toutes les dispositions d'entièrement précédentes associées au PIT sont expirées et que les principaux groupes d'investisseurs sont déjà libres de négocier leurs actions sur les bourses, sous réserve des obligations d'information et des règles régissant les transactions d'initiés.

### **Règlements concernant la divulgation de l'information**

De même, le financement post-PIT ne soumet pas l'entreprise à d'autres obligations d'information ni à d'autres règlements en matière de divulgation d'information. Une fois les actions cotées lors d'un PIT, l'entreprise doit toujours observer ces exigences, et le seul effet qu'un financement post-PIT pourrait avoir est que l'entreprise aura plus d'investisseurs à qui faire parvenir des documents d'information et des circulaires sollicitant des procurations. En lui-même, toutefois, le financement post-PIT exigera beaucoup d'activité de l'entreprise en ce qui concerne la divulgation de l'information et les procurations, parce que les actionnaires doivent être pleinement informés en tout temps de la nature et de l'incidence de l'opération de financement et être prêts à voter sur toute question suscitée par la décision de réunir ce financement. Cela devrait évidemment hausser le volume de ces activités à mesure qu'approche l'opération de financement post-PIT. Les exigences en matière de rapports et les règles régissant les transactions d'initiés continueront de s'appliquer après l'émission des actions post-PIT, pendant que quelques nouveaux investisseurs pourraient être soumis à ces règles s'ils détiennent plus de 10 % des actions avec droit de vote en circulation suivant le financement post-PIT.

### **TAILLE DES ÉMISSIONS D' ACTIONS POST-PIT**

---

Les émissions d'actions post-PIT sont en général beaucoup plus grosses que les émissions d'actions-PIT. L'entreprise doit maintenant être substantiellement plus grosse qu'au moment de son PIT pour se lancer dans une opération de financement post-PIT, et les besoins de financement à ce stade de développement sont habituellement beaucoup plus grands. Cela signifie que la taille d'un financement post-PIT est normalement plus grande que le financement par PIT de l'entreprise, aussi bien en nombre d'actions émises qu'en montant de capital obtenu par l'entreprise. Si les actions de l'entreprise ont affiché de bons rendements sur le marché après son PIT, la valeur de l'entreprise aura augmenté sensiblement, comme devrait en témoigner le cours plus élevé de ses actions. Cela signifie que l'entreprise peut réunir un gros montant de capital avec une moins grande dilution de la propriété que ce n'est souvent le cas dans un PIT où les évaluations demeurent modestes. Par conséquent, les marchés boursiers sont invités à réunir beaucoup de capital pour l'entreprise dans les émissions post-PIT. Cette situation amène à se demander si les marchés peuvent réunir de tels volumes de fonds pour les entreprises qui s'engagent dans des financements post-PIT. Souvent, les entreprises canadiennes trouvent qu'elles ne peuvent pas amasser le volume requis de financement post-PIT uniquement en émettant des actions sur les marchés boursiers canadiens et qu'elles sont obligées de mener en totalité ou en partie leur financement post-PIT sur les marchés américains.

## **PARTICIPANTS AU MARCHÉ**

### **Placeurs**

Les placeurs participent habituellement aux financements post-PIT sur la base d'une prise ferme en vertu de laquelle ils souscrivent l'ensemble des actions émises par une entreprise et les revendent — souvent par l'entremise d'un syndicat de courtiers en valeurs mobilières — à des investisseurs institutionnels et à des investisseurs individuels. Le placeur chef de file forme habituellement un syndicat de courtiers en valeurs mobilières qui partagent le risque associé à l'émission d'actions en se répartissant entre eux l'engagement d'acheter les actions. Chaque membre du syndicat est chargé de vendre la portion des actions qui lui a été attribuée à ses clients institutionnels et individuels et à d'autres courtiers qui ne font pas partie du syndicat. Ce processus ne comporte pas nécessairement la tenue d'un « spectacle itinérant » pour vendre l'émission aux investisseurs institutionnels et à d'autres courtiers en valeurs mobilières, parce que l'entreprise est déjà cotée et déjà connue des investisseurs. Si l'entreprise a une bonne feuille de route et est bien connue des investisseurs institutionnels, il n'y a probablement pas lieu d'organiser un « spectacle itinérant » officiel pour vendre les actions. C'est probablement le cas des entreprises qui ont établi, avec les investisseurs, un programme de relations solide et actif donnant lieu à une grande interaction des cadres supérieurs avec la communauté des investisseurs institutionnels. Toutefois, si l'entreprise est moins solide et moins bien connue, le processus de vente pourrait ressembler beaucoup à celui employé au cours de son PIT.

### **Investisseurs institutionnels**

Les investisseurs institutionnels sont les principaux investisseurs cibles pour une émission d'actions post-PIT, parce qu'ils ont probablement déjà des actions et possèdent aussi les



ressources pour faire l'acquisition d'une part importante de la nouvelle émission. La commercialisation active de l'émission auprès des investisseurs institutionnels permet aussi d'accroître l'intérêt des analystes financiers et des analystes institutionnels dans l'action et d'amener ces groupes à suivre de plus près l'évolution future du titre. Cela est important si on veut que l'action gagne du terrain dans les institutions et que les analystes financiers s'y intéressent. Ce processus est un peu plus compliqué si l'action est émise sur plus d'un marché en même temps la première fois, notamment sur des marchés transfrontières. L'entreprise peut être bien connue des investisseurs sur le marché où elle a été cotée la première fois et quand même susciter très peu d'intérêt ou être très peu couverte dans le nouveau marché où elle sera cotée. Par conséquent, le travail de vente peut être beaucoup plus difficile dans le nouveau marché, notamment si c'est un marché aux États-Unis où les institutions sont en général très grandes et peu intéressées aux actions moins liquides et offertes en moins grande quantité. Il est aussi plus difficile d'attirer l'intérêt des analystes aux États-Unis, où le nombre d'entreprises rend impossible pour les analystes de suivre l'évolution de toutes les actions cotées. Par conséquent, les émissions transfrontières posent d'importants défis de commercialisation aux entreprises canadiennes et à leurs placeurs et syndicats de placement. Dans ce cas, il est vital de faire intervenir un certain nombre de grands courtiers en valeurs mobilières américains soit comme coplaceurs, soit comme membres d'un syndicat de placement américain. De cette façon, la réputation des courtiers américains pourrait rejaillir sur l'entreprise canadienne et donner à celle-ci de la crédibilité sur le marché institutionnel américain.

### **Investisseurs individuels**

Les investisseurs individuels sont également des participants importants dans les opérations de financement post-PIT, parce que le fait d'avoir plusieurs de ces investisseurs comme détenteurs d'actions assure une certaine dispersion de la propriété de l'entreprise et un degré de liquidité plus élevé sur le marché. La clé pour les intéresser est qu'un certain nombre de courtiers du syndicat de placement aient de nombreux investisseurs individuels comme clients. Ces maisons consacrent en général une plus grande partie de leurs efforts de vente à leurs clients individuels, en partie du fait de la marge plus grande qu'elles peuvent habituellement obtenir sur le prix des actions sur le marché de détail. Dans leurs campagnes de vente, ces maisons font normalement en sorte que les actions soient très dispersées entre leurs clients individuels en limitant le nombre d'actions qu'elles attribuent aux courtiers individuels qui, eux-mêmes, distribuent en les limitant les volumes disponibles entre leurs clients individuels. Par conséquent, l'entreprise est presque assurée que ses actions seront très dispersées entre les investisseurs individuels et qu'elles auront une base permanente de ces investisseurs. Cela incite également à une plus grande couverture de l'action par les analystes et à une plus grande activité à la bourse.

## QUESTIONS CONCERNANT LE FINANCEMENT PAR ACTIONS POST-PIT

La nature et l'objet du financement post-PIT suscite un certain nombre de questions générales et spécifiques concernant le recours à ce type de financement par les entreprises canadiennes. Parmi les questions générales, mentionnons le rôle du rendement des actions post-PIT dans le succès de l'opération de financement post-PIT et le rôle des investisseurs institutionnels dans la cotation de l'émission. Les questions plus spécifiques concernent, elles, la réglementation, les coûts d'émission et l'évaluation et la cotation des émissions. Ces questions sont plus complexes pour les entreprises canadiennes parce qu'il arrive souvent que les actions doivent être émises et cotées en même temps sur le marché canadien et sur le marché américain.

### QUESTIONS GÉNÉRALES

#### Rôle du rendement des actions post-PIT

Le rendement des actions d'une entreprise sur les bourses au cours de la période qui suit son PIT déterminera en grande partie l'accueil réservé à toute émission d'actions sur le marché et l'évaluation qui sera faite de l'entreprise au moment d'une opération de financement post-PIT. Si le rendement des actions post-PIT fait voir une solide feuille de route sur les marchés boursiers, les investisseurs devraient voir l'émission d'actions post-PIT d'un oeil favorable et seront prêts à accepter une évaluation de l'entreprise beaucoup plus élevée que l'évaluation de l'entreprise au moment du PIT. Si, par contre, l'action n'a pas eu un bon rendement au cours de la période post-PIT, il sera difficile d'obtenir des investisseurs un bon accueil pour une émission post-PIT, en particulier des investisseurs institutionnels. Cette situation affaiblirait la valeur de l'entreprise et rendrait difficile de vendre une émission post-PIT. En général, le cours des actions établi pour une émission post-PIT reflétera de près le cours en vigueur sur les marchés boursiers juste avant l'émission. Comme les conditions régnant sur les marchés pourraient ne pas être favorables juste avant l'émission post-PIT, ce prix pourrait ne pas correspondre à la vraie valeur sous-jacente de l'entreprise. Aussi, pour déterminer si l'émission post-PIT est évaluée ou non à sa juste valeur, le rendement des actions devrait être évalué sur toute la période post-PIT et comparé au rendement du marché global pour la même période. Des études ont également montré qu'en général les actions affichent des rendements inférieurs au marché global pendant la période post-PIT sur le plan tant du cours que des rendements généraux pour les investisseurs. Cela pourrait indiquer que les émissions post-PIT sont en général un peu sous-évaluées, le degré de sous-évaluation variant d'un marché à un autre.

#### Rôle des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels jouent un rôle moins direct dans l'établissement de la valeur des entreprises dans le cas des actions post-PIT que dans celui des PIT. Toutefois, ils ont une grande influence sur le rendement-prix des actions post-PIT des entreprises, lequel détermine le cours du marché et la valeur de l'entreprise entre le moment du PIT et l'opération de financement post-PIT. Par conséquent, les investisseurs institutionnels influent sur le cours du marché des

actions qui règne juste avant l'opération de financement post-PIT et, donc, sur la valeur de l'entreprise et sur le cours de ses actions à utiliser comme base pour évaluer l'émission d'actions post-PIT. Il s'agit d'une incidence moins grande que dans le cas d'un PIT, où il n'y a pas de valeur du marché établie et où l'évaluation et la cotation reposent en grande partie directement sur la réaction des investisseurs institutionnels à l'évaluation et à la cotation proposées par l'entreprise et ses placeurs. Dans le cas d'une émission d'actions post-PIT, la réaction des investisseurs institutionnels est régie principalement par le cours des actions déjà établi sur les marchés boursiers. Toutefois, si une entreprise proposait un prix légèrement plus élevé que le prix en cours sur le marché, les investisseurs institutionnels pourraient le rejeter et, dans certains cas, favoriser un prix légèrement inférieur au prix courant. Cela dépendrait du pouvoir des investisseurs institutionnels sur le marché et de leur agressivité dans l'exercice de ce pouvoir. Dans le cas d'un financement post-PIT, leur capacité d'influer sur les prix est sans doute réduite par la participation probablement plus grande des investisseurs individuels dans les émissions post-PIT.

## QUESTIONS SPÉCIFIQUES

### Exigences réglementaires

Les exigences réglementaires auxquelles doivent satisfaire les entreprises canadiennes qui se lancent dans une émission d'actions post-PIT varieront selon le nombre de marchés qu'elles utiliseront pour l'émission. Si elles n'utilisent que les marchés canadiens sur lesquels elles ont mené leur opération de financement par PIT, leurs exigences réglementaires devraient être réduites au minimum, parce qu'elles rempliraient déjà les conditions d'introduction en bourse et auraient déjà établi le système de divulgation de l'information et de communication avec les actionnaires qu'on exige d'elles. Elles auraient à préparer un nouveau prospectus, mais une bonne partie du document pourrait être tirée du prospectus qu'elles auraient préparé pour leur PIT, qui serait mis à jour à l'aide des résultats et des analyses se rapportant à la période post-PIT. Cela vaudrait aussi dans une large mesure pour une entreprise qui aurait fait son PIT entièrement ou partiellement sur les marchés américains et qui s'apprêterait à utiliser les mêmes marchés pour l'émission post-PIT. Les exigences réglementaires n'augmenteraient substantiellement que si l'entreprise qui aurait fait son PIT exclusivement au Canada décidait alors de lancer son émission post-PIT en partie ou en entier sur le marché américain. Dans ce cas-là, elle devrait veiller à remplir les conditions d'introduction en bourse des marchés américains et à préparer un prospectus qui observe les obligations d'information établies sur ces marchés. Cela risque de demander beaucoup plus de travail et de dépenses pour l'entreprise et ses placeurs. Si, toutefois, elle avait utilisé les marchés américains dans son PIT, les coûts réglementaires additionnels engagés dans ce processus pourraient compenser les coûts associés à l'utilisation des marchés américains dans son opération de financement post-PIT. Dans l'ensemble toutefois, il est probable que les coûts réglementaires seraient moins élevés si les marchés canadiens étaient utilisés pour le financement-PIT et le financement post-PIT que ce ne serait le cas si les marchés américains étaient utilisés dans l'une ou l'autre ou dans les deux opérations de financement. La question concernant ce choix est de savoir si les marchés canadiens auraient pu ou non fournir le volume de fonds requis dans ces financements combinés.

## Coûts d'émission

Les coûts d'émission associés à un financement post-PIT ressemblent beaucoup, en nature et en pourcentage des fonds réunis, à ceux engagés dans un financement-PIT. Toutefois, un « spectacle itinérant » élaboré n'est souvent pas nécessaire pour une émission post-PIT, à moins que l'entreprise ne lance l'émission post-PIT sur des marchés américains qui n'étaient pas utilisés au cours de son PIT. L'ampleur requise du « spectacle itinérant » dépendra principalement de la mesure dans laquelle l'entreprise se sera fait connaître de la communauté des investisseurs pendant la période post-PIT et du rendement de ses actions post-PIT sur les marchés. Si les investisseurs connaissent bien l'entreprise et son équipe de gestion, la nécessité d'un « spectacle itinérant » pour vendre l'émission aux investisseurs institutionnels et aux courtiers en valeurs mobilières est moindre. Cela devrait être le cas pour une entreprise canadienne qui a procédé à son PIT exclusivement ou en partie sur les marchés canadiens et qui a noué de solides relations avec la communauté des investisseurs canadiens. De même, si le PIT a été fait entièrement ou en partie sur les marchés américains, l'entreprise pourrait être relativement bien connue, même si la taille même de la communauté des investisseurs américains pourrait rendre ce but plus difficile à atteindre que dans le cas de la communauté plus petite des investisseurs canadiens. Par contre, si les marchés américains n'ont pas du tout été utilisés dans le PIT et que l'entreprise souhaite ou doit procéder en tout ou en partie à son opération de financement post-PIT sur les marchés américains, l'entreprise devrait établir sa présence au sein des investisseurs américains, principalement à l'aide d'un « spectacle itinérant d'envergure », qui comporterait des coûts en temps substantiels pour son équipe de gestion. Ici encore, il y aurait un avantage à utiliser les marchés canadiens pour le financement post-PIT s'ils pouvaient offrir suffisamment de fonds pour l'entreprise.

## Évaluation et cotation

L'évaluation et la cotation des émissions post-PIT ne comportent pas le même degré de sous-cotation par rapport aux évaluations et aux prix du marché que les PIT. Toutefois, la valeur post-PIT d'une entreprise pourrait être réduite du fait que le cours des actions post-PIT donne un rendement inférieur à celui du marché boursier global, produisant ainsi une valeur au moment de l'émission post-PIT qui est inférieure à ce qu'elle aurait été si leur rendement-prix avait égalé le rendement du marché. Cela indique que même si les évaluations des émissions post-PIT reposent principalement sur le cours du marché des actions juste avant l'émission post-PIT, les actions émises dans une opération de financement post-PIT pourraient demeurer sous-évaluées du fait que le rendement-prix post-PIT serait inférieur au rendement du marché global. Dans le cas des entreprises canadiennes qui ont lancé leur PIT en totalité ou en partie sur les marchés américains, le degré de sous-rendement au cours de la période post-PIT sera déterminé sur les marchés américains, où l'entreprise est susceptible d'être moins bien connue.

Du point de vue canadien, des études ont montré que les PIT des entreprises canadiennes sur les bourses américaines ont en général obtenu des rendements inférieurs aux mêmes PIT faits sur les marchés boursiers canadiens. Cela indiquerait que les entreprises canadiennes qui ont fait des PIT entièrement aux États-Unis ou simultanément sur les bourses américaines et canadiennes

pourraient souffrir d'une plus grande sous-évaluation de leur valeur lors d'opérations de financement post-PIT subséquentes dans ces marchés, comparativement à la valeur qu'elles auraient obtenue sur les marchés canadiens. Par conséquent, les émissions post-PIT des entreprises canadiennes pourraient être davantage sous-évaluées aux États-Unis qu'au Canada, si l'on en juge d'après le degré relatif de sous-rendement-prix post-PIT dans les deux pays.

*Question : En ce qui a trait aux émissions post-PIT, le marché post-PIT canadien apparaissant plus intéressant que le marché américain pour ce qui est des coûts liés à l'émission de titres, de l'évaluation et de l'établissement du prix des titres, les entreprises canadiennes choisissent-elles, en optant pour le marché américain, de s'exposer à des coûts supérieurs, ou bien parce que le marché canadien n'est pas en mesure de satisfaire à la demande ou bien parce qu'elles souhaitent bénéficier des avantages commerciaux que procure un appel public à l'épargne aux États-Unis?*

### **Émission et cotation d'actions transfrontières**

Même si les marchés canadiens sont compétitifs par rapport aux marchés américains au plan des exigences réglementaires, des coûts d'émission et de l'évaluation et de la cotation, il demeure très attirant, pour les entreprises canadiennes qui se lancent dans une opération de financement par actions post-PIT, d'émettre et d'inscrire des actions en bourse de l'autre côté de la frontière. Cela indique qu'il y a d'autres facteurs importants, outre les questions de réglementation et de coûts qui incitent les entreprises canadiennes à lancer des émissions d'actions post-PIT de l'autre côté de la frontière. Le principal facteur semblerait être la capacité beaucoup plus grande des marchés américains d'absorber suffisamment ces émissions pour répondre aux besoins en capital des entreprises canadiennes. D'autres facteurs jouent sans doute aussi, dont la nécessité d'être bien en vue aux États-Unis pour attirer les clients, les fournisseurs et le personnel de gestion, étant donné la dépendance de la plupart des entreprises canadiennes envers le marché américain pour leurs produits et services. Par conséquent, quand elles songent à une émission d'actions post-PIT, les entreprises doivent trouver le juste milieu entre les facteurs qui favorisent chacun des marchés. En général, cela semble nécessiter un arbitrage entre, d'une part, des coûts qui pourraient être plus bas et des évaluations qui pourraient être meilleures au Canada et, d'autre part, une plus grande capacité du marché et des avantages plus grands au plan de la commercialisation et de la gestion qui pourraient être issus du financement aux États-Unis. Dans ces conditions, le manque de capacité du marché canadien oblige essentiellement les entreprises canadiennes à renoncer à tout avantage offert par le marché canadien pour pouvoir réunir les fonds dont elles ont besoin.

*Question : Est-il possible d'accroître la capacité du marché canadien de placer de nouvelles émissions relativement importantes de titres déjà cotés en bourse de façon à mieux satisfaire les besoins de financement post-PIT des entreprises canadiennes en incitant les investisseurs institutionnels canadiens à jouer un rôle plus actif dans ce type de financement?*

## CONCLUSION

Les analyses présentées dans cette étude ont montré que les questions de financement par actions-capital-risque, par actions-PIT et par actions post-PIT varient beaucoup selon le type de financement considéré, certaines ayant plus d'importance dans certains domaines que dans d'autres. Nous allons maintenant parler de l'importance relative des questions entre les trois domaines de financement par actions, des questions à examiner en priorité dans les prochaines études à faire dans chaque domaine et des étapes à suivre pour mener ces études.

### IMPORTANCE RELATIVE DES QUESTIONS

Dans la présente étude, il a été démontré que les questions concernant le financement par actions des PME au Canada se posaient surtout dans le domaine du financement par capital-risque. Non seulement y avait-il beaucoup plus de questions au sujet du financement par capital-risque, mais celles-ci étaient aussi plus déterminantes pour l'éventuel succès des PME aux diverses étapes de développement et de croissance. Les questions relatives au financement par capital-risque se prêtent également mieux à des solutions venant des pouvoirs publics que les questions concernant le financement-PIT et le financement post-PIT. Les questions concernant le capital-risque sont dues principalement à la structure du marché du capital-risque au Canada, au comportement et à l'expertise en gestion des investisseurs en capital-risque canadiens, à la participation des investisseurs institutionnels au Canada, au régime fiscal et à l'interaction transfrontière entre le marché canadien et le marché américain. Ces questions spécifiques ont entraîné un accès moins grand au capital-risque, des coûts financiers plus élevés et des coûts en temps plus considérables pour les PME canadiennes que pour les PME américaines. Par conséquent, les questions concernant le financement par capital-risque influent beaucoup sur le niveau et le coût du financement par actions offert aux PME canadiennes.

Dans le cas du financement-PIT et du financement post-PIT, les données dont la présente étude fait état indiquent que les marchés canadiens sont plus efficaces et moins coûteux que les marchés américains pour ce qui est de réunir ce type de financement. Cela vaut notamment pour les coûts financiers associés à l'évaluation et à la cotation des émissions-PIT et des émissions post-PIT où les marchés canadiens l'emportent systématiquement sur les marchés américains. Les questions les plus importantes relativement à ces types de financement portent sur la capacité des marchés canadiens de satisfaire les besoins des PME canadiennes. C'est ce qui ressort du fait que de nombreuses entreprises canadiennes qui se lancent dans des émissions PIT et dans des émissions post-PIT le font sur les marchés américains malgré l'efficacité du marché canadien et les coûts moindres qui y sont associés. Cela indique que le volume de ces émissions est limité par un manque de capacité du marché canadien et que d'autres avantages non financiers pourraient être tirés du financement sur les marchés américains. Si c'est le cas, beaucoup de PME canadiennes sont pénalisées du fait qu'elles doivent engager des coûts plus élevés parce qu'elles sont obligées d'aller sur le marché américain pour ces types de financement. Ces questions sont également plus difficiles à traiter du point de vue des politiques publiques, parce qu'elles font intervenir des contraintes de taille globales sur le marché canadien et des attraits non financiers

sur le marché américain. Ces questions sont importantes, mais elles doivent être envisagées dans une perspective à long terme de par leur nature et ne se prêtent pas à des solutions faciles ou rapides des pouvoirs publics.

## **RÉSUMÉ DES QUESTIONS EXIGEANT UN EXAMEN EXHAUSTIF**

D'après les analyses faites dans la présente étude, un certain nombre de questions qui devraient être examinées en priorité dans les études à venir. L'objet premier des études futures devrait être d'obtenir des renseignements factuels sur ces questions et sur leurs causes sous-jacentes, de sorte que les pouvoirs publics puissent élaborer des solutions visant à les régler au profit des PME canadiennes. Les questions prioritaires à examiner relativement au financement par actions-capital-risque et le financement-PIT et le financement post-PIT sont les suivantes :

### **Financement par capital-risque**

- Dans quelle mesure peut-on accroître la disponibilité du capital-risque et l'accès au financement par capital-risque pour les PME en améliorant l'efficacité et la compétitivité du marché canadien du capital-risque par une meilleure répartition de l'offre de ce type de financement?
- De quelle manière peut-on identifier les PME ayant un potentiel de croissance dans les régions moins développées du Canada et aider à leur établissement pour amener les investisseurs en capital-risque à s'intéresser à ces régions?
- De quelle manière peut-on modifier la structure du marché et le comportement des investisseurs en capital-risque pour que les dirigeants d'une entreprise ne soient pas contraints de consacrer énormément de temps et d'énergie à trouver des investisseurs susceptibles d'être intéressés à financer leur entreprise?
- De quelle manière peut-on inciter les gestionnaires des caisses de retraite au Canada à confier aux sociétés financières d'innovation canadiennes une portion des fonds des caisses comparable à ce qui se fait aux États-Unis?
- Peut-on, en modifiant la réglementation, inciter les institutions financières à s'intéresser plus encore aux placements à risque?
- De quelle manière peut-on inciter les sociétés financières d'innovation non spécialisées à acquérir les connaissances spécialisées qui leur font défaut pour qu'elles puissent investir dans les nouvelles industries où de telles connaissances sont nécessaires?
- Y a-t-il un besoin de fournir aux sociétés financières d'innovation des services communs de conseils et d'analyses spécialisés exploités de façon indépendante ou appartenant conjointement à ces dernières?

- De quelle manière peut-on faciliter la prestation de connaissances spécialisées aux syndicats de placement et aux réseaux de sociétés financières d'innovation travaillant de concert et dépendant de la capacité des autres sociétés d'évaluer le placement envisagé pour réduire le temps et les efforts que doivent y mettre tant les investisseurs que les entreprises en quête de financement et pour obtenir des évaluations justes pour l'une et l'autre parties?
- De quelle manière peut-on fournir aux sociétés financières d'innovation relativement petites faisant partie d'un syndicat de placement les ressources nécessaires pour pouvoir aider et encadrer la direction de l'entreprise financée?
- Que peut-on faire pour inciter les investisseurs canadiens en capital-risque, en particulier les sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT), à adopter face au risque des attitudes plus conformes à celles des sociétés financières d'innovation non spécialisées des États-Unis?
- De quelle manière peut-on attirer dans le secteur du capital-risque au Canada un plus grand nombre de cadres ayant des antécédents dans l'industrie plutôt que dans le secteur bancaire de façon à enrichir les connaissances spécialisées des sociétés financières d'innovation?
- La récente réduction du taux d'imposition des gains en capital au Canada va-t-elle contribuer à accroître l'offre sur le marché du capital-risque? De quelle manière peut-on le vérifier?
- De quelle manière peut-on amener les gestionnaires des caisses de retraite au Canada à confier aux sociétés financières d'innovation canadiennes une portion des fonds des caisses comparable à ce qui se fait aux États-Unis? Faut-il pour cela modifier la réglementation ou le régime fiscal?
- Le fait de favoriser la création de syndicats de placement transfrontaliers regroupant des sociétés financières d'innovation du Canada et des États-Unis permettrait-il aux entreprises canadiennes en quête de financement pour l'étape de l'expansion de bénéficier d'investissements plus importants?
- De quelle manière pourrait-on réaliser une plus grande intégration du marché du capital-risque du Canada et de celui des États-Unis de façon à augmenter les mouvements de capitaux entre les deux marchés?

#### **Financement PIT et post-PIT :**

- L'offre restreinte de capitaux sur le marché canadien force-t-elle les PME canadiennes à différer leur appel public à l'épargne jusqu'à ce qu'elles soient de taille suffisamment grande et qu'elles soient suffisamment bien établies pour satisfaire aux règles plus strictes du marché américain?



- Le fait que les entreprises canadiennes continuent de réaliser sur le marché américain d'importants volumes de placement initial de titres, même s'il est moins coûteux de faire publiquement appel à l'épargne au Canada pour des titres nouveaux, est-il le signe d'une incapacité du marché canadien de satisfaire les besoins de financement PIT des entreprises canadiennes ou le signe que les autres avantages commerciaux procurés par un placement initial sur le marché américain l'emportent sur les avantages qu'offre le marché canadien au plan des coûts?
- En ce qui a trait aux émissions post-PIT, le marché post-PIT canadien apparaissant plus intéressant que le marché américain pour ce qui est des coûts liés à l'émission de titres, de l'évaluation et de l'établissement du prix des titres, les entreprises canadiennes choisissent-elles, en optant pour le marché américain, de s'exposer à des coûts supérieurs, ou bien parce que le marché canadien n'est pas en mesure de satisfaire à la demande ou bien parce qu'elles souhaitent bénéficier des avantages commerciaux que procure un appel public à l'épargne aux États-Unis?
- Est-il possible d'accroître la capacité du marché canadien de placer de nouvelles émissions relativement importantes de titres déjà cotés en bourse de façon à mieux satisfaire les besoins de financement post-PIT des entreprises canadiennes en incitant les investisseurs institutionnels canadiens à jouer un rôle plus actif dans ce type de financement?

## ÉTAPES SUIVANTES

La prochaine étape dans l'examen des questions qui ont trait au financement par actions des PME serait d'obtenir des renseignements factuels sur ces questions et sur leurs causes sous-jacentes directement des participants aux marchés canadiens du capital-risque, des PIT et des opérations de financement post-PIT. Cette initiative pourrait comporter deux phases de consultations avec ces participants.

### Phase I

Elaboration de questionnaires qui seront utilisés dans les consultations directes avec chaque groupe de participants, y compris les PME cherchant du financement par actions à divers stades de développement, les investisseurs en capital-risque ventilés selon les divers types de sociétés d'investissement en capital-risque actives au Canada, les investisseurs institutionnels, dont les caisses de retraite, les compagnies d'assurance-vie et les banques à charte, et les courtiers en valeurs mobilières et les bourses participant au financement-PIT et au financement post-PIT.

Les questionnaires destinés aux PME pourraient examiner leur expérience en ce qui a trait à l'obtention de financement par actions à divers stades de développement, y compris les coûts financiers, les coûts en temps et les coûts d'émission associés aux divers types de financement par actions, ainsi que les exigences réglementaires, le comportement des investisseurs en

capital-risque, la structure du marché canadien et du marché américain, les raisons pour lesquelles elles optent pour le marché canadien ou pour le marché américain et leur capacité d'attirer du personnel de gestion selon divers scénarios.

Les questionnaires destinés aux sociétés d'investissement en capital-risque pourraient examiner leur structure et leur mode de fonctionnement, les sources des fonds, les attitudes à l'égard de la gestion du risque, la participation à des syndicats, les ressources analytiques et les ressources en gestion du risque, les services consultatifs et les services d'encadrement, l'expérience et les antécédents en gestion, la taille typique des investissements et le moment où ils sont faits, la ventilation sectorielle et régionale des portefeuilles, les taux de rendement des portefeuilles, etc.

Les questionnaires destinés aux investisseurs institutionnels pourraient examiner leur degré de participation aux opérations de financement par capital-risque et par PIT, la nature de leur relation avec les fonds de capital-risque, les attitudes à l'égard de la gestion du risque, la proportion des portefeuilles allouée à ces catégories d'investissement, les considérations d'ordre réglementaire et fiscal qui influent sur ces répartitions, les attitudes à l'égard des compétences analytiques et des compétences en gestion du risque des sociétés d'investissement en capital-risque, le degré de participation à des financements-PIT et à des financements post-PIT, les taux de rendement sur le capital-risque investi, les feuilles de route des émissions-PIT et des émissions post-PIT, etc.

Les questionnaires destinés aux bourses et aux courtiers en valeurs mobilières pourraient examiner leur participation aux émissions-PIT et aux émissions post-PIT, leur expérience en matière de coûts comparatifs et d'exigences réglementaires associés à ces émissions au Canada et aux États-Unis, les impératifs de gestion auxquelles doivent satisfaire les entreprises qui lancent ces émissions, les raisons pour lesquelles les entreprises canadiennes choisissent de lancer leurs émissions sur les marchés américains, la capacité des marchés canadiens de répondre aux besoins des émetteurs canadiens, la feuille de route des émissions-PIT et des émissions post-PIT des entreprises canadiennes au Canada et aux États-Unis, le rôle des investisseurs institutionnels et des investisseurs individuels dans les émissions-PIT et les émissions post-PIT, etc.

Élaboration de listes d'entreprises qui pourraient être choisies pour participer aux consultations menées à l'aide des divers questionnaires préparés à l'intention des différents groupes de participants au marché. On communiquerait avec ces participants pour leur expliquer l'objet des consultations-questionnaire et pour solliciter leur participation aux consultations. Les questionnaires seraient ensuite envoyés aux entreprises choisies en dernier lieu.

## **Phase II**

Les réponses données dans les questionnaires remplis et retournés par les participants aux consultations seraient compilées pour chaque groupe de participants au financement par actions en un document qui servirait de document de base factuel pour les diverses questions suscitées au sujet du financement par actions des PME canadiennes.

À partir de ces analyses factuelles, le rôle que les pouvoirs publics pourraient jouer dans le règlement des questions concernant le financement par actions des PME au Canada pourrait être déterminé et évalué.

Un résumé des tendances et des conclusions qui se dégagent de l'information factuelle compilée à partir des questionnaires pourrait être fait et renvoyé aux participants aux consultations-questionnaire pour obtenir leur avis et leurs commentaires.

Des groupes de discussion pourraient être formés de manière à permettre aux divers groupes de participants au marché d'examiner les résultats des consultations-questionnaire et d'évaluer le rôle que les pouvoirs publics pourraient jouer dans l'amélioration de l'accès des PME canadiennes au financement par actions.

## ANNEXE A

Aperçu statistique du marché canadien du capital-risque (1997 - 2000)

<b>Aperçu du marché du capital-risque au Canada (1997 - 2000)</b>				
	<b>2000</b>	<b>1999</b>	<b>1998</b>	<b>1997</b>
<b>Offre de capital-risque</b>				
Ressources de l'industrie : (milliards de dollars)				
Actifs gérés	18,8	12,1	10	8,4
% des actifs :				
CCRT	43	50	S/O	S/O
Fonds indépendants privés	42	21	S/O	S/O
Autres	14	29		
Nouveaux fonds réunis (milliards de dollars)	4,1	2,4	2	1,5
<b>Capital-risque investi</b>				
Investissement total (milliards de dollars)	6,3	2,7	1,6	1,8
% de l'investissement total				
Nouveau	40	40	46	48
Subséquent	60	60	54	52
<b>Investissement selon le nombre et la taille des investissements</b>				
Nombre d'investissements	2566	989	1074	931
Taille moyenne (millions de	4,4	2,8	1,5	2,0
<b>Investissement selon le stade d'activité</b>				
% de l'investissement total				
Premiers stades	45	35	35	36
Stade d'expansion	49	53	53	52
Autre	6	12	12	12
<b>Répartition sectorielle des investissements</b>				
% de l'investissement total				
Technologie :	89	80	70	66
Biotechnologie	11	12	14	11
Informatique	35	36	23	26
Communications	22	13	9	8
Autres	21	19	24	21
Industries traditionnelles	11	20	30	34
<b>Répartition régionale des investissements</b>				
% de l'investissement total :				
Ontario	47	46	32	39
Québec	21	27	38	30
Ouest du Canada	11	17	19	22
Canada atlantique	2	2	1	1
Hors Canada	19	8	10	S/O

Questions en rapport avec le financement par capital-risque, par placement initial de titres (PIT) et par placements subséquents de titres (post-PIT) pour les petites et les moyennes entreprises canadiennes

## ANNEXE B

Aperçu statistique du marché américain du capital-risque  
(1997 - 2000)

<b>Aperçu du marché du capital-risque aux États-Unis (1997 - 2000)</b>				
	<b>2000</b>	<b>1999</b>	<b>1998</b>	<b>1997</b>
<b>Offre de capital-risque</b>				
Ressources de l'industrie : (milliards de dollars)				
Capital géré	S/O	S/O	S/O	S/O
Nouveaux fonds réunis	92,3	51,2	27,2	15,4
<b>Capital-risque investi</b>				
Investissement total : (milliards de dollars)	103	59,5	21,7	17,4
<b>Investissement selon le nombre et la taille des investissements</b>				
Nombre d'investissements	5380	3960	3158	2700
Taille moyenne (millions de \$)	S/O	15	6,9	6,5
<b>Investissement selon le stade d'activité</b>				
% de l'investissement total :				
Premiers stades	23	S/O	28	S/O
Stade d'expansion	54	S/O	43	S/O
<b>Répartition sectorielle des investissements</b>				
% de l'investissement total :				
Technologie :	97	80	67	S/O
Internet	46	39	17	S/O
Biotechnologie	3	2	5	S/O
Informatique	22	22	27	S/O
Communications	17	17	18	S/O
Industries traditionnelles	3	20	33	S/O
<b>Répartition régionale des investissements</b>				
% de l'investissement total :				
Sud-Ouest	47	49	45	S/O
Nord-Est	22	20	21	S/O
Nord-Ouest	9	8	8	S/O
Sud-Est	6	8	8	S/O
Médio-Atlantique	6	8	7	S/O
Midwest	8	6	10	S/O

## BIBLIOGRAPHIE

Agence de promotion économique du Canada atlantique. *Comment devenir une société publique au Canada atlantique*, août 2000.

Association canadienne du capital de risque. *Annual and Quarterly Statistical Reports on Canadian Venture Capital Activity*, Macdonald & Associates Limited, 1997 à 2000.

Association canadienne du capital de risque; *Tax Submissions - Department of Finance*, 2000.

Convery, Mark A. *Initial Public Offerings : Considerations, Process and Content*, Meighen Demers, novembre 1998

Jog, Vijay et Hitsman, John. *Les IPO canadiennes : la Bourse de Toronto face au Nasdaq*, Ottawa : School of Business, Université Carleton, 2000.

Kaplan, Charles K. *The Costs Incurred When Going Public With An IPO*, Equity Analytics, Ltd., info@equityanalytics.com, 2000.

Kreiner, Kenneth. *Labour-Sponsored Investment Funds in Canada*, Crocus Fund, 1996.

Macdonald & Associates Limited. Communiqués de presse et déclarations concernant certaines opérations de capital-risque, canadavc.com, 1997 à 2000.

National Venture Capital Association. *Annual and Quarterly Statistical Reports on U.S. Venture Capital Activity*, Venture Economics Inc., 1997 à 2000.

National Venture Capital Association. *What is Venture Capital : The Venture Capital Industry*, 1999.

Rapport de la Canadian E-Business Opportunities Roundtable. *Fast Forward 2.0 - Taking Canada to the Next Level*, Boston Consulting Group (Canada), février 2001.

Shutt, Theresa et Williams, High. *Going to Market : The Cost of IPOs in Canada and the U.S.* The Conference Board of Canada, juin 2000.

The Economist. *Adventurous Venture Capital*, mai 2000.

Wittenberg, Lawrence S. *Initial Public Offerings by Canadian Companies in the U.S. : Advantages, Disadvantages and a Step-by-Step Analysis of the IPO Process*, Venture Update, hiver 1996.