

2014RP-09

Le premier appel public à l'épargne et les sociétés québécoises : état de la situation

Michel Magnan, Bryan Campbell

Avec la collaboration de Laurence Allaire Jean et Jonathan Wang

Rapport de projet *Project report*

Montréal
Septembre 2014

© 2014 Michel Magnan, Bryan Campbell. Avec la collaboration de Laurence Allaire Jean et Jonathan Wang. Tous droits réservés. *All rights reserved.* Reproduction partielle permise avec citation du document source, incluant la notice ©.

Short sections may be quoted without explicit permission, if full credit, including © notice, is given to the source



Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations

CIRANO

Le CIRANO est un organisme sans but lucratif constitué en vertu de la Loi des compagnies du Québec. Le financement de son infrastructure et de ses activités de recherche provient des cotisations de ses organisations-membres, d'une subvention d'infrastructure du Ministère de l'Enseignement supérieur, de la Recherche, de la Science et de la Technologie, de même que des subventions et mandats obtenus par ses équipes de recherche.

CIRANO is a private non-profit organization incorporated under the Québec Companies Act. Its infrastructure and research activities are funded through fees paid by member organizations, an infrastructure grant from the Ministère de l'Enseignement supérieur, de la Recherche, de la Science et de la Technologie, and grants and research mandates obtained by its research teams.

Les partenaires du CIRANO

Partenaire majeur

Ministère de l'Enseignement supérieur, de la Recherche, de la Science et de la Technologie

Partenaires corporatifs

Autorité des marchés financiers
Banque de développement du Canada
Banque du Canada
Banque Laurentienne du Canada
Banque Nationale du Canada
Bell Canada
BMO Groupe financier
Caisse de dépôt et placement du Québec
Fédération des caisses Desjardins du Québec
Financière Sun Life, Québec
Gaz Métro
Hydro-Québec
Industrie Canada
Intact
Investissements PSP
Ministère des Finances et de l'économie du Québec
Power Corporation du Canada
Rio Tinto Alcan
Ville de Montréal

Partenaires universitaires

École de technologie supérieure (ÉTS)
École Polytechnique de Montréal
HEC Montréal
Institut national de la recherche scientifique (INRS)
McGill University
Université Concordia
Université de Montréal
Université de Sherbrooke
Université du Québec
Université du Québec à Montréal
Université Laval

Le CIRANO collabore avec de nombreux centres et chaires de recherche universitaires dont on peut consulter la liste sur son site web.

ISSN 1499-8629 (Version en ligne)

Partenaire financier

**Enseignement supérieur,
Recherche, Science
et Technologie**
Québec 

Le premier appel public à l'épargne et les sociétés québécoises : état de la situation

Michel Magnan¹, Bryan Campbell²
CIRANO

Avec la collaboration de

Laurence Allaire Jean, CIRANO
Jonathan Wang, CIRANO

Sommaire

¹ Michel Magnan, Fellow CIRANO, Michel.Magnan@cirano.qc.ca. et Concordia University.

² Vice-président, Groupe Finance, CIRANO, et Concordia University.

Aperçu du rapport

Le présent rapport vise à répondre à trois questions. Premièrement, les firmes québécoises sont-elles sous représentées dans les premiers appels publics à l'épargne (PAPE) sur les Bourses canadiennes? Deuxièmement, quelles sont les raisons qui pourraient expliquer la différence entre la population relative du Québec, ou sa production industrielle, et le pourcentage de firmes faisant un PAPE et qui ont leur siège social au Québec? Troisièmement, la mise en place, par le gouvernement du Québec, de mesures fiscales ou budgétaires serait-elle appropriée?

Relativement à la première question, et s'appuyant sur une analyse quantitative exhaustive des PAPE effectués au Canada à la bourse de Toronto (TSX) et à la bourse des valeurs de croissance (TSXV) durant la période 2003-2012, il ressort qu'effectivement, à plusieurs points de vue, les entreprises québécoises sont sous-représentées. De fait, sauf exceptions notables (Dollarama, BRP), les entreprises québécoises sont pratiquement absentes du marché canadien des PAPE depuis 2007. De manière plus globale, on peut aussi constater que le marché canadien des PAPE est beaucoup plus cyclique que le marché américain, plus concentré dans l'énergie et les ressources (vs technologie et transformation) et aussi moins rentable le jour de l'émission. À long terme, l'achat et la garde de titres issus de PAPE ne s'avèrent pas un placement intéressant.

En ce qui a trait à la seconde question, nos entretiens avec une quinzaine d'acteurs des marchés financiers de Montréal et de Toronto nous révèlent que les PAPE sont essentiellement perçus comme une manifestation, parmi d'autres, de l'écosystème financier. En d'autres termes, le dynamisme ou la stagnation apparente du marché des PAPE reposent sur plusieurs autres composantes des marchés financiers. Par conséquent, toute interprétation au premier degré des données quantitatives du marché des PAPE pourrait donner une fausse impression quant à la situation financière et économique réelle des entreprises sous-jacentes. Selon la plupart des répondants, plusieurs facteurs contribuent à réduire l'attrait des PAPE pour les entreprises, notamment la concentration grandissante des gestionnaires de portefeuille au Canada dans les mains de quelques grandes institutions, la distance accrue entre les entrepreneurs et les gestionnaires de portefeuille principalement situés à Toronto, la présence importante de capitaux privés ou fiscalisés au Québec et les coûts de conformité accrus de devenir une société cotée en bourse. D'autres facteurs cités incluent également l'ambition (ou l'absence) des entrepreneurs québécois et l'appétit pour le risque des investisseurs individuels québécois.

Quoique le PAPE ne constitue plus la seule alternative de financement pour une entreprise arrivée à un certain stade de maturité, il ressort clairement de nos entretiens qu'un marché des PAPE actif et dynamique est une caractéristique essentielle d'un centre financier actif et dynamique, les expertises et compétences requises pour les PAPE s'étiolant avec le temps en

l'absence d'émissions. À cet égard, une certaine inquiétude quant à l'avenir de Montréal comme centre financier est partagée par plusieurs répondants.

Nos recommandations s'inscrivent en continuité avec ces constats de nos analyses quantitatives et qualitatives et visent à dynamiser Montréal comme place financière.

Contenu

	Page	
Section 1	Contexte et méthodologie	5
1.1	Mandat CIRANO	6
1.2	Méthodologie et structure du rapport	9
1.3	Contributions pertinentes	12
Section 2	Survol du marché des PAPE à l'échelle mondiale	18
2.1	Commentaires généraux	18
2.2	Analyse détaillée	20
Section 3	Analyse quantitative du marché canadien des PAPE	23
3.1	Sommaire	23
3.2	Évolution du marché des PAPE à la bourse de Toronto par secteur (TSX)	25
3.3	Évolution du marché des PAPE à la bourse de Toronto par région (TSX)	33
3.4	Évolution du marché des PAPE sur le marché des valeurs de croissance (TSXV)	40
3.5	Performance des entreprises effectuant un PAPE à la bourse de Toronto	47
3.6	Perspective globale sur les résultats pour le Québec	53
Section 4	Analyse qualitative	55
4.1	Principaux constats	55
4.2	Synthèse d'entreviens auprès d'acteurs des marchés des capitaux	56
Section 5	Recommandations	72
Section 6	La suite : Vers une analyse intégrée du marché québécois des capitaux	78
Références		81
Annexe 1	Grille initiale pour les entretiens semi-structurés	82
Annexe 2	Liste des participants	83

Liste des tableaux

	Page
Tableau 1 Évolution des PAPE à l'échelle mondiale 2003-2012	20
Tableau 2 5 secteurs levant le plus de capital par voie de PAPE aux États-Unis (milliards \$ US)	21
Tableau 3 Nombre de PAPE à la bourse de Toronto par secteur (2003-2012)	28
Tableau 4 Financement obtenu par voie de PAPE à la bourse de Toronto (milliards \$) (2003-2012)	29
Tableau 5 Section A, PAPE moyen à la bourse de Toronto par secteur (millions \$) (2003-2012) Section B, Propriétés statistiques des financements par PAPE, excluant des produits financiers structurés	31
Tableau 6 Section A, Nombre de PAPE par province (2003-2012) Section B, Proportion de PAPE par province (2003-2012) Section C, Nombre de PAPE par province, excluant le secteur énergie (2003-2012) Section D, Proportion de PAPE par province, excluant le secteur énergie (2003-2012)	33
Tableau 7 Section A, Capitaux levés par voie de PAPE par province (2003-2012) (milliards \$) Section B, Proportion des capitaux levés par province (2003-2012) Section C, Capitaux levés par voie de PAPE par province, à l'exclusion du secteur énergie Section D, Proportion des capitaux levés par province, à l'exception du secteur énergie	36
Tableau 8 Propriétés statistiques des PAPE (exclusion faite des émissions de produits financiers structurés)	38
Tableau 9 Section A, Nombre et proportion de PAPE par province tous secteurs confondus (2003-2012) Section B, Nombre et proportion de PAPE par province, tous secteurs à l'exclusion de l'énergie	41
Tableau 10 Section A, Capitaux levés par voie de PAPE à la bourse de valeurs de croissance, par province, tous secteurs confondus (2003-2012) (en millions \$) Section B, Ampleur des PAPE individuels à la bourse de valeurs de croissance tous secteurs Section C, Capitaux levés par voie de PAPE à la bourse de valeurs de croissance, par province, tous secteurs à l'exception de l'énergie (2003-2012) (en millions \$)	44
Tableau 11 Section A, Performance boursière des titres émis par voie de PAPE (%) Section B, Performance boursière des titres émis par voie de PAPE (%), Entreprises du Québec Section C, Performance boursière des titres émis par voie de PAPE (%), 2003-2012 Section D, Performance boursière des titres émis par voie de PAPE, après déduction de la performance de marché (%) [médiane, moyenne]	48

Section 1 Contexte et méthodologie

Dans le cours normal de la croissance d'une entreprise, il arrive souvent un point où elle doit faire appel à des fonds externes à long terme, ses liquidités ou son accès au financement bancaire ayant atteint leurs limites. En effet, l'accès difficile aux capitaux extérieurs pourrait freiner indûment sa croissance.

En soi, le financement par émission d'actions via un premier appel public à l'épargne n'est pas nécessairement la solution optimale pour toutes les entreprises. En effet, pour une entreprise émergente, les exigences réglementaires et de divulgation d'être une société ouverte peuvent sembler onéreuses. En outre, des alternatives sont également disponibles tels que des fonds de capital de risque (*venture capital*) ou des fonds d'investissement (*private equity*). Par contre, à long terme, l'accès au marché public des capitaux peut être bénéfique, tant pour l'entreprise que pour l'économie. La profondeur des marchés des capitaux permet possiblement un développement plus important et donne également une monnaie d'échange (ses actions) pour une entreprise désireuse de croître. De plus, le statut d'émetteur assujéti impose une rigueur dans les systèmes et pratiques de gestion d'une entreprise, ce qui peut réduire le risque de dérapage et assure une continuité dans les opérations de l'entreprise.

L'objectif de la recherche est d'effectuer une analyse quantitative et qualitative de la situation des firmes québécoises relativement aux premiers appels publics à l'épargne. En dépit du fait que le rapport se concentre sur le marché des PAPE, il faut se rappeler que les entreprises ont à leur disposition plusieurs alternatives pour lever des capitaux. Cet état de fait influence forcément l'évolution du marché des PAPE analysé dans ce rapport. Par conséquent, se concentrer uniquement sur un aspect de la problématique du financement des entreprises (PAPE), pourrait occulter les autres forces et tendances qui sont à l'œuvre dans notre économie. C'est pour cette raison que notre étude comporte deux perspectives méthodologiques. Outre l'approche analytique basée sur l'analyse de données primaires issues du marché des PAPE, nous poursuivons également une approche qualitative visant à solliciter les vues et opinions de différents acteurs du marché.

Cette section décrit plus en détails la portée de ce rapport CIRANO ainsi que les méthodologies retenues.

1.1 Mandat CIRANO

Conformément au mandat donné par le Ministère des Finances du Québec, trois questions spécifiques sont abordées dans ce rapport :

1. Les firmes québécoises sont-elles sous représentées dans les premiers appels publics à l'épargne (PAPE) sur les Bourses canadiennes ?
2. Quelles sont les raisons qui pourraient expliquer la différence entre la population relative du Québec, ou sa production industrielle, et le pourcentage de firmes faisant un PAPE et qui ont leur siège social au Québec?
3. La mise en place, par le gouvernement du Québec, de mesures fiscales ou budgétaires serait-elle appropriée?

Notre rapport comporte donc trois volets distincts suivis d'une conclusion.

Volet 1

Évaluation de la représentation des entreprises québécoises sur le marché des PAPE

Pour répondre à la question de la sous-représentation des sociétés québécoises dans les premiers appels publics à l'épargne (PAPE) via les bourses canadiennes, il faut tout d'abord établir une référence de ce que représenterait une représentation normale. À cet effet, nous comptons effectuer une recension de la documentation sur la question du niveau de recours aux premiers appels publics à l'épargne par les entreprises des autres provinces canadiennes et aussi par les entreprises de juridictions comparables (p.ex., États-Unis, France, Royaume-Uni). Le nombre de PAPE selon la juridiction et l'ampleur des capitaux levés seront comparés à certains paramètres de référence (taille du marché boursier, taille de l'économie). Par la suite, le nombre de PAPE effectué par des entreprises québécoises durant le plus récent cycle économique (2006-2012) sera comparé aux paramètres de référence qui auront été établis par notre analyse préliminaire.

Volet 2

Évaluation qualitative des déterminants du recours ou non-recours au PAPE

Dans le cadre de ce deuxième volet, nous proposons de solliciter l'avis de professionnels qui interviennent auprès ou au sein des entreprises fermées en quête de capitaux à long terme ou ayant récemment effectué un PAPE : auditeurs et conseillers financiers des cabinets d'experts-comptables, directeurs financiers de ces entreprises, banquiers d'affaires, banquiers commerciaux, avocats, investisseurs privés. Ces entretiens, adoptant une approche semi-structurée, auront pour but de déterminer les critères de sélection d'un mode de financement lorsqu'une société privée ou entrepreneuriale doit lever des capitaux à long terme. Les entretiens seront réalisés à Montréal, Québec et Toronto. Environ 15-20 entretiens sont prévus, ce qui est un nombre suffisant pour tirer certaines inférences.

Volet 3

Évaluation quantitative de l'expérience récente des entreprises québécoises ayant effectué un PAPE

Ce troisième volet vise à quantifier l'impact économique de la décision pour une entreprise québécoise d'avoir recours à un PAPE en termes de coût du capital, liquidité, flexibilité de financement, rendement réalisé sur les capitaux obtenus et performance financière. Les résultats obtenus sur l'échantillon d'entreprises québécoises pourront alors être comparés avec les expériences d'autres juridictions (en se référant alors aux études réalisées ailleurs). La perspective temporelle retenue serait la période qui suit immédiatement le PAPE et s'étendrait possiblement de un à cinq ans. Cette analyse nous permettra d'évaluer si un PAPE rapporte les avantages économiques attendus, tant pour une entreprise que pour une économie dans son ensemble.

Les analyses conduites à l'intérieur de ces trois volets visent essentiellement à alimenter notre réflexion dans l'élaboration de recommandations de politique publique, lesquelles seront formulées à la fin du rapport, tel que proposé dans le volet 4 du mandat CIRANO, lequel est présenté ci-après.

Volet 4

Développement d'une politique publique encourageant les PAPE

En nous appuyant sur les constats et résultats obtenus dans les trois premiers volets de ce programme de recherche, nous élaborerons un certain nombre de recommandations visant les autorités de réglementation et les pouvoirs publics. Quoique ces recommandations tiendront compte de manière limitée des pratiques adoptées dans d'autres juridictions, un travail de documentation, comparaison et synthèse plus exhaustif sera nécessaire pour élaborer une prise de position plus étoffée.

1.2 Méthodologie et structure du rapport

Dans la perspective de donner des points de référence pour notre analyse du marché des PAPE canadien, notre rapport débute avec une mise en situation relative au marché des PAPE sur les plans mondial et nord-américain suivie d'une synthèse ciblée des travaux réalisés à ce jour sur les PAPE par les entreprises québécoises.

Par la suite, afin de répondre spécifiquement aux questions soulevées dans le devis de recherche, nous utilisons deux approches méthodologiques complémentaires correspondant à deux volets (volets 2 et 3). D'une part, pour répondre à la première question, à savoir la place occupée par les entreprises québécoises sur le marché des PAPE ainsi que l'impact financier de ces PAPE, nous analysons les PAPE réalisés au Canada de 2003 à 2012, tant à la Bourse de Toronto (TMX) qu'à la Bourse des valeurs de croissance (TMXV) (volet 3). Ces analyses portent sur le nombre de PAPE, l'ampleur des capitaux recueillis, la représentation sectorielle des firmes effectuant un PAPE, la répartition par province, l'évolution dans le temps du marché des PAPE ainsi que sur la performance et la taille des entreprises post-PAPE. Les résultats de ces analyses essentiellement quantitatives sont présentés dans les sections 2 et 3 du rapport, la section 2 donnant la perspective globale alors que la section présente le marché canadien.

La collecte des données relatives aux PAPE a impliqué le recoupement d'informations en provenance de plusieurs sources. D'une part, pour l'identification des entreprises ayant effectué un PAPE, nous avons obtenu une liste des émissions PAPE directement de la bourse de Toronto. Toutefois, pour compléter (localisation, secteur, etc.) et valider ces données, nous avons également accédé à la base de données FP Marketss compilée par le Financial Post (du groupe PostMedia Network). Les deux listes ont été recoupées et comparées et les incohérences vérifiées. Une source d'incertitude fut notamment la taille du PAPE, le nombre d'actions émises ainsi que le prix à l'émission : certaines données comportaient des erreurs ou certaines entreprises avaient deux classes d'actions. Une autre complication fut la distinction entre les PAPE traditionnels, les PAPE financiers (produits structurés) et les migrations entre TSXV et TSX. Ces éléments furent vérifiés

au cas par cas. La base de données Bloomberg fut également utilisée pour évaluer la performance boursière post-PAPE des entreprises. Cette étape fut relativement longue, car les codes d'identification des entreprises diffèrent entre les bases de données et doivent être réconciliés manuellement. Évidemment, toutes les observations extrêmes ont été vérifiées afin de s'assurer qu'il ne s'agit pas d'erreurs de codage.

D'autre part, pour répondre à la deuxième question, à savoir pourquoi le marché québécois des PAPE est possiblement différent, et développer notre argumentation relative à la troisième question, à savoir le rôle potentiel de l'État (volets 2 et 4), nous présentons les principaux constats d'entretiens réalisés avec quinze différents acteurs du marché des PAPE à Montréal et Toronto : banquiers d'affaires, avocats, experts-comptables ou consultants, investisseurs (individuels et gestionnaires de portefeuille). Ces constats sont validés et interprétés en tenant compte de résultats d'autres études, en comparant avec les analyses quantitatives présentées précédemment et en ayant recours à d'autres sources secondaires (p.ex., informations de Statistiques Canada et du Réseau Capital).

L'annexe 1 présente la grille d'entretien, laquelle constitue essentiellement un canevas pour guider la discussion, plusieurs des entretiens ayant approfondi bien davantage certaines des questions qui y sont présentées. L'annexe 2 présente une liste des personnes interviewées dans le cadre du projet. Toutes les personnes interviewées ont au moins 10 ans d'expérience, la plupart ayant en fait plus de 20 ans. Elles ont toutes été impliquées d'une façon ou d'une autre dans des PAPE, soit à titre d'avocat, d'investisseur, de dirigeant, d'administrateur, de conseiller ou de banquier d'affaires.

Mis à part trois rencontres conduites en terrain neutre, tous les entretiens ont été réalisés sur les lieux de travail des personnes interviewées. La quasi-totalité des rencontres sauf trois a été effectuée par 2 personnes, soit le chercheur principal et un collaborateur de CIRANO. Le but général visé dans le projet a été révélé à toutes les personnes rencontrées. Toutes les rencontres (sauf une) ont été enregistrées et les personnes interviewées ont été informées que leur identité ne serait connue que du chercheur

principal et de son collaborateur. De manière générale, les répondants ont été généreux de leur temps, la durée des rencontres allant de 45 minutes à 90 minutes.

Une fois les entretiens terminés, les deux personnes ayant mené les entretiens ont analysé leur contenu, comparé leur interprétation des propos tenus par les personnes interviewées et convenu des principaux constats qui émergent des rencontres. Les principaux constats reflètent une convergence parmi les répondants. Dans certains cas, des points de vue divergents ont pu être émis et nous le mentionnerons alors expressément. Notre synthèse de ces analyses qualitatives est présentée dans la section 4.

En nous appuyant sur les constats et résultats obtenus dans les trois premiers volets de ce programme de recherche, nous élaborerons un certain nombre de recommandations visant les autorités de réglementation et les pouvoirs publics. Ces recommandations sont présentées à la section 5.

Finalement, dans le cadre de la section 6, nous offrons quelques pistes de recherche futures qui permettraient d'approfondir certains des constats qui se dégagent de la présente étude.

1.3 Contributions pertinentes

Au cours des dernières années, de nombreux chercheurs, incluant les Fellows CIRANO Cécile Carpentier et Jean-Marc Suret, ont apporté plusieurs contributions à notre compréhension des marchés des capitaux et à l'impact potentiel de la réglementation sur ces mêmes marchés. Notre rapport s'inscrit en continuité avec ces travaux. Cependant, les analyses réalisées dans le contexte du présent mandat visent un but plus précis, et ne prétendent pas apporter un éclairage très différent des résultats des études antérieures. Notre travail porte sur une période plus récente que la plupart des études publiées à ce jour et porte sur une problématique très précise, c'est-à-dire le marché des PAPE au Québec,

Néanmoins, nous croyons qu'il est pertinent de faire état de quelques contributions récentes à la recherche sur le développement des marchés des capitaux, au Québec et ailleurs dans le monde, principalement aux États-Unis. Trois contributions retiennent particulièrement notre attention : 1) un Rapport bourgogne CIRANO intitulé *Les marchés de la finance entrepreneuriale et du capital de risque*, rédigé par Jean-Marc Suret; 2) un document publié conjointement par le cabinet d'experts-comptables PwC et l'étude d'avocats FMC *Pour une démocratisation du financement de nos entreprises* et co-signé par Michel Brunet, Pierre Lortie, Guy LeBlanc and Russell Goodman; 3) des commentaires et analyses réalisées par le professeur Josh Lerner de l'Université Harvard.

Les marchés de la finance entrepreneuriale et du capital de risque

Ce rapport bourgogne CIRANO présente une synthèse des leçons à tirer d'une conférence intitulée *Entrepreneurial Finance & Venture Capital*, laquelle a été organisée par CIRANO en avril 2010. Dans ce document, le professeur Suret se concentre surtout sur les contributions qui nous permettent de mieux comprendre le financement des sociétés canadiennes ainsi que l'élaboration de politiques publiques dans ce domaine. La première section du rapport concerne les fonds de placement privés (PC) ainsi que les fonds de capital de risque. Malgré l'ampleur des capitaux qui leur sont confiés, plusieurs études documentent les rendements relativement faibles de ces fonds, ce qui a suscité plusieurs discussions quant à leur rôle futur dans le financement de nouvelles initiatives. Par

contre, les rendements obtenus par les anges financiers semblent en général plus élevés, ce qui a mené à des initiatives de politique publique dans plusieurs juridictions, le plus souvent focalisant sur des avantages fiscaux. La seconde section du rapport porte sur la performance des PAPE jusqu'en 2007 (notre rapport couvre la période allant jusqu'en 2012). La troisième section est particulièrement intéressante, car elle s'intéresse aux moyens et politiques pouvant susciter le développement de fonds de capital de risque. Le message contenu dans cette section est plutôt pessimiste. Ainsi, il est avancé que les fonds devraient être d'une taille relativement importante et avoir une portée internationale. Cependant, la réglementation est jugée comme pouvant être trop lâche dans certains cas. La conclusion générale est à l'effet que : *« Dans ce contexte, il nous semble que les politiques publiques devraient essentiellement assurer les conditions favorables au fonctionnement du secteur du capital du risque et non augmenter artificiellement les montants disponibles au moyen de subventions ou avantages fiscaux. »*

Pour une démocratisation du financement de nos entreprises

Ce document de PwC, par ailleurs fort intéressant et instructif, couvre une vaste gamme de sujets à l'intérieur d'une quarantaine de pages. Le rapport débute avec une présentation synthèse d'entrevues conduites auprès d'entrepreneurs quant à leur attitude relativement à la possibilité de devenir une société ouverte cotée. En d'autres termes, comment ces entrepreneurs voient-ils la transition de passer d'une société à capital fermé à une société cotée. La perspective adoptée par le rapport est à l'effet que l'accès au marché boursier est un facteur important sous-tendant le succès d'un entrepreneur, malgré quelques réserves de la part de certains quant à la perte de contrôle sur leur entreprise. La disparité entre le nombre d'entreprises québécoises ayant recours au marché boursier et le nombre d'entreprises d'autres provinces choisissant cette voie de financement donne le ton au reste du rapport. À un niveau micro, une préoccupation est l'attitude des Québécois vis-à-vis de l'entrepreneuriat : selon l'argumentation présentée ainsi que la documentation consultée, il semble que l'esprit entrepreneurial soit plus faible au Québec qu'ailleurs au Canada. D'autres préoccupations exprimées dans le rapport incluent l'érosion graduelle de l'infrastructure (p.ex., expertises, compétences)

appuyant les PAPE ainsi que l'accès relativement facile par les entreprises à des capitaux institutionnels privés. Cette disponibilité de capitaux peut avoir l'effet indirect de miner la pertinence ainsi que la nécessité de maintenir un marché boursier actif.

Sur le plan macro, les dirigeants d'entreprises cités dans le rapport mentionnent la faiblesse relative de l'économie québécoise, un point de vue confirmé par de récentes données macro-économiques. La dernière section du rapport PwC-FMC offre une variété de moyens et politiques afin de faciliter le recours à des financements publics par des entreprises à faible capitalisation. Par exemple, il est proposé d'encourager la création de fonds spécialisés dont l'orientation serait d'agir à titre d'investisseur chef de file (« lead investor ») dans des émissions publiques. D'autres recommandations sont à l'effet de créer et de soutenir un environnement où le financement auprès des marchés boursiers est encouragé ainsi que l'esprit d'entrepreneuriat. Le rapport souligne que l'Autorité des marchés financiers (AMF) aurait un rôle à jouer à cet égard.

Deux contributions par Josh Lerner

Josh Lerner est *Professor of Investment Banking* à *Harvard Business School*. Ses recherches portent sur l'innovation, le capital de risque et le capital d'investissement. Il est co-directeur du *Productivity, Innovation, and Entrepreneurship Program* du *National Bureau of Economic Research (NBER)*.

Dans son livre intitulé *The Boulevard of Broken Dreams*, le professeur Lerner illustre comment, malgré leur bonne volonté, les gouvernements font souvent fausse route dans leurs tentatives de stimuler l'innovation et l'entrepreneuriat, notamment en focalisant sur les nouvelles initiatives à fort potentiel, mais très risquées et sur leur capitalisation. Le livre débute en explorant en détail le rôle du secteur public dans le développement et la croissance des entreprises à Silicon Valley. Cette analyse vise à développer un certain nombre de principes qui devraient guider les politiques publiques. Certains échecs y sont également analysés. Une liste d'actions à faire et à ne pas faire (*dos, don'ts*) est ainsi compilée à partir de ces cas de succès et d'échecs. Une dimension pertinente pour le

Québec des leçons tirées par le professeur Lerner est l'importance de la dimension internationale dans le processus entrepreneurial.

Du point de vue du professeur Lerner, le secteur du capital de risque est important pour une économie, car le financement d'entreprises en émergence est un jeu comportant beaucoup de risques. L'incertitude entourant le succès éventuel de l'entreprise ainsi que le différentiel d'information entre l'entrepreneur et des intervenants externes, surtout dans le secteur de la technologie, rendent difficile l'évaluation de ces entreprises et encouragent un comportement opportuniste de la part des entrepreneurs une fois que leur financement est obtenu. Dans ce contexte, les investisseurs en capital de risque utilisent une variété de mécanismes et moyens qui semblent essentiels pour susciter l'innovation, tels qu'un processus de filtrage pour l'identification des opportunités d'investissement, la façon dont les financements sont structurés (actions, actions privilégiées, débentures convertibles, etc.) et une supervision des plus étroites des entreprises une fois le financement octroyé. L'aide du capital de risque permet d'accroître le potentiel d'innovation des entreprises, accélérant ainsi leur croissance et leurs chances de succès à long terme. Ces effets bénéfiques se poursuivent même une fois que l'entreprise a réussi son entrée en bourse. Un secteur du capital de risque dynamique joue également un rôle de tampon ou filtre entre les autorités gouvernementales et les entrepreneurs, réduisant ainsi le danger de distorsion pouvant être introduit par le lobbying et l'influence politique. En effet, de cette manière, le secteur public ne décide pas directement qui reçoit le financement.

Quoique le professeur Lerner fasse état de quelques cas où les gouvernements ont réussi à encourager et promouvoir l'entrepreneurship, tels qu'en Israël et à Singapour, les cas d'échecs probablement plus nombreux. À son avis, deux problèmes fondamentaux minent les initiatives gouvernementales. Premièrement, le gouvernement peut tout simplement faire fausse route dans son allocation des fonds et son appui peut être inefficace ou carrément contre-productif. Il donne l'exemple de l'Australie qui a récemment légalisé et encouragé les structures de sociétés en commandite de capital de risque tout en limitant leur capacité à investir en dehors de l'Australie, le but étant de ne pas donner d'avantage fiscal pour des investissements à l'étranger. Cependant, cette

restriction a fait en sorte que plusieurs entreprises dans les portefeuilles de ces sociétés en commandite se sont vite trouvées limitées dans leur capacité à prendre de l'expansion internationale. Par exemple, pour les entreprises de développement de logiciels, la nécessité pour les sociétés en commandite qui étaient leurs actionnaires d'avoir au moins 50 % de leur actif en Australie a nui à leur potentiel d'expansion en Inde ou en Chine. En effet, la composition du portefeuille des sociétés en commandite aurait alors été modifiée de manière défavorable. Un second problème, bien documenté par les recherches en économique, est la capacité pour les entités des secteurs privé et public de s'organiser afin de capter les subventions directes et indirectes offertes par le gouvernement. Par exemple, des programmes destinés à soutenir le développement de l'entrepreneuriat peuvent vite devenir des leviers d'enrichissement pour des amis des gens au pouvoir.

Au-delà de mesures spécifiques, le professeur Lerner attache beaucoup d'importance au fait que l'état doit « mettre la table », c'est-à-dire établir et maintenir un climat favorable à l'entrepreneuriat. Souvent, l'accent semble plutôt mis sur les aspects visibles (octroi de subventions). Les efforts à cet égard peuvent prendre plusieurs formes : 1) s'assurer que la création et les idées novatrices issues des universités et laboratoires d'état naissent et évoluent dans un environnement fluide qui facilite le transfert vers les applications concrètes, 2) une fiscalité qui encourage l'investissement à long terme (imposition des gains en capital modérée), 3) un cadre juridique souple qui permet aux entrepreneurs d'entrer dans des relations d'affaires et financières facilement, mais, aussi, de faire respecter ces contrats. Selon lui, l'exemple de Singapour est particulièrement édifiant, car la ville-cité a vraiment focalisé son attention sur le développement d'un environnement orienté vers la facilitation de l'innovation.

Dans son dernier chapitre, le professeur Lerner énonce ses 5 principes que les gouvernements devraient toujours avoir en tête relativement à l'innovation et au capital de risque :

- Se rappeler que l'activité entrepreneuriale ne se génère pas en circuit fermé, mais repose sur l'existence d'un environnement où les nouvelles initiatives sont encouragées et peuvent réussir;

- Toujours s’assurer que les signaux en provenance du marché donnent la direction et la marche à suivre lorsque des mesures de soutien financier sont mises en œuvre : l’approche doit être « bottom-up » et non “top down”;
- Avoir une perspective à long terme pour toute initiative et pour mesurer son succès;
- Réaliser que les programmes de promotion de l’entrepreneuriat requièrent de la créativité et de la flexibilité, et doivent donc être peaufinés dans le temps ou éliminés;
- Reconnaître que des problèmes d’agence – c’est à dire lorsque des individus et des organisations agissent dans leur seul intérêt plutôt que pour le bien commun – sont universels et prendre les mesures appropriées pour en minimiser l’impact.

Dans un autre ouvrage intitulé *The Architecture of Innovation* et publié en 2012, le professeur Lerner examine de manière systématique comment l’innovation, par les individus, les entreprises ou les pays, peut être stimulée. Sa perspective est que l’innovation peut être comprise et gérée. Toutefois, le défi est de développer et de maintenir les incitatifs appropriés. Deux modèles sont élaborés: le modèle traditionnel de la R&D effectuée en entreprise (typiquement grande) et le modèle de capital de risque orienté vers l’innovation. Le livre met de l’avant un troisième modèle, hybride, reprenant des éléments des deux modèles de base. Désigné sous le vocable de « Corporate venturing », ce modèle tente d’intégrer les ressources, rigueur et capacités (financières, humaines, stratégiques) des entreprises et le dynamisme, la souplesse et la recherche d’opportunités des entreprises appuyées par des fonds de capital de risque. Différentes études de cas sont par la suite analysées, le but étant de trouver le juste milieu entre les deux modèles traditionnels. Le défi pour le Québec serait alors de trouver des entreprises de taille moyenne avec l’énergie et les ressources de se développer dans de nouvelles directions.

Section 2 Survol du marché des PAPE à l'échelle mondiale

Dans le but de mieux saisir comment le marché canadien des PAPE a évolué dans le temps, nous débutons notre analyse avec un survol de la situation à l'échelle mondiale et nord-américaine. Nous nous appuyons essentiellement sur des synthèses et rapports produits par PwC et E&Y ainsi que sur la base de données compilée par le professeur Jay Ritter de University of Florida.

2.1 Commentaires généraux

Globalement, on peut effectuer les constats suivants quant au marché des PAPE à l'échelle mondiale :

- *Les PAPE, reflets de l'économie et du marché boursier* : Les PAPE (nombre et ampleur) évoluent selon les cycles économiques et boursiers, toute fluctuation à la hausse ou à la baisse étant amplifiée. Ainsi, le dégonflement de la bulle technologique à partir de l'été 2000 et le ralentissement économique amorcé en 2001 ont entraîné presque le tarissement du marché des PAPE aux États-Unis en 2001-2002. La crise financière de 2007-2009 a également eu un effet similaire. Par contre, la croissance économique et un marché boursier haussier entraînent une effervescence du marché des PAPE. On peut donc avancer que le nombre et l'ampleur des PAPE reflètent la vigueur sous-jacente de l'économie où les entreprises oeuvrent ainsi que les conditions de marché boursier où les capitaux seront levés. L'émergence en puissance de la Chine sur le marché des PAPE étant également une autre illustration de cette tendance.
- *Une question de taille* : La taille moyenne des PAPE a tendance à augmenter, tant aux États-Unis que dans le reste du monde. Le montant de capital médian levé par les entreprises américaines tournant autour de 100 millions \$ US (la moyenne est beaucoup plus élevée, car influencée par certaines transactions exceptionnelles telles que l'émission de Facebook – 16 milliards \$ US). Cette taille médiane implique une capitalisation boursière de plusieurs centaines de millions \$ US.

- *Un investissement risqué* : Même dans un marché mature et fortement réglementé tel que les États-Unis, les titres issus de PAPE demeurent des investissements risqués, le rendement à court étant intéressant, mais celui à long terme étant souvent médiocre.
- *L'appui d'acteurs financiers, un signal déterminant* : Compte tenu du risque inhérent aux PAPE, le fait que celui-ci soit appuyé par un acteur financier devient un signal important aux yeux des investisseurs. De fait, tel que mentionné par PwC dans leur revue de l'année : *"Investors often have increased confidence around financial sponsor-backed IPOs due to their best practices and experience in taking companies public."* (PwC, 2013, p. 8).
- *Orientation vers les opportunités de croissance* : les entreprises des secteurs de la technologie, des services financiers, de l'énergie, des biens de consommation semblent avoir la faveur des investisseurs, car elles dominent systématiquement les PAPE dans le marché américain, la primauté d'un secteur particulier étant influencée par des facteurs conjoncturels à court terme.

2.2 Analyse détaillée

Le marché des PAPE à l'échelle mondiale comporte plusieurs caractéristiques distinctives. Une première caractéristique est sa cyclicalité. Le tableau 1 donne les données agrégées des PAPE réalisés à travers le monde et aux États-Unis entre 2003 et 2012. On peut voir facilement que d'une base relativement faible en 2003, le nombre et la valeur des PAPE se sont accrus de manière récurrente jusqu'à atteindre un sommet en 2007. La crise de 2008-2009 entraîne une chute considérable des PAPE dans le monde, tant en nombre qu'en montant de capital émis. De fait, à l'échelle mondiale, le nombre de PAPE en 2009 est environ le quart de celui atteint en 2007 et le capital levé un peu plus du tiers. Aux États-Unis, le creux est atteint en 2008 avec un nombre de PAPE de 37 (vs. 219 en 2007) et des capitaux levés de 37 milliards \$ US (vs. \$219 milliards en 2007). Un rebond est effectué en 2010-2011, mais 2012 marque une chute importante de l'activité de PAPE à l'échelle mondiale. Toutefois, aux États-Unis, l'activité de PAPE se maintient en 2012 aux niveaux atteints en 2010-2011.

Une seconde caractéristique est l'augmentation de la taille du PAPE moyen, lequel a facilement doublé entre 2003 et 2012. Évidemment, ces chiffres sont gonflés par quelques PAPE d'envergure (p.ex., Facebook en 2012). Toutefois, même en faisant abstraction des émissions de telle envergure, on peut inférer que la capitalisation boursière moyenne des entreprises effectuant un PAPE, à l'échelle mondiale ou aux États-Unis, est de l'ordre de centaines de millions \$ US.

Tableau 1
Évolution des PAPE à l'échelle mondiale 2003-2012

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Marchés globaux</i>										
Nombre	812	1520	1552	1796	2014	769	577	1393	1225	768
Capitaux recueillis (milliards \$ US)	58	131	180	267	295	96	113	285	170	119
PAPE moyen (millions \$ US)	71	86	116	149	146	125	196	205	139	155

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Marché américain</i>										
Nombre	67	227	228	210	219	37	67	163	124	146
Capitaux recueillis (milliards \$ US)	10	48	41	46	52	27	27	44	40	43
PAPE moyen (millions \$ US)	149	211	180	219	237	730	403	270	323	295

Sources : Ernst & Young (2012); PWC (2013); Ritter (2013)
<http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>

Une troisième caractéristique des PAPE à l'échelle mondiale est l'émergence de la Chine. Le nombre d'entreprises effectuant un PAPE ainsi que l'ampleur des capitaux levés sont maintenant plus élevés en Chine qu'aux États-Unis depuis quelques années (Ernst & Young, 2012). Le Canada se classe en général dans les 10 premiers pays, tant par le nombre de PAPE que par l'ampleur des capitaux levés. Toutefois, toutes proportions gardées, le nombre de PAPE est plus élevé au Canada qu'aux États-Unis.

Une quatrième caractéristique des PAPE est que les capitaux levés le sont par des entreprises d'un nombre restreint de secteurs industriels. Le tableau 2 présente les 5 principaux secteurs en termes de capitaux levés par voie de PAPE aux États-Unis entre 2009 et 2012. Les secteurs industriel, de la technologie, de la finance et de l'énergie sont de manière récurrente en tête de liste, le classement relatif changeant chaque année selon la conjoncture économique.

Tableau 2
5 secteurs levant le plus de capital par voie de PAPE aux États-Unis (milliards \$ US)

2009	2010	2011	2012	2009-2012
Finance (10,5)	Industriel* (22,0)	Energie (9,3)	Technologie (20)	Technologie (36,2)
Technologie (3,2)	Technologie (4,9)	Technologie (8,1)	Finance (8,6)	Industriel* (36)
Immobilier (2,9)	Finance (4,1)	Industriel* (6,5)	Industriel* (7)	Finance (28,4)
Santé (2,2)	Energie (3,5)	Santé (5,9)	Energie (5,8)	Énergie (20)
Energie (1,4)	Immobilier (2,0)	Commerce (3,8)	Santé (0,8)	Santé (10,2)

Sources: Ernst & Young, 2012; PwC, 2013.

*Les secteurs industriel (manufacturier) et biens de consommation sont combinés aux fins du tableau.

Quatrièmement, un attribut désormais incontournable du marché des PAPE américain est le rôle joué par les acteurs financiers tels que les sociétés de capital de risque (*venture capital*) ou les sociétés de capital d'investissement (*private equity*). En effet, plus des deux tiers des capitaux levés par voie de PAPE aux États-Unis en 2012 (73 %) et en 2011

(77 %) le furent par des entreprises soutenues et appuyées par des acteurs financiers (PwC, 2013).

Finalement, dans une perspective de marché et de gestion de portefeuille, les PAPE sont-ils rentables pour les investisseurs? Focalisant sur le marché américain, la réponse à cette question comporte deux volets. D'une part, de manière systématique depuis que des données fiables existent, les investisseurs pouvant acheter les titres au prix d'émission et les revendre dans la journée même réalisent en moyenne un rendement supérieur à 10 %. De fait, depuis 1980, jamais le rendement moyen des titres émis par voie de PAPE aux États-Unis n'a été inférieur à zéro au cours d'une année. D'autre part, il ressort qu'en moyenne, l'achat et la détention à terme de titres émis en vertu d'un PAPE est généralement non-rentable : en assumant la constitution de portefeuilles distincts pour les PAPE effectués au cours des 32 dernières années (1980-2011), il ressort que pour 23 de ces 32 années, l'achat d'un tel portefeuille aurait généré un rendement cumulatif négatif dans les 3 années suivant le PAPE, après ajustement pour le risque systématique encouru (Ritter, 2012).

Section 3 Analyse quantitative du marché canadien des PAPE

Compte tenu des différences fondamentales entre les émissions effectuées à la bourse de Toronto (TSX) et à la bourse de valeurs de croissance (TSXV), et en termes de secteurs et en termes de capitaux levés, nous analysons les deux marchés de manière distincte au cours de la période 2003-2012. L'agrégation des résultats en provenance de ces deux marchés occulterait le rôle du TSXV en tant qu'incubateur de nouvelles entreprises. Nous commençons avec un aperçu général de deux marchés et poursuivons avec des analyses plus détaillées. Dans une dernière sous-section, nous présentons une synthèse des résultats qui nous semblent pertinents pour le Québec.

3.1 Sommaire

Globalement, on peut effectuer les constats suivants quant au marché canadien des PAPE.

TSX

- Comparativement au marché américain, le marché canadien est plus volatile et a connu une chute considérable depuis la crise financière 2007-2009. Le nombre de PAPE (exclusion faite des émissions par des sociétés de produits financiers structurés) a atteint un sommet en 2005 (70 émissions). Depuis, le nombre d'émissions varie entre 10 et 20 par année.
- Si le marché canadien ne semble avoir retrouvé la vigueur de la période 2003-2005, il en est d'autant plus vrai pour le marché québécois. En effet, il n'y a eu que 2 émissions par des entreprises québécoises au cours de la période 2009-2012 (possiblement 3 si on tient compte d'une émission par une entité affiliée au groupe Kruger).
- Jusqu'à la crise financière, le marché canadien était dominé par les émissions d'entreprises du secteur de l'énergie. Cette situation contraste fortement avec celle connue aux États-Unis, un marché dominé par les entreprises des secteurs de la technologie et de transformation. De fait, avec la disparition relative des émissions de sociétés de l'énergie, le marché des PAPE est essentiellement dominé par des entreprises ontariennes. Outre le secteur de l'énergie, il n'y a pas

eu d'émissions par des entreprises du Québec, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique en 2012.

- Les financements obtenus par voie de PAPE par des entreprises des différentes régions du pays reflètent essentiellement les nombres d'émissions : depuis la crise, il s'agit d'un plus petit marché où les entreprises ontariennes hors du secteur de l'énergie lèvent la majeure partie des capitaux.
- Les rendements obtenus par les investisseurs ayant participé à un PAPE sont en moyenne nuls, peu importe la période de mesure considérée (jour de l'émission, 1 mois, 3 mois, 6 mois, 1 an, 2 ans), à peu près la moitié des rendements étant négatifs et l'autre moitié positifs.

TSVX

- La différence particulière entre ce marché et celui du TSX est l'impact moins prononcé que semble avoir eu la crise financière. Ainsi, le nombre d'émissions sur le TSXV en 2011 fut quasi-identique à celui affiché en 2006.
- Le Québec constitue une exception à ce constat. La part relative occupée par des émissions d'entreprises ontariennes est restée relativement constante durant toute la période considérée. Par contre, tel n'est pas le cas du Québec, qui a vu sa part diminuée alors que le nombre relatif d'émissions par des entreprises de Colombie-Britannique augmentait.
- Les financements obtenus suivent essentiellement la même tendance que le nombre d'émissions. Ainsi, alors que les entreprises québécoises lèvent près de 80 % de moins de capitaux, celles de Colombie-Britannique ont accru leur financement d'environ 50 %.

3.2 Évolution du marché de la bourse de Toronto par secteur (TSX)

Le tableau 3 présente l'évolution du nombre de PAPE effectué à la bourse de Toronto au cours de la période 2003-2012 alors que le tableau 4 montre l'ampleur des capitaux levés par secteur pour chacune de ces années. Quoique nous présentons les chiffres relatifs aux PAPE de produits financiers structurés (p.ex., fonds d'investissement fermé), notre analyse se concentrera sur les émissions effectuées par les entreprises d'autres secteurs. En effet, les analyses sur le marché des PAPE ne tiennent pas compte généralement des émissions de produits financiers structurés, car ces derniers sont essentiellement des véhicules de placement financier. Il faut cependant noter l'ampleur de ce marché qui s'est développé au cours des dernières années.

Un certain nombre de constats ressortent clairement des chiffres présentés. Premièrement, de manière similaire aux marchés globaux et américains, le marché canadien affiche un caractère cyclique très prononcé. En effet, après un sommet atteint en 2005 (70 émissions), le nombre de PAPE chute jusqu'à 5 émissions en 2009, en pleine crise financière (voir Tableau 3). Depuis 2009, le nombre d'émissions a repris de la vigueur, mais se maintient à un niveau annuel de beaucoup inférieur à la période pré-crise financière. Le même phénomène se produit également pour l'ampleur du financement obtenu (voir Tableau 4). En 2005, 6,5 milliards \$ sont levés par voie de PAPE, marquant ainsi un sommet durant la période 2003-2012. Toutefois, en 2008, les capitaux levés par voie de PAPE atteignent un creux de 0,5 milliard \$, soit une baisse de plus de 90 % depuis 2005. Le financement par voie de PAPE a repris post-2008, mais se maintient à un niveau de beaucoup inférieur à celui atteint durant la période pré-2008.

Deuxièmement, relativement aux États-Unis, on peut avancer que le nombre de PAPE au Canada est en général supérieur à son poids économique durant la période 2003-2012. Par contre, la situation s'est gravement détériorée depuis la crise financière. Avant 2008, les capitaux levés par voie de PAPE au Canada varient entre 6 % (3,028 milliards \$ vs. 52 milliards \$ US en 2007) et environ 15 % (6,458 milliards \$ vs. 41 milliards \$ US en 2005) du montant affiché aux États-Unis. Par contre, depuis 2008, le financement obtenu par voie de PAPE au Canada se maintient à un niveau critique, inférieur à son poids économique relatif aux États-Unis (qui est d'environ 9 % sur la base du produit national

brut). Les capitaux levés par voie de PAPE au Canada oscillent entre 2 % (en 2008, 547 millions \$ vs. 27 milliards \$ US) et 6 % (en 2009, 1,816 milliards \$ vs. 27 milliards \$ US) du montant affiché aux États-Unis, à l'exception d'un sommet de 10,5 % en 2010 (4,771 milliards \$ vs. 44 milliards \$ US).

Troisièmement, en termes de concentration sectorielle, deux tendances lourdes sont visibles. D'une part, en termes de nombre de PAPE, le tableau 3 révèle clairement que deux secteurs, énergie (essentiellement les sociétés pétrolières et gazières) et ressources naturelles (essentiellement les sociétés minières ou de développement minier), apparaissent fréquemment parmi les secteurs les plus actifs, comptant pour près de 39 % des émissions réalisées depuis 2003 (exclusion faite des PAPE de produits financiers structurés). En termes de financement obtenu (tableau 4), les entreprises d'énergie et de ressources naturelles dominent également, les entreprises de ces deux secteurs ayant recueilli plus de 30 % des capitaux levés depuis 2003. D'autre part, pour les secteurs autres que l'énergie et les ressources naturelles, on peut constater une certaine cyclicalité dans l'activité PAPE en termes de nombre d'émissions et de capitaux levés. Toutefois, les entreprises de services financiers, de services publics, de commerce de détail, de services et de transformation primaire ainsi que les fiducies immobilières apparaissent de manière récurrente dans les listes annuelles de PAPE.

À cet égard, il est intéressant de noter quelques différences fondamentales entre les marchés américain et canadien de PAPE. Ainsi, le marché canadien des PAPE est dominé par les entreprises d'énergie et de ressources naturelles, auxquelles s'adjoignent les entreprises de transformation primaire, alors que le marché américain est clairement orienté vers les entreprises de technologie et industrielles (transformation secondaire). En outre, aux États-Unis, les entreprises du secteur des soins de la santé apparaissent fréquemment parmi les émetteurs PAPE les plus actifs, alors que c'est un secteur très peu actif au Canada. Finalement, même si l'activité PAPE est cyclique dans les deux pays, la volatilité y est beaucoup plus grande au Canada. En effet, en termes de nombre d'émissions, le creux aux États-Unis (37 PAPE en 2008) représente une baisse de près de 85 % par rapport au sommet atteint en 2005 (228 PAPE). En comparaison, le creux au Canada (5 émissions en 2009) représente une chute de 93 % par rapport au sommet de

2005 (70 émissions en 2005). Le contraste est encore plus saisissant si on compare les capitaux levés. Aux États-Unis, d'un sommet de 52 milliards \$ US de capitaux levés en 2007, on passe à 27 milliards \$ US en 2008, une chute de 48 %. Au Canada, d'un sommet de 6,458 milliards \$ de capitaux levés en 2005, on voit le niveau de PAPE passer à 547 millions \$ en 2008, une baisse dramatique de 92 %. L'importance des PAPE d'entreprises liées au secteur des ressources naturelles et de l'énergie peut expliquer cette cyclicalité accrue.

Tableau 3
Nombre de PAPE à la bourse de Toronto par secteur (2003-2012)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Agriculture, foresterie	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Commerce	3	8	7	5	1	0	1	0	0	1
Construction	0	1	0	2	1	1	0	0	0	0
Édition et impression	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0
Énergie	3	4	13	12	2	1	1	8	3	1
Fiducies immobilières	3	3	1	2	0	0	0	3	1	5
Génie civil	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0
Hôtellerie	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
Immobilier	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Loisirs	2	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Produits financiers structurés	38	57	56	37	40	10	27	30	40	29
Ressources naturelles	0	10	8	11	15	4	0	11	5	3
Santé	0	1	1	1	1	0	0	1	0	0
Services	3	4	8	4	2	1	0	0	2	0
Services financiers	4	6	4	4	0	1	1	1	0	0
Services publics	2	3	3	0	3	1	2	1	1	1
Télécom	1	1	2	0	3	0	0	0	0	0
Transformation-primaire	4	3	7	1	1	0	0	0	2	1
Transformation-secondaire	0	8	10	1	6	1	0	0	1	0
Transport	0	1	4	2	0	0	0	0	0	0
Tous secteurs confondus	66	113	126	85	75	20	32	56	55	41
Tous secteurs sauf produits financiers structurés	28	56	70	48	35	10	5	26	15	12
Tous secteurs sauf produits financiers structurés et énergie	25	52	57	36	33	9	4	18	12	11
Proportion - Produits financiers structurés	57.6 %	50.4 %	44.4 %	43.5 %	53.3 %	50.0 %	84.4 %	53.6 %	72.7 %	70.7 %

Sources : FP Markets, Bourse de Toronto.

Tableau 4

Financement obtenu par voie de PAPE à la bourse de Toronto (milliards \$) (2003-2012)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Agriculture, foresterie	0.066	0.000	0.000	0.085	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Commerce	0.411	0.791	0.570	0.359	0.065	0.000	0.300	0.000	0.000	0.365
Construction	0.000	0.046	0.000	0.145	0.131	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000
Édition et impression	1.110	0.333	0.606	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Énergie	0.342	0.539	0.873	0.982	0.132	0.031	0.066	2.589	0.572	0.212
Fiducies immobilières	0.438	0.408	0.050	0.240	0.000	0.000	0.000	0.582	0.410	0.538
Génie civil	0.000	0.048	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Hôtellerie	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000
Immobilier	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Loisirs	0.331	0.000	0.000	0.020	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Produits financiers structurés	4.727	6.534	7.281	2.741	2.948	0.713	2.752	3.435	3.639	1.820
Ressources naturelles	0.000	0.667	0.263	0.517	1.540	0.097	0.000	0.985	0.137	0.326
Santé	0.000	0.222	0.007	0.040	0.148	0.000	0.000	0.190	0.000	0.000
Services	0.410	0.172	0.936	0.385	0.060	0.027	0.000	0.000	0.069	0.000
Services financiers	0.445	1.220	0.421	0.980	0.000	0.200	0.850	0.063	0.000	0.000
Services publics	0.321	0.681	0.441	0.000	0.353	0.050	0.600	0.061	0.500	0.100
Télécom	0.060	0.045	0.095	0.000	0.120	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Transformation-primaire	0.542	0.203	1.077	0.175	0.040	0.000	0.000	0.000	0.165	0.140
Transformation-secondaire	0.000	0.482	0.780	0.067	0.438	0.042	0.000	0.000	0.075	0.000
Transport	0.000	0.116	0.340	0.353	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
Tous secteurs confondus	9.202	12.506	13.739	7.191	5.976	1.259	4.568	8.205	5.568	3.501
Tous secteurs sauf produits financiers structurés	4.475	5.972	6.458	4.449	3.028	0.547	1.816	4.771	1.928	1.681
Tous secteurs sauf produits financiers structurés et énergie	4.133	5.433	5.585	3.467	2.895	0.516	1.750	2.182	1.356	1.468
Proportion - Produits financiers structurés	51.4 %	52.2 %	53.0 %	38.1 %	49.3 %	56.6 %	60.2 %	41.9 %	65.4 %	52.0 %

Sources : FP Markets, Bourse de Toronto.

La section A du tableau 5 présente les données relatives au montant moyen de capital recueilli au moyen d'un PAPE à la bourse de Toronto de 2003 à 2012 selon le secteur industriel. On remarque que la taille moyenne des émissions varie de manière considérable entre les secteurs, mais aussi d'une année à l'autre. Exception faite de 2008 (PAPE moyen de 55 millions \$) et de 2009 (PAPE moyen de 363 millions \$), on peut

remarquer que le PAPE moyen se situe systématiquement autour de 100 millions \$ ou légèrement au-dessus. Évidemment, les chiffres pour certains secteurs et pour l'ensemble de la population sont influencés par quelques émissions d'envergure. Par exemple, le PAPE de Pages Jaunes en 2003 fut de l'ordre de 935 millions \$ et influence donc fortement le PAPE moyen du secteur édition et impression de cette année ainsi que celui de l'échantillon au complet.

La section B du tableau 5 permet une meilleure appréciation de la gamme de PAPE effectuée. On peut y voir que le PAPE moyen à la bourse de Toronto oscille autour de 100 millions \$ (plus ou moins quelques dizaines de millions) depuis 2003, sans qu'une tendance puisse être dégagée. De la même manière, sauf en 2003 (148 millions \$) et 2009 (300 millions \$), le PAPE médian se situe généralement entre 60 et 75 millions \$ durant la période 2004-2012, la moyenne étant gonflée par certains PAPE d'envergure. Globalement, la taille d'un PAPE à la bourse de Toronto (tous secteurs confondus) peut varier, selon les années, entre 1,2 million \$ (émission minimum de 2005) jusqu'à 1,35 milliard \$ (émission maximale de 2010). L'intervalle inter-quartile indique toutefois que peu d'émissions semblent de petite taille, le plus faible intervalle (Q3) étant de 21 millions \$ en 2007.

Tableau 5, Section A
PAPE moyen à la bourse de Toronto par secteur (millions \$) (2003-2012)

Secteur	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Agriculture, foresterie	66	0	0	85	0	0	0	0	0	0
Commerce	137	99	81	72	65	0	300	0	0	365
Construction	0	46	0	72	131	100	0	0	0	0
Édition et impression	555	167	303	0	0	0	0	0	0	0
Énergie	114	135	67	82	66	31	66	324	191	212
Fiducies immobilières	146	136	50	120	0	0	0	194	205	108
Génie civil	0	48	0	100	0	0	0	0	0	0
Hôtellerie	0	0	0	0	0	0	0	300	0	0
Immobilier	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Loisirs	165	0	0	20	0	0	0	0	0	0
Produits financiers structurés	124	115	130	74	74	71	102	114	83	59
Ressources naturelles	0	67	33	47	103	24	0	70	27	109
Santé	0	222	7	40	148	0	0	190	0	0
Services	137	43	117	96	30	27	0	0	34	0
Services financiers	111	203	105	245	0	200	850	63	0	0
Services publics	161	227	147	0	118	50	300	61	500	100
Télécom	60	45	48	0	40	0	0	0	0	0
Transformation-primaire	136	68	154	175	40	0	0	0	83	140
Transformation-secondaire	0	60	78	67	73	42	0	0	75	0
Transport	0	116	85	177	0	0	0	0	0	0

Sources : FP Markets, Bourse de Toronto.

Tableau 5, Section B
Propriétés statistiques des financements par PAPE
Tous secteurs confondus à l'exception des produits financiers structurés

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Minimum</i>	7	4	1	3	4	6	66	2	17	10
<i>Maximum</i>	935	907	550	700	1094	200	850	1350	500	35
<i>Q3</i>	69	42	35	22	21	22	91	30	30	67
<i>Q1</i>	177	139	111	112	88	60	588	195	145	184
<i>Moyen</i>	160	107	92	93	87	55	363	165	121	140
<i>Médian</i>	148	63	63	62	43	36	300	61	70	124

Sources : FP Markets, Bourse de Toronto.

Compte tenu de l'ampleur des PAPE moyen et médian et l'intervalle inter-quartile, on peut présumer que les entreprises effectuant une telle transaction affichent une capitalisation boursière (post-PAPE) relativement importante. Une analyse focalisant sur les PAPE effectués en 2012 confirme ce diagnostic. En effet, en excluant les émissions de

finance structurée, la capitalisation boursière post-PAPE moyenne (médiane) des entreprises ayant effectué un PAPE au cours de l'année est de 442 millions \$ (147 millions \$). Toutefois, ces chiffres sont possiblement sous-évalués, car un des émetteurs, KP Tissue Inc., est de fait une société de portefeuille dont la seule activité est la détention d'une participation de 17 % dans Kruger Products Limited Partnership (KPLP), une société en commandite dont le seul autre détenteur est la famille Kruger. Le produit du PAPE fut entièrement investi dans KPLP. On peut considérer que l'émission par KP Tissue est en substance une émission par KPLP ou, alternativement, une manière indirecte pour KPLP d'obtenir du financement par voie de PAPE. En ajustant les statistiques pour refléter la capitalisation boursière sous-jacente simulée de KPLP, on constate que la capitalisation boursière post-PAPE moyenne (médiane) des entreprises ayant effectué un PAPE au cours de l'année est désormais de 486 millions \$ (172 millions \$).

3.3 Évolution du marché des PAPE par région

Le tableau 6 présente l'évolution du nombre de PAPE par région alors que le tableau 8 montre l'ampleur des capitaux levés par les entreprises d'une région donnée. La localisation des bureaux administratifs d'une entreprise (siège de la direction) constitue le point de repère pour établir la province d'origine d'une entreprise. Cette localisation est déterminée sur la base de l'indicatif régional du numéro de téléphone indiqué dans les documents accompagnant l'émission comme point de contact pour rejoindre la direction de l'entreprise. Nos analyses excluent les PAPE de produits financiers structurés, lesquels ont tous essentiellement été émis par des structures juridiques domiciliées en Ontario.

Les sections A et B du tableau 6 présentent le nombre et la proportion de PAPE par province tous secteurs confondus. Étant donné qu'outre l'Alberta, peu de PAPE d'entreprises du secteur énergie sont susceptibles d'être effectués dans le reste du Canada, les sections C et D ne tiennent pas compte des entreprises du secteur énergie.

Tableau 6, Section A

Nombre de PAPE par province (2003-2012)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ontario	16	24	27	20	15	3	1	10	5	10
Québec	3	6	8	3	4	2	1	1	0	0
Alberta	4	12	19	13	5	2	2	9	4	1
Colombie-Britannique	0	9	8	6	9	2	1	5	4	0
Autres provinces	1	2	2	4	2	0	0	0	1	1
Autres	4	3	6	2	0	1	0	1	1	0
Total	28	56	70	48	35	10	5	26	15	12

Source : FP Markets, Bourse de Toronto, documents d'entreprise (prospectus)

Tableau 6, Section B

Proportion de PAPE par province (2003-2012)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ontario	57 %	43 %	39 %	42 %	43 %	30 %	20 %	39 %	33 %	84 %
Québec	11 %	11 %	11 %	6 %	11 %	20 %	20 %	4 %	0 %	0 %
Alberta	14 %	21 %	27 %	27 %	14 %	20 %	40 %	34 %	27 %	8 %
Colombie-Britannique	0 %	16 %	11 %	13 %	26 %	20 %	20 %	19 %	27 %	0 %
Autres provinces	4 %	4 %	3 %	8 %	6 %	0 %	0 %	0 %	7 %	8 %
Autres	14 %	5 %	9 %	4 %	0 %	10 %	0 %	4 %	6 %	0 %
	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Source : FP Markets, Bourse de Toronto, documents d'entreprise (prospectus)

Tableau 6, Section C

Nombre de PAPE par province, excluant le secteur énergie (2003-2012)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ontario	16	24	26	19	15	3	1	10	5	10
Québec	3	6	8	3	4	2	1	1	0	0
Alberta	1	8	7	4	3	1	1	1	1	0
Colombie-Britannique	0	9	8	6	9	2	1	5	4	0
Autres provinces	1	2	2	4	2	0	0	0	1	1
Autres	4	3	6	0	0	1	0	1	1	0
Total	25	52	57	36	33	9	4	18	12	11

Source : FP Markets, Bourse de Toronto, documents d'entreprise (prospectus)

Tableau 6, Section D

Proportion de PAPE par province, excluant le secteur énergie (2003-2012)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ontario	64 %	46 %	45 %	53 %	46 %	34 %	25 %	55 %	43 %	91 %
Québec	12 %	12 %	14 %	8 %	12 %	22 %	25 %	6 %	0 %	0 %
Alberta	4 %	15 %	12 %	11 %	9 %	11 %	25 %	6 %	8 %	0 %
Colombie-Britannique	0 %	17 %	14 %	17 %	27 %	22 %	25 %	27 %	33 %	0 %
Autres provinces	4 %	4 %	4 %	11 %	6 %	0 %	0 %	0 %	8 %	9 %
Autres	16 %	6 %	11 %	0 %	0 %	11 %	0 %	6 %	8 %	0 %
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Source : FP Markets, Bourse de Toronto, documents d'entreprise (prospectus)

Au chapitre du nombre total de PAPE, les entreprises ontariennes dominent largement, 2009 étant la seule année où l'Ontario perd sa place au podium au profit de l'Alberta (40 % vs. 20 %) (section B). Toutefois, il faut tenir compte qu'il n'y eut que 5 PAPE au cours de cette année! En ce qui a trait aux PAPE en provenance d'entreprises québécoises, leur nombre et proportion sont généralement inférieurs à ceux affichés par l'Alberta et par la Colombie britannique. De fait, 2003 est la seule année durant la période 2003-2012 au cours de laquelle le nombre de PAPE au Québec fut supérieur à celui de la Colombie-Britannique. Globalement, durant la période 2003-2012, 131 PAPE furent effectués par des entreprises ontariennes (43 % du nombre cumulatif de PAPE), 71 par des entreprises albertaines (23 %), 44 par des entreprises colombiennes (15 %) et 28 par des entreprises québécoises (9 %).

En termes de PAPE hors-énergie, encore une fois les entreprises ontariennes dominent largement, la seule exception étant 2009 (seulement 4 émissions au total au pays). La position des entreprises québécoises s'améliore quelque peu, le nombre d'émissions au Québec étant comparable à celui affiché en Alberta ex-énergie. Toutefois, le nombre de PAPE au Québec n'arrive au deuxième rang loin derrière l'Ontario qu'en 2003, 2005 (*ex aequo* avec la Colombie-Britannique) et 2008 (*ex aequo* avec la Colombie-Britannique). À l'exclusion des sociétés du secteur de l'énergie, les entreprises de Colombie-Britannique occupent désormais le deuxième rang au Canada quant au nombre et à la proportion de PAPE (nombre cumulatif de PAPE), plus particulièrement en 2004, 2006, 2007, 2010 et 2011.

Le tableau 7 présente l'évolution des capitaux levés par les entreprises selon leur province d'origine au cours de la période 2003-2012. Les sections A et B montrent clairement que bon an, mal an, les entreprises ontariennes obtiennent environ la moitié des capitaux levés par voie de PAPE au Canada durant la période 2003-2012. Les exceptions sont 2010 et 2011, deux années où les entreprises albertaines sont allées chercher plus de la moitié des capitaux levés au Canada (56 %). En général, les entreprises albertaines obtiennent le second rang quant à l'ampleur des capitaux levés par voie de PAPE, les exceptions étant 2003, 2007 et 2008. Les entreprises du Québec et de Colombie-Britannique alternent entre la 3^e et la 4^e place en termes de capitaux levés par voie de PAPE. Toutefois, les entreprises québécoises sont quasi-absentes de la scène des PAPE depuis 2009.

Les sections C et D reprennent les données de financement obtenu par voie de PAPE, mais en excluant les entreprises du secteur énergie. Les entreprises ontariennes accroissent leur part du marché des PAPE, laquelle est autour de 50 % systématiquement et même plus pour certaines années (80 % en 2012). Pour la période 2003-2009, les financements obtenus par les entreprises québécoises, albertaines et colombiennes peuvent globalement se comparer, les provinces échangeant leurs positions relatives d'une année à l'autre. Toutefois, depuis la crise financière 2008-2009, la diminution du nombre de PAPE rend la situation beaucoup plus volatile, les entreprises de chaque

province pouvant être absentes du marché des PAPE selon l'année (2011 et 2012 pour le Québec, 2012 pour l'Alberta et la Colombie).

Tableau 7, Section A

Capitaux levés par voie de PAPE par province (2003-2012) (milliards \$)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ontario	2.26	3.26	3.10	2.02	1.61	0.23	0.85	0.96	0.61	1.17
Québec	1.15	0.31	0.72	0.32	0.39	0.10	0.30	0.16	0.00	0.00
Alberta	0.52	1.22	1.54	0.83	0.44	0.08	0.57	2.65	1.07	0.21
Colombie britannique	0.00	0.96	0.36	0.33	0.51	0.11	0.10	0.98	0.16	0.00
Autres provinces	0.01	0.12	0.26	0.52	0.08	0.00	0.00	0.00	0.03	0.30
Autres	0.54	0.11	0.49	0.43	0.00	0.03	0.00	0.02	0.07	0.00
Total	4.48	5.97	6.46	4.45	3.03	0.55	1.82	4.77	1.93	1.68

Source : FP Markets, Bourse de Toronto, documents d'entreprise (prospectus)

Tableau 7, Section B

Proportion des capitaux levés par province (2003-2012)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ontario	51 %	55 %	48 %	45 %	53 %	42 %	47 %	20 %	31 %	69 %
Québec	26 %	5 %	11 %	7 %	13 %	19 %	17 %	3 %	0 %	0 %
Alberta	12 %	20 %	24 %	19 %	15 %	15 %	31 %	56 %	56 %	13 %
Colombie-Britannique	0 %	16 %	6 %	7 %	17 %	20 %	6 %	21 %	8 %	0 %
Autres provinces	0 %	2 %	4 %	12 %	3 %	0 %	0 %	0 %	1 %	18 %
Autres	12 %	2 %	8 %	10 %	0 %	5 %	0 %	0 %	3 %	0 %
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Source : FP Markets, Bourse de Toronto, documents d'entreprise (prospectus)

Tableau 7, Section C

Capitaux levés par voie de PAPE par province, à l'exclusion du secteur énergie (2003-2012) (milliards \$)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ontario	2.26	3.26	3.06	1.95	1.61	0.23	0.85	0.96	0.61	1.17
Québec	1.15	0.31	0.72	0.32	0.39	0.10	0.30	0.16	0.00	0.00
Alberta	0.18	0.68	0.70	0.34	0.31	0.05	0.50	0.06	0.50	0.00
Colombie-Britannique	0.00	0.96	0.36	0.33	0.51	0.11	0.10	0.98	0.16	0.00
Autres provinces	0.01	0.12	0.26	0.52	0.08	0.00	0.00	0.00	0.03	0.30
Autres	0.54	0.11	0.49	0.00	0.00	0.03	0.00	0.02	0.07	0.00
Total	4.13	5.43	5.58	3.47	2.90	0.52	1.75	2.18	1.36	1.47

Source : FP Markets, Bourse de Toronto, documents d'entreprise (prospectus)

Tableau 7, Section D

Proportion des capitaux levés par province, à l'exception du secteur énergie (2003-2012)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Ontario	55 %	60 %	55 %	56 %	56 %	44 %	49 %	44 %	45 %	80 %
Québec	28 %	6 %	13 %	9 %	13 %	20 %	17 %	7 %	0 %	0 %
Alberta	4 %	12 %	13 %	10 %	11 %	10 %	29 %	3 %	37 %	0 %
Colombie-Britannique	0 %	18 %	6 %	10 %	18 %	21 %	6 %	45 %	12 %	0 %
Autres provinces	0 %	2 %	5 %	15 %	3 %	0 %	0 %	0 %	2 %	20 %
Autres	13 %	2 %	9 %	0 %	0 %	5 %	0 %	1 %	5 %	0 %
Total	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Source : FP Markets, Bourse de Toronto, documents d'entreprise (prospectus)

Afin de compléter les analyses comparatives précédentes, le tableau 8 compare les propriétés statistiques des PAPE de sociétés québécoises à celles de sociétés du reste du Canada.¹ Globalement, il ressort que :

- Le Québec compte moins d'entreprises effectuant des PAPE de petite taille, le PAPE minimum au Québec étant systématiquement plus élevé que pour le reste du Canada;
- Par contre, les émissions « record » sont généralement effectuées par des entreprises d'autres provinces, le PAPE maximum étant systématiquement plus élevé dans le reste du Canada qu'au Québec, l'exception étant 2003 avec le Groupe Pages Jaunes.
- Une comparaison des PAPE moyens et médians entre le Québec et le reste du Canada ne permet pas de tirer de conclusions définitives, les chiffres étant généralement du même ordre de grandeur et fluctuant grandement d'une année à l'autre. Toutefois, on peut conclure globalement que la majeure partie des émissions sont pour des montants conséquents, l'intervalle inter-quartile (entre la limite inférieure du premier quartile et la limite supérieure du troisième quartile) variant entre 22-60 millions \$ en 2008 (une année de disette) et 91-588 millions \$

¹ Aux fins de l'analyse, et du point de vue réglementaire, l'émission effectuée par KP Tissue Inc. en 2012 (140 millions \$) est classée parmi les PAPE du reste du Canada, car l'entreprise est légalement domiciliée en Ontario. Toutefois, il ne s'agit que d'une société de portefeuille, dont le seul placement est une participation de 17 % dans Kruger Products Limited Partnership, une entreprise de produits forestiers dont la direction et l'actionnaire de contrôle sont domiciliés au Québec. Les capitaux levés par KP Tissue ont été entièrement investis dans Kruger Products Limited Partnership.

en 2009. L'autre implication de ces résultats est que les entreprises effectuant un PAPE à la bourse de Toronto sont de taille relativement importante.

Tableau 8

Propriétés statistiques des PAPE (exclusion faite des émissions de produits financiers structurés (millions \$))

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<i>Entreprises du reste du Canada</i>										
PAPE moyen	128	114	111	84	79	64	138	139	93	81
PAPE médian	110	78	75	56	45	38	71	89	54	60
Q1	176	145	111	109	78	75	675	200	145	184
Q3	64	44	35	22	21	16	83	26	30	67
PAPE minimum	7	4	1	3	4	6	24	2	4	4
PAPE maximum	400	907	700	700	1094	260	850	1350	600	365
<i>Entreprises canadiennes</i>										
PAPE moyen	160	107	92	93	87	55	363	165	121	140
PAPE médian	148	63	63	61	43	36	300	61	70	124
Q1	177	139	111	112	88	60	588	195	145	184
Q3	69	42	35	22	21	22	91	30	30	67
PAPE minimum	7	4	1	3	4	6	66	2	17	10
PAPE maximum	935	907	550	700	1094	200	850	1350	500	365

Source : FP Markets, Bourse de Toronto

Les données relatives aux PAPE par province permettent d'avancer quelques constats. Premièrement, les entreprises ontariennes dominent systématiquement le marché des PAPE au Canada, tant en nombre qu'en capitaux levés. Leur part de ce marché dépasse la population relative de la province (environ 40 % de la population canadienne) et excède largement sa contribution relative au produit intérieur brut national (37 %, selon les dernières données de Statistiques Canada pour 2011). De la même manière, la présence des entreprises albertaines sur le marché des PAPE tend à dépasser en moyenne la taille économique relative de cette province (16 % du produit intérieur brut national selon les dernières données de Statistiques Canada pour 2011). À l'inverse, alors que le Québec représente 20 % du produit intérieur brut national (chiffres de 2011), les entreprises québécoises n'ont levé des capitaux représentant 20 % ou plus du marché national des PAPE qu'en 2003, l'année où Pages Jaunes fit son émission. Autrement, la part des entreprises québécoises dans le marché national des PAPE a toujours été inférieure à son poids économique.

Deuxièmement, si la présence des entreprises québécoises sur le marché des PAPE est relativement faible au cours de la période 2003-2012, la tendance s'est accentuée ces dernières années, le nombre de PAPE et l'ampleur des capitaux levés au moyen de ceux-ci étant extrêmement faibles depuis 2008 : 4 émissions levant des capitaux de 516 millions \$ (vs. 64 émissions levant des capitaux de 9,64 milliards \$ pour les autres provinces réunies).

Troisièmement, même en enlevant les entreprises d'énergie des compilations statistiques, la position occupée par les entreprises albertaines sur le marché des PAPE demeure avantageuse par rapport à celle occupée par les entreprises québécoises.

Globalement, compte tenu des résultats de notre analyse, on peut donc avancer que les firmes québécoises sont sous représentées dans les PAPE à la bourse de Toronto.

3.4 Évolution des PAPE sur le marché des valeurs de croissance (TSXV)

Le marché canadien des PAPE comprend de fait deux marchés très distincts. D'une part, la bourse de Toronto (TSX) et, d'autre part, la bourse des valeurs de croissance (TSXV), laquelle a des critères d'inscription beaucoup plus souples que la bourse de Toronto et est essentiellement un marché de micro-capitalisations. Toutefois, chaque année, un certain nombre d'entreprises inscrites à TSXV transitent vers la bourse de Toronto. Par conséquent, on peut considérer que TSXV agit comme incubateur d'entreprise et que sa vigueur est une indication de la vigueur sous-jacente dans le lancement et le développement de nouvelles entreprises. Nous analysons l'évolution des PAPE selon la province d'origine des entreprises. Une analyse sectorielle n'est pas effectuée, car plusieurs des entreprises s'inscrivant à TSXV n'affichent pas de secteur identifiable.

Le tableau 9 (section A) présente l'évolution du nombre et de la proportion de PAPE par province au cours de la période 2003-2012. Globalement, les PAPE sur le marché TSXV suivent la même tendance cyclique que celle observée sur la bourse de Toronto, avec une croissance soutenue dans le nombre d'émissions de 2003 à 2007 (de 58 émissions à 238), suivie par une chute abrupte durant la crise financière (72 en 2009, une baisse de près de 70 % par rapport à 2007). Une reprise est amorcée en 2010 (140 émissions), mais ne gagne pas de vigueur dans les années subséquentes (157 émissions en 2011, 123 en 2012).

L'origine des entreprises par province est relativement variable, mais on peut dégager un certain nombre de tendances lourdes. Premièrement, entre 2003 et 2005, le nombre d'émissions par les entreprises des principales provinces (Ontario, Québec, Alberta, Colombie britannique) est relativement comparable. Toutefois, depuis 2006, les entreprises de Colombie britannique effectuent systématiquement le plus grand nombre de PAPE, dans des proportions variant entre 41 % et 59 % du total des émissions au pays. Deuxièmement, depuis 2005, les entreprises du Québec occupent systématiquement le quatrième rang en termes de proportion des PAPE sur le marché TSXV, leur proportion

déclinant de 11 % en 2005 jusqu'à 3 % en 2012. Ces constats ne sont pas modifiés en excluant les PAPE d'entreprises du secteur de l'énergie (voir section B).

Tableau 9, Section A

Nombre et proportion de PAPE par province tous secteurs confondus (2003-2012)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nombre de PAPE par province à la bourse de valeurs de croissance, tous secteurs confondus										
Ontario	11	28	37	29	47	40	16	22	37	25
Québec	15	26	14	19	17	10	2	8	4	4
Alberta	16	33	36	34	52	35	16	23	26	18
Colombie Britannique	13	19	32	65	117	107	37	82	89	73
Autres provinces	1	7	8	7	4	0	1	4	1	2
Autres	2	3	6	4	1	0	0	1	0	1
Total	58	116	133	158	238	192	72	140	157	123
Proportion des PAPE par province à la bourse de valeurs de croissance, tous secteurs confondus										
Ontario	19 %	24 %	28 %	18 %	20 %	21 %	22 %	16 %	24 %	20 %
Québec	26 %	22 %	11 %	12 %	7 %	5 %	3 %	6 %	3 %	3 %
Alberta	28 %	28 %	27 %	22 %	22 %	18 %	22 %	16 %	17 %	15 %
Colombie britannique	22 %	16 %	24 %	41 %	49 %	56 %	51 %	59 %	57 %	59 %
Autres provinces	2 %	6 %	6 %	4 %	2 %	0 %	1 %	3 %	1 %	2 %
Autres	3 %	3 %	5 %	3 %	0 %	0 %	0 %	1 %	0 %	1 %
	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Sources : FP Markets, Bourse de Toronto

Tableau 9, Section B

Nombre et proportion de PAPE par province, tous secteurs à l'exclusion de l'énergie (2003-2012)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Nombre de PAPE par province à la bourse de valeurs de croissance, tous secteurs à l'exclusion de l'énergie										
Ontario	11	28	35	28	45	40	16	22	37	25
Québec	14	26	13	19	17	10	2	8	4	4
Alberta	11	29	26	24	48	33	14	19	26	18
Colombie-Britannique	13	19	31	64	116	106	37	82	85	72
Autres provinces	1	7	8	7	4	0	1	4	1	2
Autres	2	3	6	4	1	0	0	1	0	1
Total	52	112	119	146	231	189	70	136	153	122
Proportion des PAPE par province à la bourse de valeurs de croissance, tous secteurs à l'exclusion de l'énergie										
Ontario	19 %	24 %	26 %	18 %	19 %	21 %	22 %	16 %	24 %	20 %
Québec	24 %	22 %	10 %	12 %	7 %	5 %	3 %	6 %	3 %	3 %
Alberta	19 %	25 %	20 %	15 %	20 %	17 %	19 %	14 %	17 %	15 %
Colombie-Britannique	22 %	16 %	23 %	41 %	49 %	55 %	51 %	59 %	54 %	59 %
Autres provinces	2 %	6 %	6 %	4 %	2 %	0 %	1 %	3 %	1 %	2 %
Autres	3 %	3 %	5 %	3 %	0 %	0 %	0 %	1 %	0 %	1 %
	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Sources : FP Markets, Bourse de Toronto

Le tableau 10 (section A) montre l'ampleur des capitaux levés par voie de PAPE à la bourse de valeurs de croissance alors que le tableau 10 (section B) fournit des informations relatives aux émissions individuelles. Globalement, certains constats dressés à partir des données sur le nombre de PAPE restent valides, à savoir l'évolution cyclique dans de l'activité PAPE, telle que reflétée par l'ampleur des capitaux levés, un sommet étant atteint en 2007 avec 487 millions \$ et un creux en 2009 avec seulement 88 millions \$, une baisse de près de 84 % en 2 ans. Par contre, les entreprises de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique se relaient pour le leadership selon l'année considérée. Le déclin relatif de la place occupée par les entreprises québécoises se manifeste également, leur part du financement obtenu se situant à 10 % ou moins de 10 % depuis 2006.

La section B du tableau 10 montre clairement que les PAPE sur le marché des valeurs de croissance sont de très petite taille, l'émission moyenne tournant entre 1 et 2 millions entre 2003 et 2012. La majorité des émissions sont inférieures à 1 million \$. Ces émissions proviennent le plus souvent d'entreprises de ressources naturelles ou de développement.

L'activité fébrile en exploration pétrolière fausse cependant les chiffres globaux, les entreprises de ce secteur représentant une part importante du marché des PAPE. En excluant les sociétés du secteur de l'énergie (tableau 10, section C), il ressort clairement que les entreprises d'Ontario et de Colombie britannique obtiennent plus de 80 % du financement depuis 2008 et au moins 60 % au cours des années précédentes, la seule exception étant 2004. La chute des financements par voie de PAPE accompagnant la crise financière ainsi que la remontée depuis ressortent également. Quant aux entreprises québécoises, leur position relative s'améliore avec l'exclusion des PAPE de sociétés d'énergie, mais le peu de vigueur du financement obtenu depuis 2007 reste apparent. En effet, alors que 51 millions \$ ont été levés par des entreprises québécoises en 2007 (12 % du financement au Canada), elles n'ont recueilli que 3 millions \$ en 2012 (2 % du total canadien). Par contre, on peut constater que les entreprises québécoises ont obtenu une part appréciable du financement par voie de PAPE sur le marché des valeurs de croissance entre 2003 et 2006, leur part atteignant même 28 % en 2004 (41 millions \$) et 21 % (47 millions \$) en 2006. Le peu de capitaux levés depuis 2007 n'en est que plus évident.

Selon les années, le financement par voie de PAPE à la bourse des valeurs de croissance représente entre 3 % et 16 % de celui obtenu à la bourse de Toronto, les capitaux levés étant particulièrement importants lorsque les marchés de l'énergie et des ressources naturelles sont effervescents et entraînent un niveau d'exploration important (p.ex., 2006, 2007 et 2012). Par conséquent, cette bourse semble représenter une avenue de financement intéressante pour les sociétés en émergence et n'ayant pas une feuille de route adéquate pour envisager une émission à la bourse de Toronto. Toutefois, le portrait global qui se dégage est que les entreprises québécoises ne semblent pas recourir à cette

source de financement depuis 2007, les entreprises ontariennes, albertaines et de Colombie-Britannique étant plus dynamiques à cet égard.

Tableau 10, Section A

Capitaux levés par voie de PAPE à la bourse de valeurs de croissance, par province, tous secteurs confondus (2003-2012) (en millions \$)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Capitaux levés par voie de PAPE par province à la bourse de valeurs de croissance, tous secteurs confondus										
Ontario	9	29	55	73	83	35	46	67	50	72
Québec	15	41	15	47	51	10	1	16	7	3
Alberta	55	60	118	139	137	54	22	143	19	8
Colombie Britannique	37	33	43	82	209	92	19	62	183	50
Autres provinces	1	16	11	8	7	0	0	2	0	10
Autres	2	4	7	2	0	0	0	3	0	2
Total	119	182	249	351	487	192	88	292	259	145
Proportion des capitaux levés par province à la bourse de valeurs de croissance, tous secteurs confondus										
Ontario	8 %	16 %	22 %	21 %	17 %	18 %	52 %	23 %	19 %	49 %
Québec	13 %	23 %	6 %	13 %	10 %	5 %	1 %	5 %	3 %	2 %
Alberta	46 %	33 %	48 %	40 %	28 %	28 %	25 %	49 %	7 %	6 %
Colombie britannique	31 %	18 %	17 %	23 %	43 %	48 %	22 %	21 %	71 %	34 %
Autres provinces	1 %	9 %	4 %	2 %	1 %	0 %	0 %	1 %	0 %	7 %
Autres	2 %	2 %	3 %	1 %	0 %	0 %	0 %	1 %	0 %	1 %
	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Sources : FP Markets, Bourse de Toronto

Tableau 10, Section B

Ampleur des PAPE individuels à la bourse de valeurs de croissance tous secteurs confondus (2003-2012) (en millions \$)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Financement moyen obtenu	2.0	1.6	1.9	2.2	2.0	1.0	1.2	2.1	1.6	1.1
Financement médian obtenu	0.9	1.0	0.8	0.7	0.4	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4
Financement maximal obtenu	15.0	11.3	25.0	27.5	85.0	35.0	37.4	65.4	70.0	50.0
Financement minimal obtenu	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
Q3	0.4	0.4	0.5	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Q1	1.5	1.6	1.5	1.6	1.0	0.8	0.8	1.0	0.8	0.7

Sources : FP Markets, Bourse de Toronto

Tableau 10, Section C

Capitaux levés par voie de PAPE à la bourse de valeurs de croissance, par province, tous secteurs à l'exception de l'énergie (2003-2012) (en millions \$)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Capitaux levés par voie de PAPE par province à la bourse de valeurs de croissance, tous secteurs à l'exclusion de l'énergie										
Ontario	9	29	50	61	51	35	46	67	50	72
Québec	13	41	12	47	51	10	1	16	7	3
Alberta	9	28	30	22	113	19	9	9	13	8
Colombie Britannique	37	33	41	79	201	90	19	62	91	49
Autres provinces	1	16	11	8	7	0	0	2	0	10
Autres	2	4	7	2	0	0	0	3	0	2
Total	71	151	151	219	423	154	75	158	161	144
Proportion des capitaux levés par province à la bourse de valeurs de croissance, tous secteurs à l'exclusion de l'énergie										
Ontario	13 %	19 %	33 %	28 %	12 %	23 %	61 %	42 %	31 %	50 %
Québec	19 %	28 %	8 %	21 %	12 %	7 %	1 %	10 %	5 %	2 %
Alberta	12 %	18 %	20 %	10 %	27 %	12 %	12 %	5 %	8 %	6 %
Colombie britannique	52 %	22 %	27 %	36 %	47 %	58 %	26 %	39 %	57 %	34 %
Autres provinces	1 %	11 %	7 %	4 %	2 %	0 %	1 %	1 %	0 %	7 %
Autres	3 %	2 %	4 %	1 %	0 %	0 %	0 %	2 %	0 %	1 %
	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %

Sources : FP Markets, Bourse de Toronto

Les constats qui se dégagent de l'analyse des PAPE à la bourse de valeurs de croissance sont globalement cohérents avec ceux tirés de l'analyse des PAPE à la bourse de Toronto, avec quelques différences. Premièrement, quoique les entreprises ontariennes soient actives dans le marché des PAPE de la bourse de valeurs de croissance, les entreprises d'Alberta et de Colombie britannique le sont également. Globalement, depuis 2003, les entreprises de ces 3 provinces lèvent essentiellement la quasi-totalité du capital (entre 85 % et 99 % selon les années) à la bourse des valeurs de croissance, la seule exception étant 2004 (67 %). Leur part de ce marché dépasse la population relative des 3 provinces (environ 61 % de la population canadienne selon les estimations de Statistiques Canada) et excède largement leur contribution relative au produit intérieur brut national (66 %, selon les dernières données de Statistiques Canada pour 2011). De manière générale, la présence des entreprises albertaines et de Colombie britannique sur le marché des PAPE

tend à dépasser en moyenne la taille économique relative de ces deux provinces (16,7 % et 12,3 % respectivement du produit intérieur brut national selon les dernières données de Statistiques Canada pour 2011), à l'exception de 2011 et de 2012 où les entreprises albertaines ont été beaucoup moins actives. À l'inverse, alors que le Québec représente 20 % du produit intérieur brut national (chiffres de 2011), les entreprises québécoises n'ont levé des capitaux représentant 20 % ou plus du marché national des PAPE à la bourse des valeurs de croissance qu'en 2004. Autrement, la part des entreprises québécoises dans le marché national des PAPE de valeurs de croissance a toujours été inférieure à son poids économique.

Deuxièmement, si la présence des entreprises québécoises sur le marché des PAPE de valeurs de croissance est relativement faible au cours de la période 2003-2012, la tendance s'est accentuée ces dernières années, le nombre de PAPE et l'ampleur des capitaux levés au moyen de ceux-ci étant extrêmement faibles depuis 2007 : 28 émissions levant des capitaux de 37 millions \$ (vs. 656 émissions levant des capitaux de 939 millions \$ pour les autres provinces réunies).

Troisièmement, en enlevant les entreprises d'énergie des compilations statistiques, les conclusions générales relatives aux entreprises québécoises changent peu, la position dominante étant occupée par les entreprises ontariennes et de Colombie britannique : depuis 2007, les entreprises de ces deux provinces ont obtenu entre 80 % et 90 % des capitaux levés par voie de PAPE alors qu'elles ont représenté entre 60 % et 65 % du marché en 2003-2007 (l'exception étant encore une fois 2004).

Globalement, on peut donc conclure que, de manière similaire au constat effectué relativement à la bourse de Toronto, les entreprises québécoises sont sous représentées dans les PAPE à la bourse des valeurs de croissance.

3.5 Performance des entreprises effectuant un PAPE à la Bourse de Toronto²

Les analyses antérieures nous renseignent sur la vitalité du marché canadien des PAPE, tant en termes de nombre d'émissions qu'en termes de capitaux levés. Cependant, on peut présumer que le marché des PAPE sera d'autant plus actif que l'investissement dans ce type de placement est intéressant. À cet égard, le tableau 11 montre l'évolution de la performance boursière des titres émis en PAPE de 2003 à 2013 pour différents horizons d'investissement : 1 jour, 1 mois, 3 mois, 1 an, 2 ans. La section A présente la performance des titres d'entreprises canadiennes hors-Québec alors que la section B présente la performance des titres d'entreprises québécoises. Compte tenu de la relative faible taille des échantillons et de la présence d'observations extrêmes, nous présentons également le rendement médian, le rendement maximal atteint ainsi que le pire rendement obtenu (minimum), ainsi que l'écart inter-quartile (IQR). La section A présente l'évolution des indicateurs de performance post-PAPE pour les entreprises hors-Québec, la section B pour les entreprises du Québec alors que la section C présente de manière globale les performances post-PAPE pour toute la période 2003-2012, pour les entreprises québécoises et du reste du Canada.

Les sections A et B du tableau 11 montrent clairement les risques que comportent l'investissement dans des PAPE, les performances post-PAPE montrant des minimums et maximum extrêmes ainsi que des performances moyennes et médianes très volatiles d'une année à l'autre. Du côté des émissions PAPE dans le reste du Canada (section A), les performances boursières le jour de l'émission fluctuent généralement autour de 0 %, les intervalles inter-quartile, c'est-à-dire la borne inférieure du 1^{er} quartile et la borne inférieure du 3^e quartile, donc l'intervalle au sein duquel se retrouve 50 % de la population ciblée) étant habituellement légèrement positifs (borne supérieure) et négatifs (borne inférieure). En ce qui a trait aux performances à plus long terme, les intervalles inter-quartiles deviennent beaucoup plus extrêmes et on peut conclure qu'une proportion importante des PAPE affiche des rendements négatifs, sauf dans des marchés haussiers

² La plupart des études analysent la performance post-PAPE selon un horizon temporel dépassant rarement trois ans. En effet, plus la période d'évaluation est longue, plus la relation entre l'événement initial (PAPE) et la performance devient ténue et plus difficile à cerner.

tels que 2003 et 2004. La situation vécue par les investisseurs dans des émissions PAPE d'entreprises québécoises ne semble pas très différente.

Tableau 11, Section A
Performance boursière des titres émis par voie de PAPE (%)
Entreprises du reste du Canada, hors-Québec

Période de mesure de la performance post-PAPE								
	Firmes		1 jour	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	2 ans
2003	63	[Minimum , Maximum]	[-4.8 , 26.5]	[-17.4 , 59.1]	[-26.1 , 93.2]	[-55.7 , 69.2]	[-84.8 , 85.0]	[-49.8 , 335]
		[Q3 , Q1]	[-1.6 , 0.1]	[-0.4 , 6.4]	[0.7 , 12.7]	[0.3 , 20.6]	[6.5 , 32.3]	[9.3 , 67.8]
		[Médiane , Moyenne]	[-0.6 , 0.8]	[1.0 , 4.4]	[5.1 , 9.0]	[5.9 , 9.1]	[16.8 , 19.5]	[38.7 , 49.6]
2004	107	[Minimum , Maximum]	[-10.2 , 33.3]	[-35.0 , 39.4]	[-49.2 , 49.2]	[-61.8 , 144]	[-64.5 , 123]	[-90.8 , 510]
		[Q3 , Q1]	[-2.0 , 1.7]	[-5.4 , 2.7]	[-11.9 , 6.5]	[-5.6 , 8.3]	[-2.7 , 28.9]	[-0.2 , 52.2]
		[Médiane , Moyenne]	[-0.2 , 1.2]	[0.5 , -0.5]	[0.8 , -0.7]	[0.2 , 4.1]	[7.8 , 15.4]	[23.6 , 40.5]
2005	117	[Minimum , Maximum]	[-94.4 , 40.0]	[-36.0 , 197]	[-50.5 , 623]	[-66.0 , 502]	[-91.8 , 1228]	[-96.3 , 786]
		[Q3 , Q1]	[-2.6 , 1.0]	[-5.1 , 3.9]	[-8.0 , 8.9]	[-7.2 , 18.7]	[-9.7 , 17.9]	[-20.3 , 24.7]
		[Médiane , Moyenne]	[-0.4 , -0.5]	[-0.7 , 1.9]	[-1.1 , 9.2]	[1.3 , 13.0]	[4.4 , 24.9]	[1.8 , 14.6]
2006	82	[Minimum , Maximum]	[-30.0 , 56.3]	[-36.4 , 84.0]	[-75.4 , 113]	[-72.0 , 147]	[-93.5 , 393]	[-96.8 , 200]
		[Q3 , Q1]	[-2.0 , 2.0]	[-3.5 , 9.7]	[-11.3 , 12.2]	[-9.9 , 25.0]	[-19.1 , 22.8]	[-62.6 , 17.4]
		[Médiane , Moyenne]	[-0.3 , 2.6]	[0.6 , 4.6]	[-3.0 , 1.1]	[-4.0 , 5.3]	[0.9 , 15.4]	[-21.5 , -11.5]
2007	71	[Minimum , Maximum]	[-34.6 , 21.4]	[-56.3 , 75.3]	[-59.4 , 91.9]	[-89.4 , 108]	[-99.2 , 374]	[-97.9 , 183]
		[Q3 , Q1]	[-2.4 , 0.5]	[-9.4 , 1.3]	[-18.2 , 3.0]	[-32.4 , 2.0]	[-72.5 , -19.2]	[-74.7 , -11.9]
		[Médiane , Moyenne]	[-0.7 , -0.2]	[-3.3 , -2.4]	[-8.1 , -5.6]	[-16.6 , -11.8]	[-46.7 , -35.4]	[-50.3 , -37.3]
2008	18	[Minimum , Maximum]	[-9.4 , 12.8]	[-66.7 , 36.3]	[-86.1 , 9.0]	[-77.0 , 56.9]	[-52.2 , 40.6]	[-58.2 , 208]
		[Q3 , Q1]	[-1.6 , 2.5]	[-14.6 , 3.5]	[-24.0 , -3.0]	[-56.4 , -3.0]	[-39.9 , 7.1]	[-24.1 , 28.2]
		[Médiane , Moyenne]	[0.5 , 1.0]	[0.0 , -5.2]	[-15.4 , -17.0]	[-42.7 , -29.0]	[-23.1 , -16.1]	[4.6 , 11.5]
2009	31	[Minimum , Maximum]	[-8.0 , 4.5]	[-10.9 , 32.0]	[-13.1 , 26.7]	[-17.8 , 41.5]	[-20.7 , 24.0]	[-46.7 , 152]
		[Q3 , Q1]	[-1.7 , 0.0]	[-3.9 , 2.5]	[-3.8 , 5.2]	[-3.7 , 9.6]	[4.0 , 18.0]	[5.7 , 37.4]
		[Médiane , Moyenne]	[-1.0 , -1.1]	[0.0 , 1.3]	[0.5 , 2.5]	[1.8 , 3.4]	[11.7 , 8.5]	[26.0 , 29.2]
2010	55	[Minimum , Maximum]	[-13.8 , 8.8]	[-32.0 , 34.7]	[-45.7 , 86.1]	[-44.3 , 147]	[-98.8 , 217]	[-79.2 , 183]
		[Q3 , Q1]	[-2.1 , 1.3]	[-5.2 , 3.0]	[-8.0 , 5.4]	[-11.7 , 10.5]	[-10.5 , 26.2]	[-20.6 , 23.7]
		[Médiane , Moyenne]	[-0.1 , -0.2]	[-0.1 , -1.0]	[0.5 , -0.1]	[0.7 , 1.2]	[1.1 , 6.7]	[6.6 , 9.5]
2011	55	[Minimum , Maximum]	[-39.3 , 10.7]	[-19.3 , 6.7]	[-42.9 , 15.7]	[-63.0 , 49.2]	[-67.9 , 130]	[-86.1 , 521]
		[Q3 , Q1]	[-2.0 , 0.0]	[-6.6 , 0.9]	[-17.4 , 0.1]	[-19.2 , -3.7]	[-18.5 , 0.2]	[-44.6 , 9.7]
		[Médiane , Moyenne]	[-0.6 , -1.3]	[-2.0 , -2.5]	[-6.0 , -9.0]	[-9.5 , -12.4]	[-6.1 , -9.9]	[-8.0 , -0.7]
2012	41	[Minimum , Maximum]	[-35.0 , 9.0]	[-50.0 , 13.2]	[-84.0 , 19.3]	[-55.0 , 20.4]	[-52.5 , 25.9]	n.d.
		[Q3 , Q1]	[-1.4 , 0.3]	[-3.9 , 1.1]	[-5.9 , 2.5]	[-5.2 , 4.9]	[-3.4 , 6.6]	n.d.
		[Médiane , Moyenne]	[-0.4 , -1.0]	[-0.1 , -2.2]	[0.5 , -3.3]	[-1.0 , -1.9]	[3.0 , 0.7]	n.d.

Source : Bloomberg

Tableau 11, Section B
Performance boursière des titres émis par voie de PAPE (%)
Entreprises du Québec

			Période de mesure de la performance post-PAPE					
Firmes			1 jour	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	2 ans
2003	3	[Minimum, Maximum]	[-7.3 ,10.0]	[0.2 , 23.3]	[6.3 , 47.4]	[-13.4 , 45.9]		
		[Q3 , Q1]	[-5.4 , 7.6]	[2.5 , 19.9]	[8.6 , 39.5]	[-4.1 , 40.4]		
		[Médiane , Moyenne]	[0.4 , 1.0]	[9.6 , 11.0]	[15.7 , 23.1]	[23.8 , 18.8]	[23.3 , 23.3]	[58.9 , 58.9]
2004	6	[Minimum, Maximum]	[-0.9 , 23.5]	[-22.9 , 45.6]	[-25.9 , 56.6]	[-37.7 , 66.3]	[-52.5 , 90.1]	[-64.4 , 46.8]
		[Q3 , Q1]	[-0.6 , 2.0]	[-2.4 , 9.3]	[-23.6 , 40.0]	[-36.4 , 15.4]	[-50.9 , 9.2]	[-52.8 , 8.2]
		[Médiane , Moyenne]	[0.0 , 4.0]	[3.4 , 6.1]	[-1.3 , 7.4]	[-16.5 , -4.2]	[-18.7 , -6.9]	[-39.8 , -23.6]
2005	9	[Minimum, Maximum]	[-5.0 , 31.6]	[-9.2 , 36.8]	[-11.3 , 51.0]	[-18.3 , 48.9]	[-20.1 , 35.3]	[-72.4 , 91.3]
		[Q3 , Q1]	[-2.7 , 14.1]	[-4.2 , 20.2]	[-7.3 , 24.2]	[-8.4 , 15.4]	[-9.9 , 27.7]	[-5.0 , 37.0]
		[Médiane , Moyenne]	[-0.9 , 6.0]	[2.6 , 8.1]	[0.8 , 9.4]	[-3.8 , 4.6]	[1.2 , 6.6]	[20.8 , 15.6]
2006	3	[Minimum, Maximum]	[0.0 , 10.0]	[0.1 , 8.0]	[-7.2 , 26.6]	[-3.8 , 24.5]	[-6.6 , 77.3]	[-24.1,213.6]
		[Q3 , Q1]	[0.8 , 8.3]	[0.2 , 6.1]	[-5.2 , 20.2]	[-1.6 , 19.7]	[-4.7 , 58.3]	[-19.6 , 159]
		[Médiane , Moyenne]	[3.0 , 4.3]	[0.4 , 2.8]	[0.8 , 6.8]	[5.3 , 8.7]	[1.2 , 24.0]	[-6.0 , 61.2]
2007	4	[Minimum, Maximum]	[-0.7 , 86.7]	[-44.4 , 110.0]	[-47.6 , 210]	[-47.6 , 307.3]	[-98.0 , 44.0]	[-64.3 , 104]
		[Q3 , Q1]	[0.2 , 44.1]	[-26.9 , 61.4]	[-30.6 , 105]	[-41.8 , 139.6]	[-90.7 , -8.5]	[-60.9 , 65.4]
		[Médiane , Moyenne]	[1.4 , 22.2]	[1.6 , 17.2]	[-6.8 , 37.2]	[-32.1 , 48.9]	[-72.1 , -49.6]	[-50.5 , -3.6]
2008	2	[Minimum, Maximum]						
		[Q3 , Q1]						
		[Médiane , Moyenne]	[-1.5 , -1.5]	[-6.3 , -6.3]	[-65.3 , -65.3]	[-80.0 , -80.0]	[-27.5 , -27.5]	[14.5 , 14.5]
2009	1	[Minimum, Maximum]						
		[Q3 , Q1]						
		[Médiane , Moyenne]	[11.4 , 11.4]	[8.6 , 8.6]	[24.1 , 24.1]	[44.0 , 44.0]	[52.7 , 52.7]	[118 , 118]
2010	1	[Minimum, Maximum]						
		[Q3 , Q1]						
		[Médiane , Moyenne]	[-0.5 , -0.5]	[2.3 , 2.3]	[9.9 , 9.9]	[13.7 , 13.7]	[40.2 , 40.2]	[0.0 , 0.0]
2011	0	[Minimum, Maximum]	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
		[Q3 , Q1]						
		[Médiane , Moyenne]						
2012	0	[Minimum, Maximum]	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
		[Q3 , Q1]						
		[Médiane , Moyenne]						

Source : Bloomberg

Tableau 11, Section C
Performance boursière des titres émis par voie de PAPE (%)
Sommaire de la période 2003-2012

Période de mesure de la performance boursière post-PAPE							
		1 jour	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	2 ans
Canada	[Minimum , Maximum]	[-94.4 , 86.7]	[-66.7 , 197.1]	[-86.1 , 622.9]	[-89.4 , 501.7]	[-99.2 , 1228.0]	[-97.9 , 785.7]
	[Q3 , Q1]	[-2.0 , 0.7]	[-5.0 , 3.1]	[-10.1 , 6.0]	[-11.2 , 9.4]	[-14.5 , 18.0]	[-26.0 , 36.0]
	[Médiane , Moyenne]	[-0.5 , 0.5]	[0.0 , 0.7]	[-0.4 , 1.0]	[-1.2 , 1.7]	[2.3 , 6.3]	[5.5 , 14.1]
Québec	[Minimum , Maximum]	[-7.3 , 86.7]	[-44.4 , 110.0]	[-65.3 , 210.0]	[-80.0 , 307.3]	[-98.0 , 90.1]	[-72.4 , 213.6]
	[Q3 , Q1]	[-0.9 , 8.5]	[-2.1 , 10.4]	[-10.8 , 26.0]	[-25.6 , 22.5]	[-28.3 , 33.5]	[-45.0 , 44.7]
	[Médiane , Moyenne]	[0.0 , 6.9]	[2.3 , 8.0]	[4.3 , 12.1]	[0.0 , 9.9]	[-2.6 , -1.1]	[8.2 , 15.1]
Hors-Québec	[Minimum , Maximum]	[-94.4 , 56.3]	[-66.7 , 197.1]	[-86.1 , 622.9]	[-89.4 , 501.7]	[-99.2 , 1228.0]	[-97.9 , 785.7]
	[Q3 , Q1]	[-2.0 , 0.6]	[-5.0 , 3.0]	[-10.1 , 5.3]	[-11.0 , 9.2]	[-14.3 , 17.9]	[-25.1 , 34.8]
	[Médiane , Moyenne]	[-0.5 , 0.2]	[-0.1 , 0.3]	[-0.6 , 0.4]	[-1.2 , 1.3]	[2.4 , 6.7]	[5.5 , 14.1]

Source : Bloomberg

Tableau 11, Section D
Performance boursière des titres émis par voie de PAPE, après déduction de la performance de marché (%) [médiane, moyenne]

PAPE d'entreprises de l'ensemble du Canada			PAPE d'entreprises du reste du Canada		PAPE d'entreprises du Québec	
	1 an	2 ans	1 an	2 ans	1 an	2 ans
2003	[-8.3 , -5.8]	[1.4 , 11.5]	[-8.6 , -5.9]	[0.5 , 11.4]	[-2.1 , -2.1]	[20.7 , 20.7]
2004	[-2.8 , 3.9]	[-16.9 , -1.5]	[-2.4 , 5.2]	[-14.3 , 2.5]	[-29.0 , -17.2]	[-77.8 , -61.6]
2005	[-20.8 , -1.6]	[-37.7 , -26.6]	[-20.7 , -0.2]	[-39.6 , -26.7]	[-24.0 , -18.5]	[-20.5 , -25.8]
2006	[-11.8 , 2.8]	[-38.4 , -29.3]	[-12.0 , 2.4]	[-43.2 , -33.2]	[-11.8 , 11.0]	[-27.7 , 39.5]
2007	[-55.4 , -44.1]	[-21.9 , -6.9]	[-54.5 , -43.2]	[-21.7 , -8.8]	[-79.9 , -57.3]	[-22.0 , 24.9]
2008	[8.4 , 17.0]	[19.8 , 26.5]	[10.6 , 17.6]	[19.4 , 26.3]	[6.2 , 6.2]	[29.3 , 29.3]
2009	[-14.6 , -18.5]	[-17.5 , -11.9]	[-16.9 , -20.0]	[-19.1 , -15.9]	[24.2 , 24.2]	[72.7 , 72.7]
2010	[-11.7 , -5.7]	[3.7 , 6.6]	[-11.8 , -6.3]	[3.7 , 6.6]	[27.2 , 27.2]	[-2.9 , -2.9]
2011	[2.8 , -1.0]	[-7.5 , -0.2]	[2.8 , -1.0]	[-7.5 , -0.2]	[8.9 , 8.9]	[0.5 , 0.5]
2012	[-6.3 , -8.6]	[0.0 , 0.0]	[-6.3 , -8.6]	n.d.	[-9.2 , -9.2]	n.d.
2003-2012	[-25.0 , -18.5]	[-18.9 , -7.4]	[-24.7 , -17.9]	[-18.6 , -7.2]	[-27.9 , -30.3]	[-27.7 , -11.3]

Source : Bloomberg

Afin d'avoir une vue d'ensemble de la situation, nous nous concentrons maintenant sur la section C du tableau 11, lequel rassemble tous les PAPE effectués durant la période 2003-2012. En focalisant sur les PAPE à travers le Canada, on peut conclure que pour les horizons à court et à moyen termes, (1 jour, 1 mois, 3 mois, 6 mois), environ la moitié des émissions affichent une performance boursière négative, le rendement médian et l'intervalle inter-quartile se situant généralement autour de zéro. Des constats similaires peuvent être effectués tant pour les émissions d'entreprises du reste du Canada que pour celles d'entreprises du Québec. Dans ce dernier cas, il semble toutefois que les entreprises québécoises ont relativement surperformé (borne supérieure entre le 2^e quartile et le 1^{er} quartile) comparativement aux entreprises du reste du pays. Toutefois, le fait que l'échantillon québécois soit beaucoup plus petit que celui pour le reste du Canada doit tempérer cette appréciation. À tout le moins, rien n'indique que les PAPE par des entreprises québécoises affichent une performance boursière subséquente inférieure à celle d'entreprises du reste du Canada. En ce qui a trait à la performance boursière post-PAPE à plus long terme (1, 2 ans), elle est très comparable entre les deux groupes (Québec, reste du Canada), avec une médiane légèrement positive. En d'autres termes, les performances post-PAPE à long terme se partagent à peu près également entre rendements positifs et rendements négatifs, avec plusieurs rendements extrêmes. Somme toute, rien n'indique que les performances boursières post-PAPE des entreprises québécoises soient inférieures à celles d'entreprises des autres provinces. Par contre, du point de vue des investisseurs, on peut conclure que l'investissement dans un PAPE d'entreprise canadienne est une opération relativement risquée.

La section D du tableau 11 montre la performance boursière à long terme (1 an, 2 ans) des titres émis par voie de PAPE, mais après déduction de la performance de l'indice de la bourse de Toronto pour la période comparable. Il s'agit donc de rendements ajustés ou anormaux qui permettent de juger de la rentabilité relative d'une stratégie d'investissement dans des titres issus PAPE. À part pour les titres émis en 2008 (peu nombreux), il ressort clairement que l'achat et la détention à long terme (1 an ou 2 ans) de titres d'entreprises canadiennes émis par voie de PAPE ne constituent pas une stratégie rentable pour l'investisseur, les performances moyennes et médianes étant

négatives de manière quasi-systématique peu importe l'année d'émission. Il ressort également que la performance à long terme des titres d'entreprises québécoises est inférieure à celle affichée par les titres d'entreprises du reste du Canada. Cependant, l'ampleur de la variance dans les rendements rend spéculative toute conclusion statistique quant à cette différence.

Ces performances doivent être comparées avec celles affichées par les entreprises américaines ayant effectué un PAPE. Au cours de la période 2003-2012, la performance boursière moyenne des titres émis en vertu de PAPE le jour de l'émission a varié entre 6.4 % (2008) et 17.7 % (2012), les rendements moyens fluctuant autour de 10 %. Les titres des plus petites entreprises ont en général une meilleure performance le jour de l'émission que les plus grandes. Les performances à plus long terme (3 ans) sont en général positives sur une base de rendements bruts. Par contre, après ajustement pour le rendement du marché, les rendements sont plutôt décevants et négatifs, de manière comparable à la situation observée au Canada. Toutefois, si les titres d'entreprises de grande taille ont réalisé en moyenne un rendement comparable au marché dans son ensemble dans les années suivant le PAPE, tel n'est pas le cas des titres d'entreprises plus petites. De fait, plus la taille de l'entreprise effectuant un PAPE est petite, pire est la performance à long terme moyenne du titre suivant le PAPE (Ritter, 2013). En focalisant sur le rendement le jour de l'émission, on peut donc conclure que le marché américain des PAPE est nettement plus intéressant que le canadien.

3.6 Perspective globale sur les résultats pour le Québec

L'analyse quantitative des PAPE effectués au Canada durant la période 2003-2012 permet de tirer cinq constats principaux quant à la situation au Québec. Premièrement, comparativement aux entreprises ontariennes, il semble que peu d'entreprises québécoises à capital fermé accèdent à la bourse de Toronto pour lever de nouveaux capitaux. De fait, depuis 2008, les entreprises québécoises à capital fermé sont quasi-absentes des marchés boursiers. Ce constat vaut également pour la bourse de valeurs de croissance. Deuxièmement, et en corollaire avec le point précédent, les capitaux levés à la bourse par les entreprises à capital fermé québécoises représentent une portion congrue du marché canadien. Troisièmement, la performance post-PAPE des entreprises québécoises est fort comparable à celle affichée par les entreprises des autres provinces. À court terme, les rendements obtenus sont marginaux et se partagent entre à peu près également entre pertes et gains. À long terme, les rendements sont clairement négatifs. De fait, étant donné que l'ajustement pour le rendement de marché ne tient pas compte du risque systématique des titres émis, on peut présumer que la performance réelle sur une base de modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF) est probablement pire que celle présentée. Quatrièmement, les PAPE sont en général d'une certaine ampleur, ce qui implique que les entreprises ayant recours à ce mode de financement doivent avoir une masse critique, ce qui fait sens compte tenu des coûts de conformité importants. Ceci implique également que les entreprises ayant recours à un PAPE ont atteint une certaine maturité de développement. Finalement, la structure sectorielle sous-tendant les PAPE au Canada diffère sensiblement de celle observée aux États-Unis, les PAPE d'entreprises des secteurs de l'énergie, ressources, immobilier occupant une place prépondérante au Canada alors que les PAPE aux États-Unis semblent émaner plus des secteurs de la technologie, transformation et santé.

Un élément intéressant à souligner est le rôle potentiel que peuvent jouer les fonds (de capital de risque ou de capital d'investissement) dans le marché des PAPE. Il a déjà été mentionné que ces acteurs sont maintenant incontournables sur le marché américain des PAPE mais leur présence dans les émissions canadiennes semble plus modeste.

Une implication majeure de ces 5 constats est à l'effet que peu d'investisseurs institutionnels et individuels hors-Québec investissent dans le développement et la croissance des entreprises québécoises par voie de participation à un PAPE. Toutefois, plus globalement, les résultats sur la performance post-PAPE portent à réfléchir sur l'intérêt pour les investisseurs à considérer les titres émis par les entreprises canadiennes par voie de PAPE.

Section 4 Analyse Qualitative

Le volet qualitatif de notre projet s’articule autour d’entretiens semi-structurés réalisés avec 15 acteurs des marchés financiers à Montréal et Toronto. La méthodologie utilisée est décrite à la section 1.1 de l’introduction du rapport. Dans la section 4, nous présentons d’abord rapidement nos six principaux constats qui se dégagent d’environ 30 heures d’entretiens. Par la suite, nous élaborons sur les commentaires, remarques et faits qui nous amènent à ces six constats.

Section 4.1 Principaux constats

La morale qui se dégage de nos entretiens est à l’effet que le financement des entreprises, le PAPE en étant une forme, doit être envisagé dans une perspective globale et intégrée. Six constats peuvent ensuite se dégager de nos entretiens :

1. Les PAPE ne sont qu’un des résultats possibles de l’écosystème financier³, lequel comporte plusieurs étapes et facettes;
2. Au sein de l’écosystème financier, le recours au PAPE repose sur une triade Entrepreneur-Investisseurs individuels-Investisseurs institutionnels;
3. Le marché des PAPE est constitué de deux sous-marchés;
4. Le PAPE, une option de financement en capital-actions parmi d’autres;
5. Le type de capital auquel un entrepreneur accède influence la croissance future de son entreprise;
6. Les coûts de conformité liés au statut de société ouverte (cotée) sont importants et les sociétés québécoises y sont particulièrement sensibles.

³ L’expression écosystème financier décrit l’ensemble des acteurs impliqués dans les marchés financiers ainsi que les ressources qui y sont disponibles afin de répondre aux besoins de capitaux des entreprises. L’origine de cette expression n’est pas clairement établie. L’expression est également utilisée par les auteurs du rapport PwC-FMC sur la démocratisation du financement des entreprises (2012).

Section 4.2 Synthèse d'entretiens auprès d'acteurs des marchés des capitaux

4.2.1 *Les PAPE ne sont qu'un des résultats possibles de l'écosystème financier, lequel comporte plusieurs étapes et facettes*

Le PAPE en particulier et le financement des entreprises en général sont le reflet d'un écosystème où les entreprises franchissent plusieurs étapes accompagnées de différents types d'intervenants. Ces étapes qui caractérisent le développement d'une entreprise reposent sur son financement, mais également sur les autres ressources dont elle aura besoin pour croître.

Sur le plan du financement, chaque étape dans la croissance et le développement d'une entreprise est associée à des besoins en capitaux particuliers et à des intervenants spécialisés. Plusieurs répondants ont résumé les phases de financement dans cet écosystème de la manière suivante :

- « Love money » : les fonds de démarrage et de développement initial proviennent souvent de personnes proches de l'entrepreneur (amis, conjoint, famille, etc.);
- Anges financiers : l'entreprise a développé un bien ou un service bien identifié et commercialisable (ou commercialisé), mais ne détient pas encore d'actif pour offrir des sûretés à des prêteurs traditionnels. Les anges financiers apportent du financement à des conditions plus souples que les institutionnels ou fonds traditionnels;
- Financement bancaire classique, à court et à long terme;
- Financement public (BDC, Investissement Québec);
- Capital de risque (*venture capital*): l'entreprise a atteint une certaine maturité et veut développer ses marchés ou sa capacité de production;
- Fonds d'investissement (*private equity*) : pour les entreprises ayant atteint un certain niveau de maturité. Quoique les fonds d'investissement ont en général un horizon d'investissement limité, celui-ci a eu tendance à s'allonger au cours des dernières années;

Pour les entreprises ayant un historique de croissance et une stratégie d'expansion, le recours à un PAPE est certainement une alternative possible pour obtenir du financement, mais d'autres issues sont également possibles telles que la cession à un acquéreur stratégique (entreprise du même secteur), la vente à un fonds d'investissement (ou une cession entre fonds d'investissement), l'entrée au capital-actions d'un fonds d'investissement patient (p.ex., Fonds de solidarité) ou un refinancement bancaire à terme en utilisant les actifs de l'entreprise et sa capacité de générer des flux de trésorerie comme sûretés. L'entrepreneur peut également décider de ne pas ouvrir le capital de l'entreprise et, par conséquent, d'adopter une stratégie de croissance plus modérée. Toutefois, avant d'atteindre ce point de décision, l'entreprise, et l'entrepreneur, auront dû avoir recours à des sources de financement préalables en espérant qu'elles soient disponibles et accessibles. Globalement, les répondants jugent que le capital est relativement abondant au Québec pour les entreprises ayant des projets intéressants. Certains ont même affirmé qu'il serait surprenant qu'un bon projet ne trouve pas de financement.

L'existence du Fonds de solidarité FTQ, de Fondaction, de Capital Desjardins et des fonds spécialisés de la Caisse de dépôt et placement du Québec est souvent mentionnée pour illustrer cette disponibilité de capitaux pour les entreprises ayant des projets de croissance.

Sur le plan des autres ressources, certains répondants font ressortir que la capacité pour une entreprise d'effectuer un PAPE dépend d'une série de conditions préalables tels que 1) l'existence d'une culture entrepreneuriale dans la société, 2) l'accès à des ressources humaines bien formées, diverses en termes de compétences et d'habiletés et ambitieuses, 3) une ouverture sur le monde, le succès des entreprises dans un PAPE reposant sur leur croissance, laquelle est facilitée par une stratégie d'expansion globale. Si une société a développé une culture entrepreneuriale, plus d'entreprises seront lancées et, ultimement, la probabilité que certaines d'entre elles émergent est augmentée. De la même manière, l'accès à des ressources humaines donne un effet de levier aux entrepreneurs pour accélérer leur croissance et leur développement. Enfin, une vision globale permet aux

entreprises de présenter un « growth story » crédible auprès d’investisseurs potentiels : une entreprise rentable, mais essentiellement tournée vers le marché local, offrira peu de possibilités de croissance et sera de peu d’intérêt pour un PAPE.

À cet égard, la situation au Québec est plus problématique. Par exemple, en termes de culture entrepreneuriale, le sondage de la Fondation de l’entrepreneurship et de la Banque de développement du Canada effectué en 2010 (tel que rapporté par PwC, 2012) montre clairement que l’esprit entrepreneurial est moins développé au Québec que dans les autres provinces canadiennes :

Le processus entrepreneurial dans l’ensemble de la population canadienne

	Canada	Alberta et Colombie-Britannique	Ontario	Québec
Intention d’entreprendre	11.2 %	16.9 %	11.1 %	6.9 %
Démarches en cours	4.6 %	6.1 %	4.8 %	3.6 %

On y voit clairement que la proportion de Québécois qui manifeste l’intention de lancer une entreprise est presque trois fois moindre que parmi les habitants des provinces de l’Ouest. De la même manière, la proportion de Québécois ayant entrepris des démarches pour lancer une entreprise est inférieure à celle observée en Ontario et dans l’Ouest canadien.

Sur le plan des ressources humaines, la capacité d’attirer et de retenir des immigrants éduqués, entreprenants et compétents est mentionnée comme un ingrédient clé pour assurer l’avenir en termes de nouvelles entreprises. Tel que mentionné par un des répondants, la clé pour obtenir un bassin d’entreprises dynamiques susceptibles d’effectuer un PAPE est « *d’attirer, de former, de retenir et de motiver le talent avec un bon système d’éducation et une bonne qualité de vie* ».

Enfin, plusieurs répondants mentionnent ressentir que la vision des entrepreneurs québécois est plutôt orientée vers leur confort et l’atteinte d’une sécurité financière relativement rapidement, non vers un objectif de devenir un leader nord-américain ou mondial dans leur domaine. Interrogés sur ce point, les répondants ne peuvent pas pointer

du doigt des faits en particulier, uniquement leur impression obtenue par des contacts réguliers avec des entrepreneurs.

4.2.2 La triade Entrepreneur-Investisseurs individuels-Investisseurs institutionnels

En corollaire avec le premier point, il faut voir la décision de recourir ou non au PAPE en adoptant une vision intégrée des marchés des capitaux où un équilibre s'établit entre a) l'appétence (appétit et tolérance) des investisseurs individuels pour l'achat de titres de type PAPE, b) la présence d'investisseurs institutionnels intéressés par des titres locaux et, c) l'intérêt de l'entrepreneur (ou de l'entreprise), les coûts et avantages des différents modes de financement. Plusieurs répondants ont mentionné et discuté de ces éléments dont la combinaison, à leurs avis, donne un marché des PAPE actif.

L'importance de l'appétence des investisseurs individuels (particuliers) pour le dynamisme du marché des PAPE repose sur plusieurs constats. Ainsi, plusieurs émissions PAPE sont de relativement petite taille ou en provenance d'entreprises avec une capitalisation boursière relativement faible. Dans de telles conditions, les investisseurs institutionnels et même les gestionnaires de portefeuille spécialisés en titres de petite capitalisation risquent peu d'être intéressés à investir dans ces émissions. Compte tenu du fait que ces investisseurs ne veulent pas devenir initiés, l'investissement maximal qu'ils seront prêts à effectuer sera trop faible pour faire une différence sur leur rendement global. En outre, la liquidité de leur placement sera fortement réduite. Le succès d'un PAPE par une telle entreprise reposera donc sur l'appétence pour le risque des investisseurs individuels. En outre, les investisseurs individuels risquent plus d'investir dans des entreprises « locales », les réseaux formels et informels d'information fonctionnant mieux à proximité. Or, selon certains des répondants, l'appétence des investisseurs québécois pour le risque en termes de placements boursiers de titres de petite ou micro-capitalisation semble faible. Le contre-exemple donné est celui de l'Ouest canadien où les investisseurs individuels jouent un rôle important dans le succès des émissions de sociétés de ressources naturelles et d'énergie et le maintien du dynamisme de ce marché. La place importante prise par les entreprises de Colombie britannique et

d'Alberta dans le marché des PAPE de la bourse des valeurs de croissance (tableau 9) corrobore d'ailleurs cette impression.

Si les investisseurs individuels jouent un rôle essentiel dans le dynamisme du marché des PAPE à la bourse des valeurs de croissance, le rôle des investisseurs institutionnels est critique dans le maintien d'un marché des PAPE actifs à la bourse de Toronto. En effet, l'ampleur plus importante des émissions à la bourse de Toronto implique que l'appui d'investisseurs institutionnels est essentiel à leur succès, d'autant plus que ceux-ci détiennent une part grandissante de l'épargne au Canada. Or, plusieurs répondants soulignent que certaines tendances des dernières années minent le marché des PAPE et ce, plus particulièrement au Québec. Premièrement, la gestion de portefeuille devient de plus en plus concentrée entre les mains d'un nombre restreint de joueurs. Au cours des dernières années, les grandes banques canadiennes ont acquis tous les grands courtiers en valeurs mobilières actifs au Canada ainsi que de nombreuses firmes de gestion de patrimoine ou de portefeuille. De fait, les courtiers en valeurs mobilières indépendants ont de plus en plus de difficulté à dégager une rentabilité satisfaisante. Les chiffres les plus récents montrent d'ailleurs que la majeure partie de l'épargne des Canadiens est maintenant canalisée vers les grandes banques canadiennes et leurs filiales : par exemple, les filiales de fonds mutuels des banques ont recueilli 57 % des fonds levés par cette industrie en début d'année alors que leurs filiales de courtage de valeurs mobilières détiennent 90 % de ce marché (Tim Kiladze, How the Big Six banks won the battle for Canadians' Wealth, The Globe and Mail Report on Business, 27 juillet 2013). En dehors des banques, quelques grandes caisses de retraite ainsi que quelques gestionnaires de portefeuille indépendants accaparent une bonne partie du marché. Or, pour ces nouveaux joueurs aux portefeuilles importants, l'attrait du marché des PAPE est loin d'être évident, tant en termes de liquidités qu'en termes de potentiel d'avoir un impact sur leur rendement global. Deuxièmement, la plupart de ces joueurs sont domiciliés à Toronto. Or, plusieurs répondants nous soulignent l'atout que constitue la proximité en matière de placement, c'est-à-dire le biais local. Toutes choses étant égales par ailleurs, un gestionnaire de portefeuille est plus susceptible d'investir dans une firme locale que dans une firme située beaucoup plus loin. De la même manière, un courtier en valeurs

mobilières indépendant et bien impliqué dans son milieu est plus susceptible de dénicher et de promouvoir des PAPE d'entreprises locales (on peut penser à Marleau Lemire dans les années 80 ou à Peters & Company dans l'Ouest Canadien). À cet égard, pour une entreprise québécoise, la langue devient alors un enjeu, c'est-à-dire la capacité pour les entrepreneurs québécois francophones de bien communiquer leur plan d'affaires et leur stratégie à un auditoire de personnes qui ne sont pas dans leur réseau (Toronto) dans une langue qui n'est pas la leur. Ce biais est bien documenté dans le contexte américain, où tous parlent la même langue, et on peut donc présumer qu'il existe aussi au Canada.⁴

La place de Montréal en tant que centre financier est en filigrame à cette préoccupation. En effet, les PAPE sont des opérations complexes requérant des expertises et compétences particulières à forte valeur ajoutée. Un centre financier d'envergure se doit donc de conserver et de développer de telles expertises. Or, de l'avis de plusieurs répondants, Montréal court un risque important à cet égard compte tenu du peu d'activité de financements sur les marchés boursiers et des capitaux que l'on y retrouve. Le fait que le Québec soit « en queue de peloton » (*Finance et Investissement*, novembre 2013, p. 10) quand la productivité de son secteur des valeurs mobilières et services d'investissement illustre bien que les activités qui y ont cours sont à plus faible valeur ajoutée. Une plus grande activité en termes de PAPE et aussi en gestion de portefeuille aiderait sûrement à améliorer notre performance à cet égard.

Enfin, l'ambition, les intentions et les intérêts de l'entrepreneur complètent la triade sous-tendant l'équilibre du marché des PAPE. À cet égard, plusieurs éléments ressortent de nos discussions avec les répondants. Premièrement, l'entrepreneur doit être à l'aise avec

⁴ La recherche en finance montre qu'il existe un biais des investisseurs, individuels ou institutionnels, envers les titres d'entreprises de leur pays. Toutefois, à l'intérieur même d'un pays, un biais envers les titres d'entreprises locales ou régionales est également documenté. Ainsi, Coval et Moskowitz montrent que : "The strong bias in favor of domestic securities is a well-documented characteristic of international investment portfolios, yet we show that the preference for investing close to home also applies to portfolios of domestic stocks. Specifically, U.S. investment managers exhibit a strong preference for locally headquartered firms, particularly small, highly levered firms that produce nontradable goods. These results suggest that asymmetric information between local and nonlocal investors may drive the preference for geographically proximate investments, and the relation between investment proximity and firm size and leverage may shed light on several well-documented asset pricing anomalies." Coval, J. D. and Moskowitz, T. J. (1999), Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. *The Journal of Finance*, 54: 2045–2073. doi: 10.1111/0022-1082.00181

la notion de devenir une société à capital ouvert avec tout ce que cela comporte d'obligations et de responsabilités de conformité, relations avec les investisseurs, transparence, gouvernance, etc. Deuxièmement, l'entrepreneur doit avoir une « histoire » (story) crédible relativement à sa stratégie de croissance future et doit être capable de la livrer aux investisseurs. Troisièmement, l'entrepreneur doit trouver son compte à rendre son entreprise publique, d'un point de vue financier, mais également sur le plan de sa stratégie. En d'autres termes, le PAPE n'est qu'une option parmi d'autres pour obtenir du financement et le coût global de ce financement doit être concurrentiel par rapport à celui des autres sources. Globalement, on peut avancer que la décision d'aller ou non en PAPE repose sur les réponses que l'entrepreneur apporte aux questions suivantes:

- a. Que veut-il?
- b. Quelle est son ambition?
- c. Quel est son horizon temporel?
- d. Quel est son appétit (tolérance) pour le risque?
- e. Quelle est sa volonté de contrôle?

4.2.3 *Les marchés des PAPE*

La réalité institutionnelle (bourse de Toronto vs. bourse des valeurs de croissance) est à l'effet qu'il existe deux marchés bien distincts pour les PAPE. D'une part, nous retrouvons le marché des titres de ressources ou d'entreprises en voie de développement, où les émissions sont souvent de faible taille (quelques millions \$) et destinées aux investisseurs individuels (TSXV). D'autre part, la bourse de Toronto (TSX) vise le marché des titres d'entreprises ayant une histoire de croissance (*growth story*), ayant atteint une certaine taille, des visées nationales ou internationales et émises surtout auprès d'investisseurs institutionnels. Un enjeu est donc de déterminer l'importance relative et la pertinence de ces deux marchés.

Les points de vue des répondants divergent quelque peu à cet égard. La plupart jugent que le marché des PAPE se limite à la bourse de Toronto, la bourse TSXV étant

essentiellement perçue comme un marché spéculatif peu susceptible d'intéresser les entrepreneurs d'envergure ayant des projets intéressants. Dans cet esprit, pour ces répondants, les entreprises envisageant un PAPE doivent avoir une certaine taille et lever des capitaux pour un montant qui attirera les investisseurs institutionnels. À cet égard, la vision d'un répondant, communiquée par écrit suite à notre rencontre, traduit assez bien le point de vue de plusieurs répondants :

La formule pour un PAPE (« The Math ») :

Juste valeur au marché = 6 X BAIIA (« EBITDA ») = 240 millions \$ = 6 X 40 millions \$

BAIIA de 40 millions \$, avec marge de 10 % = Chiffre d'affaires de 400 millions \$

BAIIA de 40 millions \$, avec marge de 5 % = Chiffre d'affaires de 800 millions \$

Chiffre d'affaires de 400 millions \$ = 1,600 employés générant 250,000 \$ de chiffre d'affaires par employé.

L'exemple ci-haut repose sur l'hypothèse qu'un multiple du BAIIA de 6 est un point de repère représentatif de la valeur estimée d'une entreprise dans un contexte de PAPE. Dans ce contexte, une émission PAPE d'au moins \$50 millions, chiffre mentionné par plusieurs répondants, fait sens et attirera les investisseurs institutionnels. La capitalisation boursière (240 millions \$ dans l'exemple précédent, quoique plusieurs participants parlent d'au moins 150 millions \$) assure les investisseurs institutionnels que le marché sur le titre sera suffisamment liquide pour leur permettre de transiger facilement des positions d'une certaine ampleur. En outre, compte tenu des coûts importants occasionnés par le statut de société cotée, plusieurs répondants jugent qu'une capitalisation boursière minimale (100-150 millions \$ et plus) est requise pour rendre l'opération rentable et ne pas trop grever sa rentabilité.

Toutefois, l'exemple précédent soulève une question de fond : combien y'a-t-il d'entreprises au Québec qui répondent aux critères mis de l'avant en termes de taille (chiffre d'affaires, nombre d'employés) et rentabilité? Ces entreprises constituent, si on peut dire, la pépinière de laquelle émergeront les prochaines émissions de PAPE.

L'impression de certains répondants, ainsi que le commentaire d'un dirigeant d'une banque canadienne importante à propos du marché des prêts commerciaux, laissent entrevoir que la place du Québec à cet égard est possiblement inférieure aux attentes. Les chiffres compilés par Statistiques Canada laissent entrevoir que même à l'échelle du Canada, le nombre potentiel d'entreprises répondant à ces critères est relativement restreint, représentant moins de 20,000 entreprises sur un total avoisinant 1,100,000. Les données suivantes montrent la répartition des sociétés privées ayant des tailles susceptibles de considérer un PAPE.

	<i>Nombre d'entreprises ayant plus de 500 employés</i>	<i>Proportion</i>	<i>Nombre d'entreprises ayant entre 100 et 499 employés</i>	<i>Proportion</i>	<i>Proportion du PIB</i>
<i>QC</i>	327	20.9 %	3,830	21.1 %	19.60 %
<i>ON</i>	678	43.2 %	7,437	40.9 %	38.20 %
<i>AB</i>	232	14.8 %	2,397	13.2 %	16.50 %
<i>BC</i>	161	10.3 %	2,218	12.2 %	12.60 %
<i>Autres</i>	170	10.8 %	2,287	12.6 %	13.10 %
<i>Total</i>	1,568		18,169		100.00 %

Source : Données clé sur les petites entreprises. Industrie Canada, août 2013, selon Statistiques Canada.

Deux constats ressortent clairement. Premièrement, en nombres absolus, les entreprises ayant une taille critique susceptible de les amener à considérer un PAPE sont relativement peu nombreuses, tant au Québec qu'au Canada : 1,568 entreprises ont 500 employés ou plus au Canada, dont seulement 327 au Québec. Deuxièmement, la répartition du bassin d'entreprises entre les régions au pays colle de près à la proportion du PIB affichée par chacune des régions, l'Ontario ayant un nombre légèrement plus élevé d'entreprises relativement à sa part du PIB alors que l'Alberta et la Colombie-Britannique ont des nombres d'entreprises relativement plus faibles que ceux que l'on pourrait anticiper selon leur PIB. Pour sa part, le Québec a un nombre d'entreprises légèrement plus élevé que sa part de PIB. Somme toute, ces données nous permettent de mieux apprécier la part importante des entreprises ontariennes sur le marché des PAPE mais ne peuvent expliquer la faible présence des entreprises québécoises sur ce même marché.

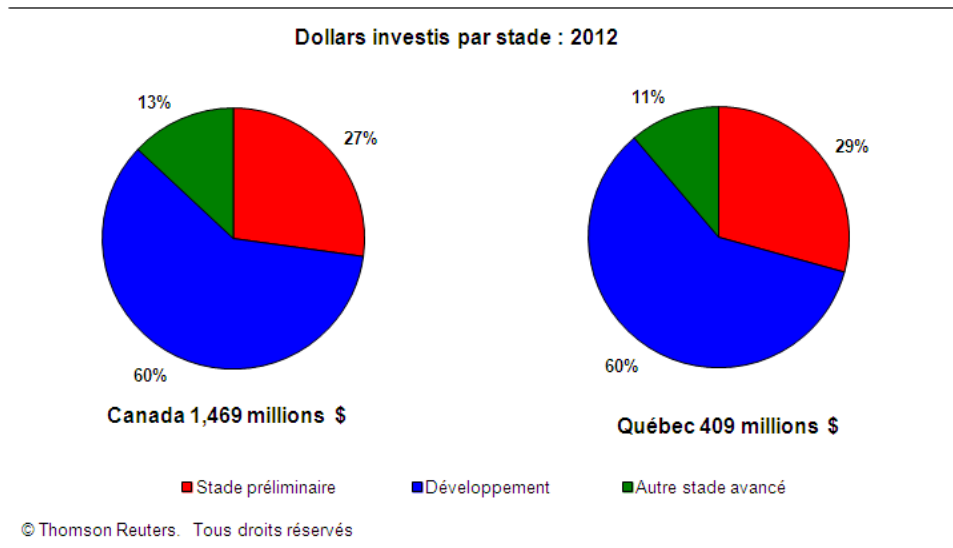
4.2.4 *Le PAPE n'est plus la seule option de financement*

Plusieurs répondants soulignent que le marché des capitaux a fortement évolué au cours des dernières années et que cette évolution peut avoir miné l'attrait du PAPE comme source de financement. D'une part, lorsque les entreprises atteignent une certaine maturité, les options de financement qui leur sont ouvertes sur le marché des capitaux sont beaucoup plus variées qu'il y'a 15 ou 20 ans. Certains répondants rappellent la première ère des REA (régime d'épargne-actions) pour souligner qu'à l'époque, effectuer un PAPE était probablement la seule option possible pour ces entrepreneurs d'obtenir du capital à long terme. Aujourd'hui, les fonds de capital de risque et de capital d'investissement spécialisés constituent des alternatives valables de financement pour plusieurs entreprises tout en épargnant aux entrepreneurs la transparence et la divulgation d'une société cotée. D'autre part, compte tenu du lancement de fonds spécialisés par la Caisse de dépôt et placement du Québec et de la présence importante des fonds fiscalisés au Québec (Fonds de solidarité FTQ, Fondation), certains intervenants s'interrogent à savoir si le Québec ne subit pas un effet de « crowding out », les capitaux privés chassant les capitaux en provenance du marché boursier. L'hypothèse avancée par certains est à l'effet que l'abondance des sources de capitaux privés au Québec peut expliquer le peu de place occupée par ses entreprises sur le marché des PAPE.

Pour le compte du Réseau Capital, la firme Thomson Reuters analyse chaque année les mouvements de capitaux privés au Canada et au Québec. Les données les plus récentes tendent à appuyer cette hypothèse. Ainsi, la figure suivante montre les montants investis en capital de risque (ce qui inclut certains fonds d'investissements) au Canada et au Québec. On peut voir que les entreprises québécoises ont recueilli 28 % (409 millions \$ vs. 1,468 millions \$) des fonds investis en capital de risque au Canada, une proportion largement supérieure au poids relatif du Québec en termes de PIB ou de nombre d'entreprises de taille critique. Ainsi, si les entreprises québécoises ne semblent recueillir beaucoup de capitaux par voie de PAPE, il en va tout autrement dans leur capacité à accéder aux capitaux privés.

Figure

Capitaux investis par les fonds de capital de risque (incluant fonds de capital d'investissement) dans des entreprises canadiennes en 2012



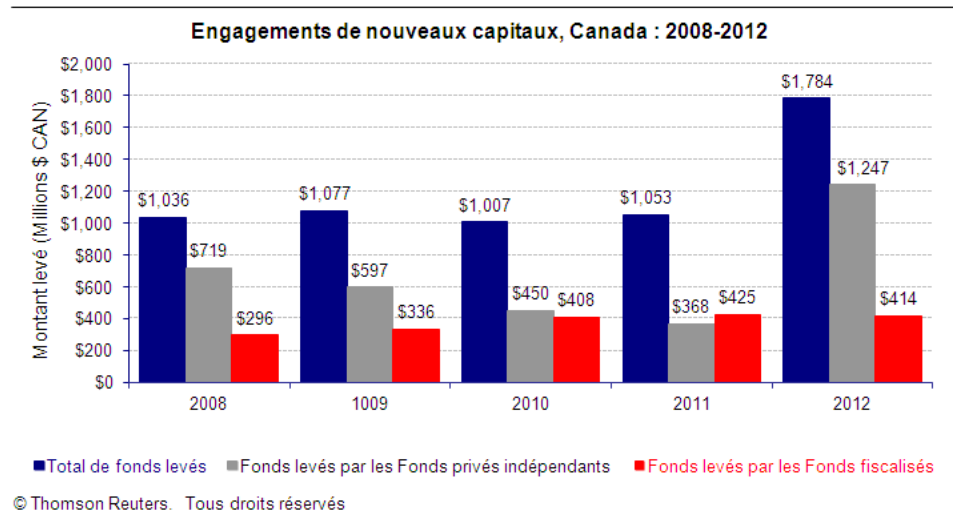
Source : Thomson Reuters. 2013 b. Le marché québécois du capital de risque en 2012. Rapport préparé pour le compte de Réseau Capital par Thomson Reuters (février)

La figure suivante illustre les tendances canadiennes en matière de levée des sociétés de capital de risque. Les fonds privés indépendants ont injecté 1,2 milliard \$ dans le marché du capital de risque en 2012, soit l'année la plus active depuis 2000 selon Thomson Reuters. Les fonds fiscalisés de capital de risque ont aussi obtenu un plus grand nombre de nouveaux engagements l'an dernier, mobilisant 414 millions \$. On peut y voir ici l'impact des campagnes de levée de fonds du Fonds de solidarité FTQ et de Fondation. Comme en 2011, les gestionnaires de fonds de capital de risque établis au Québec ont représenté la plus grande partie des nouveaux engagements destinés au marché canadien en 2012, soit 52 % du total. Ces chiffres montrent clairement que les entreprises québécoises ont accès à une source de capital privé abondant et, surtout, de proximité qui compense largement la faiblesse des levées de capitaux en bourse par voie de PAPE. Cet état de fait a également une autre conséquence. Thomson Reuters souligne que la majeure partie des fonds levés auprès des investisseurs individuels canadiens a eu lieu au Québec en 2012, continuant ainsi la tendance inscrite au cours des dernières années. On peut poser l'hypothèse que les fonds investis par les investisseurs individuels dans ces

fonds de capital de risque réduisent d'autant leur allocation de capitaux pour des investissements directs en bourse, notamment dans des PAPE.

Figure

Capitaux levés par les fonds de capital de risque et de capital d'investissement au Canada (2008-2012)



Source : Thomson Reuters, 2013 b. Le marché québécois du capital de risque en 2012. Rapport préparé pour le compte de Réseau Capital par Thomson Reuters (février)

4.2.5 La source de capital peut faire la différence

Les données présentées ci-haut, ainsi que l'évolution de l'écosystème financier au cours des dernières années impliquent que de plus en plus d'entrepreneurs ont recours aux fonds de capital de risque ou de capital d'investissement pour financer leur développement et leur croissance. Toutefois, un certain nombre de répondants soulignent que l'impact de ces investisseurs sur les entreprises dans lesquelles ils investissent n'est pas nécessairement comparable ou équivalent.

D'une part, selon les répondants, les fonds fiscalisés font face à une situation où les capitaux dont ils disposent excèdent les opportunités intéressantes qui leur sont offertes. Leur volonté de sortir (« exit ») du capital d'entreprises de leur portefeuille est probablement moindre, car les produits d'une disposition s'ajouteraient aux capitaux levés du public, rendant leur tâche de réinvestissement d'autant plus difficile. Par

conséquent, selon certains, ces fonds conservent leurs investissements plus longtemps, réduisant ou retardant d'autant les PAPE.

D'autre part, la culture de gestion et de gouvernance des fonds fiscalisés n'est pas comparable à celle des fonds de capital de risque ou d'investissement privés, surtout américains. Quelques répondants nous décrivent leurs interactions avec ces deux types d'acteurs et les impressions qu'ils en ont dégagées. Selon eux, les gestionnaires de portefeuille des fonds fiscalisés n'ayant pas vraiment de leur capital en jeu (vs. les associés de fonds de capital de risque ou d'investissement), ils exercent une surveillance et un coaching moins intenses des entrepreneurs ou dirigeants d'entreprises dans lesquelles ils ont investi. Par contre, les fonds de capitaux privés, surtout américains, sont souvent gérés par des individus qui y ont investi une partie de leur capital personnel, ce qui ajoute une certaine fébrilité à leurs décisions, recommandations et directions.

Une anecdote d'un répondant illustre bien sa vision de la culture des fonds privés américains. Ce répondant devait rencontrer le représentant d'un fonds de capital d'investissement américain pour le petit déjeuner à 7 :00. Or, l'américain en était déjà à son deuxième petit déjeuner, ayant eu une première rencontre d'affaires à 6 :00. En outre, ancien membre des U.S. Marines Corps, il s'était levé tôt pour aller courir plusieurs kilomètres auparavant. Enfin, il avait investi une partie de sa fortune personnelle dans le fonds en question. D'après le répondant, l'intensité de l'américain, son expertise sectorielle, laquelle découlait de son expérience antérieure en tant que dirigeant, et son intérêt intellectuel et financier dans l'affaire en cours étaient manifestes. Selon le répondant, une telle combinaison d'attributs individuels est difficile à retrouver, surtout auprès d'employés travaillant selon un modèle d'affaires différent. On peut présumer que la présence d'un tel investisseur dans l'actionnariat d'une société entrepreneuriale et au sein de son conseil d'administration influencera grandement son plan de développement et sa croissance.

Afin de mieux saisir le sens des propos de ces répondants, nous avons interrogé un dirigeant d'une entreprise ayant été contrôlée pendant plusieurs années par un des grands

fonds de capital d'investissement américains. Cette entreprise a récemment réussi un PAPE. Le dirigeant en question œuvre dans l'entreprise depuis plusieurs années et y était actif lorsque le fonds américain en a pris le contrôle. Selon lui, la valeur ajoutée du fonds de capital d'investissement pour cette entreprise a été considérable : jamais, selon lui, l'entreprise n'aurait pu atteindre le leadership mondial dans son secteur sans l'appui, mais en même temps la pression du fonds. Les dirigeants de l'entreprise avaient accès en tout temps, dans un délai de 5 à 30 minutes maximum, à toute l'expertise sectorielle du fonds à l'échelle mondiale (que ce soit en termes de processus de fabrication, de distribution et marketing de produits de consommation durables, de gestion financière, etc.). Selon lui, le fonds a amené l'entreprise à se doter de processus d'affaires de classe mondiale, à développer une vision stratégique globale et à instaurer une discipline de gestion rigoureuse et robuste. Par contre, selon lui, le fonds n'est jamais intervenu dans la gestion quotidienne de l'entreprise, laissant carte blanche aux dirigeants à cet égard tout en les rendant imputables des résultats. Somme toute, le fonds a permis à l'entreprise d'avoir une stratégie ambitieuse, une gestion rigoureuse et disciplinée, et l'accès à un bassin de compétences et de connaissances global. Tous ces ingrédients réunis ont permis une création de valeur considérable, pour les actionnaires, mais également pour les employés, fournisseurs, distributeurs, gouvernements, et autres partenaires.

Ces témoignages de nos répondants sont à mettre en parallèle avec la part croissante occupée par les entreprises appuyées par des fonds de capital de risque et de capital d'investissement sur le marché des PAPE américain, Twitter, LinkedIn et Facebook en étant les exemples les plus récents.

4.2.6 Le coût de la conformité

Pour expliquer la faible présence des entreprises québécoises sur le marché des PAPE, plusieurs répondants citent l'ampleur des coûts liés à l'obtention de financement public. Ces coûts sont à deux niveaux. Premièrement, les coûts directs liés à l'émission PAPE elle-même peuvent représenter facilement jusqu'à 10 % du total des capitaux recueillis :

- Honoraires des preneurs fermes (au moins 5-6 % des fonds levés);
- Honoraires juridiques;
- Honoraires comptables;
- Coûts de mise à niveau des systèmes d'information et de gestion, de restructuration préalable;
- Frais directs et temps consacré par la direction pour appuyer la mise en vente de l'émission.

En comparaison, le recours à des capitaux privés n'entraînera généralement pas autant de coûts.

Deuxièmement, les coûts récurrents nécessités par le maintien du statut de société assujettie (cotée) peuvent facilement varier entre 500,000 \$ et 2 millions \$ par année. Ces coûts peuvent se ventiler ainsi :

- Droits et frais versés à l'Autorité des marchés financiers et à la bourse de Toronto (plus de 100,000 \$ par an);
- Honoraires et coûts de fonctionnement du conseil d'administration avec administrateurs indépendants (au minimum 150,000 \$ si 3 administrateurs indépendants, la rémunération moyenne des administrateurs de sociétés cotées de taille moyenne ou petite avoisinant 50,000 \$ par an selon le dernier sondage de KornFerry et Patrick O'Callaghan);
- Honoraires d'audit (plus élevés compte tenu du risque additionnel encouru par les auditeurs vs. une société fermée);
- Honoraires juridiques pour toutes les questions liées au statut de société cotée et à la gouvernance de telles sociétés;
- Gestion financière et contrôle de gestion : nécessité d'avoir un directeur financier ayant une connaissance des normes comptables internationales et des exigences de réglementation. Une société fermée peut se contenter d'un contrôleur;
- Relations avec les investisseurs : nécessité d'avoir un directeur ou, à tout le moins un responsable à temps partiel pour ces fonctions;

- Communications : préparation, production et diffusion des rapports exigés par la réglementation, présentations aux investisseurs; site web, etc.

De fait, un des répondants affirme qu'il se demande pourquoi une entreprise voudrait effectuer un PAPE de nos jours, les coûts, les exigences réglementaires et la transparence imposée étant si élevés.

Quoique ces coûts soient réels, ils affectent néanmoins toutes les sociétés ouvertes, québécoises ou non. Toutefois, selon certains répondants, si toutes les sociétés font face aux mêmes défis en ce qui a trait aux coûts de conformité liés à un financement de type PAPE, les sociétés québécoises font face à des défis particuliers additionnels en raison de la très grande concentration des investisseurs institutionnels (surtout à Toronto) et de la nécessité d'évoluer dans les deux langues.

Section 5 Recommandations

Nos recommandations s'articulent autour des six constats qui émergent de notre analyse qualitative.

5.1 Recommandations relatives à l'écosystème financier:

- a. *Aller au-delà d'un REA #3.* Les répondants sont unanimes à conclure que dans le contexte actuel, un programme de type Régime Épargne-Actions ne constitue pas une option intéressante et pertinente pour raviver le marché québécois des PAPE. La situation actuelle découle de tendances lourdes allant au-delà des PAPE.
- b. *Mieux comprendre l'écosystème financier.* Il est nécessaire d'obtenir une meilleure compréhension du fonctionnement de l'écosystème financier, de son évolution récente et des tendances qui déterminent son orientation. Plus globalement, ils considèrent qu'agir uniquement au niveau des PAPE fait abstraction du fait que le financement des entreprises, leurs projets d'investissement et les placements effectués par les institutions et individus sont des phénomènes économiques qui coexistent et évoluent dans un contexte beaucoup plus large.
- c. *Comparer avec des succès à l'échelle mondiale.* Il serait pertinent de formaliser l'analyse en effectuant une comparaison ciblée de régions à travers le monde ayant développé un écosystème financier dynamique, le tout afin de mieux comprendre les facteurs qui le sous-tendent. Les cas de Singapour et d'Israël semblent particulièrement intéressants à cet égard.

5.2 Recommandations concernant la triade entrepreneur-investisseur individuel-investisseur institutionnel :

- a. *Renforcer Montréal comme place financière.* Il ressort clairement des entretiens que plusieurs répondants sont inquiets quant à l'avenir de Montréal

en tant que place financière. Selon eux, même si d'autres sources de financement sont disponibles pour les entreprises, un marché des PAPE actif et dynamique est le reflet d'une économie forte et, plus précisément, d'un secteur financier à forte valeur ajoutée. En outre, le peu d'activité à Montréal dans le marché des PAPE implique que la réalisation de PAPE repose de manière grandissante sur des expertises situées dans d'autres villes, notamment Toronto. En effet, les PAPE sont des opérations de financement plus complexes, requérant des compétences uniques : les détenteurs de ces compétences tendent à migrer là où l'action est, affaiblissant donc davantage la place de Montréal.

- b. *Attirer, développer et retenir les compétences de l'écosystème financier.* De manière cohérente avec l'observation ci-dessus, il est recommandé de favoriser l'attraction, le développement et/ou la rétention de gestionnaires de portefeuille indépendants à Montréal. La concentration de ce secteur entre les mains d'un nombre restreint de joueurs ainsi que par les institutions financières basées en Ontario constituent un handicap important pour le développement du marché des PAPE au Québec et le futur des services professionnels rattachés à la finance.
- c. *Reconsidérer et simplifier les modalités, formalités et accès au financement pour les entreprises en émergence (« start-up »)*

L'esprit derrière cette recommandation est le souhait exprimé par plusieurs répondants que l'État fasse en sorte que l'environnement juridique, réglementaire et économique soit propice à l'entrepreneuriat, à son éclosion, son développement et son expansion internationale. Dans la mesure où l'État intervient à différentes étapes de ce processus, s'assurer que les règles du jeu soient simples et efficaces pour l'entrepreneur.

- d. *Faire de Finance Montréal un levier pour la mise en oeuvre des recommandations précédentes.*

Essentiellement, il s'agit ici de renforcer le message que de nouvelles structures ne constituent pas la solution. De fait, il s'agit plutôt d'optimiser

l'utilisation des structures actuelles afin d'en renforcer la visibilité et l'efficacité et de s'assurer qu'elles répondent aux besoins du milieu.

5.3 Recommandations concernant les marchés :

- a. *Évaluer si le TSXV joue son rôle d'incubateur au marché financier pour les entreprises en émergence québécoises et, sinon, pourquoi il ne le joue pas*

Le faible nombre d'entreprises québécoises ayant recours au TSXV soulève la question si ce marché répond aux besoins de nos entrepreneurs. Par contre, ce marché joue un rôle relativement important pour le financement des entreprises hors-Québec. Le rôle d'incubateur de sociétés en croissance joué par le TSXV n'est pas à négliger, plusieurs firmes qui y sont cotées migrant régulièrement vers la bourse de Toronto. De plus, il permet une certaine transition entre le statut de société à capital fermé et le statut de société cotée à la bourse de Toronto. Le mode de fonctionnement de ce marché, sa structure ainsi que son encadrement réglementaire et juridique peuvent être à revoir.

- b. *Évaluer les modèles alternatifs de levée de capitaux par les entreprises*

Au cours des entretiens, plusieurs moyens alternatifs de levée de fonds ont été mentionnés. Par exemple, l'avènement et la montée en puissance du « crowdfunding » a été souligné à quelques reprises. Dans une perspective d'écosystème financier, une telle plate-forme de financement constitue un levier significatif pour les entrepreneurs et peut combler certaines déficiences dans le financement entre l'étape de démarrage, financée par des fonds personnels, d'amis et de parents, et le financement par des sources plus formelles telles que les anges financiers ou les fonds à capital de risque. Un autre concept mis de l'avant est celui de permettre et d'encourager l'obtention de capital par voie de l'émission de droits de souscription d'actions qui pourraient simuler les rondes de financement en capital de risque, l'investisseur conservant l'option d'investir ou non plus dans une entreprise (on pourrait envisager des droits de souscription avec plus d'une ronde de

financement pré-établie). Une troisième avenue soulevée par certains participants est celle de faciliter les émissions de sociétés de capital d'investissement fermées, qui lèvent des capitaux auprès des investisseurs sur la base de l'expertise et de l'expérience de leurs dirigeants, mais sans projet précis. Par la suite, ces sociétés investissent les fonds ainsi recueillis dans des sociétés à capital fermé, devenant en quelque sorte des fonds de capital de risque ou de capital d'investissement à actionnariat ouvert. Ce modèle hybride permet à l'investisseur individuel de participer au marché des sociétés à capital fermé, d'accéder à une expertise de gestion similaire au fonds privés et de réduire le risque d'investir dans un seul PAPE. Pour les entrepreneurs, le modèle a également l'avantage de leur permettre de conserver leur statut de société à capital fermé et de ne pas engager des frais importants de conformité.

5.4 Recommandation concernant les PAPE....Pas nécessairement, mais nécessaires :

a. *Faciliter les PAPE pour les entreprises québécoises*

Nos discussions avec les répondants laissent clairement entrevoir que, de leur point de vue, un centre financier d'envergure se doit d'avoir un marché des émissions de valeurs mobilières actif, les PAPE étant une composante de ce marché. Au-delà des mérites ou non d'un PAPE pour une entreprise donnée, l'absence de PAPE émanant d'une place financière compromet son avenir, car les expertises et les compétences nécessaires au succès de telles émissions vont s'étioler avec le temps. En outre, les PAPE génèrent des revenus importants pour les acteurs qui y sont impliqués et, donc, pour la société qui les accueille. Par contre, nos discussions montrent aussi clairement qu'un PAPE prématuré n'est pas nécessairement une bonne idée pour une entreprise et que le PAPE n'est pas pour toutes les entreprises. Dans ce contexte, la faisabilité de faciliter les PAPE pour les entreprises québécoises afin d'en augmenter l'attrait relatif par rapport à d'autres options de financement est à

explorer. Cette facilitation pourrait prendre plusieurs formes (fiscales, réglementaires, infrastructures, accès)

b. Montréal, une plate-forme pour les PAPE ou autres financements publics

La question est donc de savoir si il est possible pour Montréal de devenir une plate-forme pour les PAPE d'autres juridictions, même si la bourse principale au Canada est à Toronto. L'avènement des marchés électroniques de type privé offre peut-être une ouverture de ce côté. Une autre avenue à considérer est de développer Montréal comme un centre d'expertise et de compétences avancé pour les entreprises européennes ou asiatiques désireuses d'émettre des titres en Amérique du Nord ou, à l'inverse, pour les entreprises nord-américaines désireuses d'émettre des titres sur les marchés européens ou asiatiques.

5.5 Recommandation concernant les fonds de capital fiscalisés ou privés :

a. Revoir le modèle d'investissement et d'intervention des fonds fiscalisés

Si la plupart des répondants reconnaissent que les fonds fiscalisés jouent un rôle important au Québec, certains s'interrogent si leurs résultats atteignent les buts visés en termes de développement des entreprises et d'encouragement à la prise de risque par les investisseurs. À cet égard, le contraste avec quelques cas d'entreprises appuyées par des fonds de capital d'investissement privés américains porte à réfléchir. Il serait donc pertinent de revoir le modèle d'investissement et d'intervention des fonds fiscalisés dans cette perspective.

5.6 Recommandation concernant la conformité :

a. Une conformité à deux vitesses?

Pour l'incubateur de nouvelles entreprises que constitue le TSXV, les coûts de conformité deviennent rapidement un fardeau important qui peut nuire à l'émergence d'entreprises innovantes. Il serait donc intéressant d'évaluer si la réglementation des entreprises du second marché peut être réévaluée et modulée afin d'en réduire le coût et faciliter les émissions tout en protégeant

suffisamment les investisseurs. Cet allègement potentiel des exigences de divulgation du côté des émetteurs pourrait être assorti d'une qualification des investisseurs pour ce type de marché plus spéculatif, utilisant le guichet que sont les agents de change et les firmes de courtage en ligne pourrait constituer une avenue à explorer.

b. Une conformité orientée vers la valeur ajoutée?

Plusieurs répondants soulignent que devenir une société à capital ouvert comporte maintenant des coûts très importants qui augmentent sensiblement le coût du capital des entreprises. Si certains scandales ont pu rendre les régulateurs prudents, plusieurs répondants s'interrogent sur la pertinence de certaines réglementations. Plus fondamentalement, certains s'interrogent si la gouvernance de conformité qui en découle ne rend pas les entreprises cotées en bourse moins performantes que leurs concurrents qui n'ont pas à répondre à ces exigences, privant donc les investisseurs de rendements intéressants. Cette problématique rend essentielle une revue en profondeur de la réglementation afin d'identifier les aspects qui ne sont pas à valeur ajoutée du point de vue des investisseurs.

Section 6 La suite : vers une analyse intégrée des marchés financiers québécois

Un des constats les plus révélateurs de nos entretiens est à l'effet que, peu importe leur rôle ou responsabilités, la plupart de nos répondants considèrent les marchés financiers de manière intégrée et globale. Par conséquent, ils sont très conscients que toute intervention ou action visant un problème spécifique ou une situation particulière risque d'avoir des conséquences inattendues ou imprévisibles dans d'autres régions de ce qu'il désormais convenu d'appeler l'écosystème financier. En outre, en assumant qu'un problème est clairement identifié, la solution peut passer par plusieurs voies ou moyens. Par exemple, lors de l'apparition du régime d'épargne-actions à la fin des années 70, plusieurs entreprises québécoises étaient arrivées à la limite des sources de financement traditionnelles, à l'époque fort limitée. Les véhicules disponibles aujourd'hui (fonds de capital de risque, fonds de capital d'investissement, fonds de croissance) n'étaient alors qu'à leurs premiers pas aux États-Unis ou encore carrément inexistantes.

La situation aujourd'hui a complètement changé et l'écosystème financier qu'ont connu Jean Coutu, les frères Lemaire ou Rémi Marcoux n'existe plus. La donne est maintenant mondiale, les joueurs beaucoup plus nombreux, la concurrence plus forte. Dans ce contexte, nous considérons que des pistes de recherche s'ouvrent afin de mieux comprendre cet écosystème, d'en tirer un meilleur avantage pour le Québec et, possiblement, de faire en sorte que le Québec y soit perçu comme un leader.

Les entrepreneurs à la tête d'entreprises requérant du capital pour leur croissance dans les marchés local, provincial, national, continental ou international doivent d'abord doivent d'abord se positionner quant à leurs objectifs financiers et personnels, intérêts, appétit et tolérance pour le risque. En outre, une entreprise peut lever du capital pour mettre en marché une nouvelle technologie ou pour passer à un niveau de complexité supérieur. Tous ces éléments détermineront la demande de capital dans le secteur privé. À cet égard, plusieurs alternatives d'offre de capital sont disponibles et composent l'offre de capital dans notre économie : financement bancaire sur base de flux de trésorerie, financement

bancaire traditionnel, financement par voie de dette et/ou capital-actions de la part de fonds de capital de risque (venture capital), fonds de capital d'investissement (private equity), fonds fiscalisés ou premier appel public à l'épargne (au Canada, aux États-Unis ou ailleurs). Chaque alternative de financement repose sur des institutions ayant leurs propres intérêts et objectifs, lesquels sont déterminés par leurs propriétaires ultimes (caisses de retraite, investisseurs privés de plusieurs sortes, investisseurs institutionnels, banque).

En outre, au fil des ans, les gouvernements québécois et canadien ont mis en œuvre différents moyens afin d'accroître l'offre de services reliés au marché des capitaux ainsi que l'offre de capital pour les entreprises québécoises. Le régime d'épargne-actions du Québec, les crédits d'impôt aux fonds de travailleurs, la Banque de développement du Canada représentent certaines de ces mesures.

D'autres composantes de l'écosystème financier incluent la réglementation financière, les professionnels offrant différents services (juridiques, comptables, banquiers d'affaires, banquiers commerciaux, analystes) ainsi que le réseau d'éducation développant le capital humain. Ces objectifs liés à la demande de capital doivent être réconciliés avec l'offre de capital et de services connexes disponible dans l'écosystème.

L'ensemble de ces liens, connections et joueurs constitue l'écosystème financier du Québec. Toutefois, afin d'assurer sa pérennité et son succès à long terme, l'écosystème québécois se doit de se positionner vis-à-vis des flux de capitaux mondiaux, lesquels sont caractérisés par plusieurs changements fondamentaux au cours des 30 dernières années (p.ex., croissance des fonds de capital d'investissement, des incubateurs de croissance, des PAPE appuyés par les fonds). Par conséquent, il nous semble donc pertinent d'analyser les modèles de classe mondiale en termes de politique publique appuyant l'écosystème financier.

Dans ce contexte, et en continuité avec les résultats présentés dans le présent rapport, nous considérons que l'investigation des questions suivantes nous permettrait de mieux cerner le contour de l'écosystème financier québécois:

1. Quels sont les facteurs déterminant le choix de mode de financement retenu par les entrepreneurs (p.ex., objectifs financiers et personnels visés, appétit et tolérance pour le risque, taille de l'entreprise, marché visé)?
2. Quelle est la démarche utilisée par les sources de capital pour elles même lever leurs fonds, identifier leurs investissements, déterminer les montants à financer, effectuer le suivi de ces investissements?
3. Quelle est l'adéquation entre la demande et l'offre de capitaux au Québec? Existe-t-il des aspects particuliers liés à l'écosystème québécois? De quelle manière et dans quelle direction cet écosystème a-t-il évolué au cours des dernières années?
4. Est-ce que la réglementation et les législations pertinentes facilitent ou entravent le développement de l'écosystème québécois?
5. Est-ce des modèles d'écosystème financier performants existent et peuvent s'appliquer au contexte québécois?

Références et sources

Bloomberg (base de données de marché)

Bourse de Toronto. Données sur les émissions de premier appel public à l'épargne.

Ernst & Young. 2013. Global IPO Activity Outlook First Quarter 2013.

Ernst & Young. 2012. Global IPO Trends 2012.

FP Markets. IPO database.

Lerner, J. 2009. Boulevard of Broken Dreams. Princeton University Press (New Jersey).

Lerner, J. 2012. The Architecture of Innovation. Harvard Business School Publications. Cambridge (MA).

PwC. 2013. 2012 U.S. IPO watch – Analysis and trends.

PwC, FMC. 2012. Pour une démocratisation du financement de nos entreprises.

Ritter, J. 2013. <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter/ipodata.htm>

Suret, J.M. 2011. Le marché de la finance entrepreneuriale et du capital de risque. CIRANO : Rapport bourgogne.

Thomson Reuters. 2013. Le marché québécois du capital de risque en 2012 rapport préparé pour Réseau Capital. Février.

Annexe 1

Grille initiale pour les entretiens semi-structurés

Une entreprise à capital fermé dirigée par un entrepreneur a besoin de capital pour poursuivre de croissance. Quelles sont les alternatives si le besoin en capital est de :

- \$5 millions
- \$10 millions
- \$25 millions
- \$50 millions +

Quelles sont les raisons qui vont pousser à privilégier une alternative plutôt qu'une autre?

Ce choix sera-t-il différent pour une entreprise québécoise vs. Une entreprise ontarienne ou albertaine?

Les alternatives et raisons sont-elles modifiées si des actionnaires de type capital de risque sont présents au capital de l'entreprise?

Prenant le PAPE comme point de référence :

- Pour quel type d'entreprise ce mode de financement est-il approprié?
- Pourquoi?
- Quels sont les avantages et inconvénients d'un PAPE pour une entreprise? Vs. Alternatives? Est-il possible de les quantifier?
- TSX, TSX Ventures, NASDAQ, OTC ou Londres (AIM)?

Depuis quelques années, le marché des PAPE financiers a crû en importance (fonds d'investissement fermés, ETF, etc.). Jugez-vous ce marché important en termes de retombées économiques?

Comment voyez-vous le marché québécois en termes de perspectives de croissance des entreprises? Besoins en capitaux? Disponibilités des capitaux? Comment jugez-vous la position du Québec en termes de PAPE financiers?

Annexe 2

Liste des participants

Banquier d'affaires (banque internationale)
Banquier d'affaires (banque canadienne)
Banquier d'affaires (banque québécoise)
Banquier d'affaires (banque québécoise)
Banquier d'affaires (banque québécoise)
Avocat (cabinet national)
Avocat (cabinet national)
Avocat (cabinet national)
Gestionnaires de portefeuille (investisseur small-cap)
Gestionnaire de portefeuille (investisseur small-cap)
Investisseur privé (private equity)
Investisseur privé (venture capital)
Investisseur privé (venture capital)
Conseiller financier (cabinet d'experts-comptables national)
Conseiller financier (cabinet d'experts-comptables national)
Conseiller financier (cabinet d'experts-comptables national)
Dirigeant (société ayant effectué un PAPE)