

2004s-46

**Le placement privé dans les sociétés  
ouvertes :  
dimensions réglementaires,  
économiques et financières**

*Cécile Carpentier, Jean-François L'Her,  
Jean-Marc Suret*

---

**Série Scientifique**  
*Scientific Series*

---

**Montréal**  
**Septembre 2004**

© 2004 Cécile Carpentier, Jean-François L'Her, Jean-Marc Suret. 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.*

## 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 du Développement économique et régional et de la Recherche, 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 du Développement économique et régional et de la Recherche, and grants and research mandates obtained by its research teams.*

### *Les organisations-partenaires / The Partner Organizations*

#### PARTENAIRE MAJEUR

. Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche [MDERR]

#### PARTENAIRES

. Alcan inc.  
. Axa Canada  
. Banque du Canada  
. Banque Laurentienne du Canada  
. Banque Nationale du Canada  
. Banque Royale du Canada  
. Bell Canada  
. BMO Groupe Financier  
. Bombardier  
. Bourse de Montréal  
. Caisse de dépôt et placement du Québec  
. Développement des ressources humaines Canada [DRHC]  
. Fédération des caisses Desjardins du Québec  
. GazMétro  
. Hydro-Québec  
. Industrie Canada  
. Ministère des Finances du Québec  
. Pratt & Whitney Canada Inc.  
. Raymond Chabot Grant Thornton  
. Ville de Montréal  
  
. École Polytechnique de Montréal  
. HEC Montréal  
. Université Concordia  
. Université de Montréal  
. Université du Québec à Montréal  
. Université Laval  
. Université McGill  
. Université de Sherbrooke

#### ASSOCIE A :

. Institut de Finance Mathématique de Montréal (IFM<sup>2</sup>)  
. Laboratoires universitaires Bell Canada  
. Réseau de calcul et de modélisation mathématique [RCM<sup>2</sup>]  
. Réseau de centres d'excellence MITACS (Les mathématiques des technologies de l'information et des systèmes complexes)

Les cahiers de la série scientifique (CS) visent à rendre accessibles des résultats de recherche effectuée au CIRANO afin de susciter échanges et commentaires. Ces cahiers sont écrits dans le style des publications scientifiques. Les idées et les opinions émises sont sous l'unique responsabilité des auteurs et ne représentent pas nécessairement les positions du CIRANO ou de ses partenaires.

*This paper presents research carried out at CIRANO and aims at encouraging discussion and comment. The observations and viewpoints expressed are the sole responsibility of the authors. They do not necessarily represent positions of CIRANO or its partners.*

# Le placement privé dans les sociétés ouvertes : dimensions réglementaires, économiques et financières

*Cécile Carpentier<sup>\*</sup>, Jean-François L'Her<sup>†</sup>, Jean-Marc Suret<sup>‡</sup>*

## Résumé / Abstract

Les placements privés dans les sociétés ouvertes semblent connaître une croissance importante, estimée aux États-Unis à 30% par année. Ces placements sont effectués principalement par des sociétés de petite taille appartenant aux secteurs technologiques, dans le cadre de régimes de dispenses, c'est-à-dire de dérogations à la réglementation des valeurs mobilières qui imposent des contraintes à la revente des titres. Ils peuvent faciliter les besoins de financement des sociétés en croissance, auquel cas les pouvoirs publics devraient s'y intéresser. La croissance de ce marché soulève néanmoins des difficultés. En raison des escomptes lors de l'émission, y a-t-il transfert de richesse des anciens actionnaires vers les investisseurs qui souscrivent à ces placements? Si cette catégorie d'actif offre des opportunités intéressantes (notamment une plus grande liquidité) pour les gestionnaires de placements privés plus traditionnels, cette privatisation des placements des entreprises peut engendrer une moindre liquidité et une moindre efficacité du marché et sans doute un coût du capital plus élevé pour les entreprises. Nous proposons ici une revue des dimensions juridiques et économiques de ce type de financement et mettons en évidence les multiples questions de recherche que soulèvent les quelques évidences empiriques obtenues par les chercheurs américains qui se sont intéressés au phénomène.

**Mots clés :** placements privés, placements publics, réglementation des valeurs mobilières

Private placements in public equity (PIPEs) seem to know an important growth, which is estimated in the United States to 30% per year. PIPEs are mainly issued by small size companies belonging to technological sectors. They are issued using prospectus exemptions that impose constraints on the resale of securities. They can ease the needs for financing of the growth companies, in which case the authorities should be interested in it. The growth of this market raises nevertheless difficulties. Because PIPEs are generally issued at a significant discount, is there a wealth transfer from former shareholders towards the investors who subscribe to these placements? If this new asset category offers interesting opportunities (notably more liquidity) for traditional private equity managers, this privatization of the placements of the companies can generate a less liquid and less efficient market, and undoubtedly a higher cost of capital. We propose here a review of legal and economic dimensions of this type of financing. Further, we highlight the multiple research questions raised by the low U.S. empirical evidence on this phenomenon.

**Keywords:** *private placement, public offering, securities regulation*

---

<sup>\*</sup> Professeure agrégée, École de comptabilité de l'Université Laval et chercheure CIRANO.

Courriel : cecile.carpentier@fsa.ulaval.ca

<sup>†</sup> Caisse de dépôt et placement du Québec

<sup>‡</sup> Directeur de l'École de comptabilité de l'Université Laval et Fellow CIRANO.

Courriel : Jean-Marc.Suret@fsa.ulaval.ca

Le mode conventionnel de financement externe par actions des sociétés ouvertes a longtemps été l'émission subséquente (SEO, *seasoned equity offering*), par laquelle l'entreprise recueille des fonds auprès d'un grand nombre d'investisseurs<sup>1</sup>. L'émission s'effectue dans ce cas à un prix proche de celui qui prévaut sur le marché. À côté de ces émissions dites subséquentes, un mode de financement totalement privé, connu aux États-Unis sous l'acronyme de PIPE<sup>2</sup> (*Private Investment in Public Equity*), se développe rapidement. Lors de ces placements privés, la société ouverte émet un bloc de titres à un ou quelques investisseurs, à la suite d'un processus de négociation. Le prix de l'émission est, en moyenne, significativement inférieur à celui du marché. Le placement privé peut en principe être réalisé plus rapidement et plus discrètement que le placement public, d'autant qu'il ne requiert pas l'émission d'un prospectus.

Ce marché serait né aux États-Unis en 1995, et aurait atteint 13 milliards de dollars en 2000 (Chaplinsky et Haushalter 2004). Brophy *et al.* (2004) évaluent l'ensemble des PIPEs aux États-Unis à 77 milliards de dollars entre 1995 et 2002, pour 5 244 transactions<sup>3</sup>. Le total des émissions d'actions publiques de la période, d'après les données du *Federal Reserve Bulletin* compilées par Baker et Wurgler (2000) est de l'ordre de 931 milliards de dollars. Les PIPEs représenteraient environ 8% du total des émissions d'actions américaines.

Jusqu'à maintenant, aucune donnée ne permet d'évaluer l'importance du phénomène au Canada. Tout au plus peut-on noter l'accroissement du placement privé, dont les PIPEs sont l'une des formes. L'Ontario a connu une très forte croissance en raison des modifications réglementaires apportées en novembre 2001. À l'issue de cette modification et en 11 mois, près de 21 milliards de \$ auraient été émis sous forme de placements privés (Ontario Securities Commission 2003). Nous montrons, dans la présente étude, que les PIPEs ont été utilisés par près de trois quarts des sociétés cotées sur le TSX au cours des dix dernières années.

Les PIPEs semblent être particulièrement utilisés par de jeunes sociétés des secteurs technologiques. Selon Dresner and Kim (2003) ces placements sont le plus souvent effectués par des entreprises de taille petite et moyenne, et 63 % des PIPEs seraient émis par des sociétés des secteurs des technologies et de la santé. On peut se demander si l'on n'assiste pas à l'émergence d'un type de financement particulièrement bien adapté aux entreprises technologiques en croissance. L'étude de ce phénomène est donc pertinente en termes de politique publique. Les placements privés sont effectués dans le cadre de dispenses accordées par les autorités de valeurs mobilières. La dimension réglementaire est donc importante, et des modifications récentes ont été apportées aux réglementations des valeurs mobilières de plusieurs provinces pour faciliter le placement privé. Les placements par voie de dispense se font sans émission de prospectus, élément essentiel dans la résolution de l'asymétrie informationnelle. On peut se demander si les allègements ainsi consentis ne provoquent pas les

---

<sup>1</sup> L'entreprise peut également émettre des droits qui sont offerts aux actionnaires en place et leur permettent d'acquérir des actions nouvellement émises à un prix plus avantageux que celui qui prévaut sur le marché. Cette technique ne diffère pas fondamentalement de l'émission subséquente.

<sup>2</sup> Cet acronyme sera utilisé dans ce texte, puisqu'il est maintenant largement répandu.

<sup>3</sup> La plupart des travaux américains réfèrent à la source Houlihan, Lokey, Howard & Zukin, accessible en ligne à [http://www.hlhz.com/main.asp?p=CORP\\_PIPEProductOverview](http://www.hlhz.com/main.asp?p=CORP_PIPEProductOverview); ou à <http://www.sagientresearch.com/pt/> aussi connue comme Placementtracker.com.

phénomènes troublants qui ont été observés dans les quelques études principalement menées aux États-Unis. Les PIPEs seraient vendus à des escomptes importants par rapport aux cours des actions sur le marché, mais l'annonce du placement provoquerait une réaction positive des investisseurs. Il est d'autant plus difficile de comprendre cette réaction positive à court terme quand on sait que le rendement à long terme des émetteurs de PIPEs est anormalement faible.

Du point de vue des investisseurs, particulièrement institutionnels, le phénomène mérite également une analyse approfondie. Les PIPEs se différencient des autres modes de placement privé par une information plus abondante et des possibilités de revente étendues, notamment à la suite des changements à la réglementation des durées de restrictions (Règle 45-102). Ces placements constituent, de plus, un univers pour lequel, il est plus facile de mesurer les performances, que dans le cas du placement privé conventionnel. Par ailleurs, le gestionnaire de portefeuille d'actions peut également se demander si l'achat à escompte d'un bloc qui lui confère un rôle d'investisseur important, sans intermédiaire, donc sans commission, ne compense pas adéquatement la liquidité plus faible associée à un tel placement. Enfin, le rachat de PIPEs sur un marché secondaire peut s'avérer une stratégie intéressante par rapport à l'acquisition conventionnelle de titres sur le marché secondaire, si des escomptes peuvent être obtenus lors de l'émission.

Il existe très peu de travaux consacrés aux PIPEs et la présente étude est la première, à notre connaissance, réalisée sur ce sujet au Canada. L'objectif de la première partie est de présenter, décrire et qualifier ce phénomène. La seconde est consacrée à la dimension réglementaire. Nous abordons ensuite successivement la dimension du financement de l'entreprise, puis celle des investisseurs. Dans chaque cas, après un survol des travaux antérieurs, nous établissons les liens avec les problématiques économiques sous-jacentes et évoquons les principales avenues de recherche. Les résultats déjà publiés mettent en effet de l'avant plusieurs paradoxes et anomalies et les interrogations sont nombreuses. La plus importante est probablement la suivante : pourquoi, dans un marché considéré comme efficient, des dirigeants acceptent-ils de vendre des blocs importants de titres à un prix significativement inférieur à la valeur établie sur le marché? Les sections qui suivent tentent d'apporter des éléments de réponse aux diverses questions soulevées par ce phénomène.

## 1. LES PIPEs

Nous présentons en premier lieu les principales caractéristiques d'un PIPE, avant de décrire l'ampleur de ce phénomène au Canada.

### 1.1. CARACTÉRISTIQUES D'UN PIPE

Un PIPE est une transaction privée, réalisée par une société ouverte, dont les titres sont échangés sur une Bourse. Il ne s'agit donc pas d'un premier appel public à l'épargne; celui-ci a eu lieu quelques années ou mois avant le placement. La transaction est effectuée sur le marché primaire : l'acquéreur achète les titres de l'entreprise et non d'un autre investisseur.

Contrairement à ce qui prévaut dans le cadre des émissions publiques, le PIPE ne donne pas lieu à l'émission d'un prospectus<sup>4</sup>. L'émetteur n'aura, le plus souvent, à déposer qu'une notice d'offre qui présente les dimensions générales du placement et énonce les facteurs de risque. Toutefois, les émetteurs de PIPEs sont assujettis et doivent donc divulguer leurs résultats par l'intermédiaire du système SEDAR. Par ailleurs, on présume que les acquéreurs de tels placements sont assez compétents et assez proches de l'entreprise pour évaluer correctement la valeur des placements. En effet, le placement ne se fait pas dans le cadre général de la réglementation des valeurs mobilières, mais dans celui du régime des dispenses d'inscription et de prospectus. L'information émise lors d'un PIPE est beaucoup moins complète et détaillée que celle produite lors d'un appel public à l'épargne. L'émetteur réduit ses coûts et ses délais d'émission. Une asymétrie d'information plus importante que lors d'un appel public à l'épargne peut cependant prévaloir. Les PIPEs seraient d'ailleurs un moyen de financement utilisé par des entreprises qui ne peuvent révéler beaucoup d'information au public sans perdre des avantages concurrentiels, comme dans le secteur des biotechnologies (Janney et Folta 2003).

L'asymétrie informationnelle peut être augmentée par le fait que la présence du courtier, qui est obligatoire dans le cas des émissions publiques, ne l'est pas dans le cas de placements privés. Le fait que cet intermédiaire n'intervienne pas systématiquement peut être avantageux pour l'émetteur et l'acheteur du placement qui pourront se partager la commission. En revanche, l'investisseur devra encourir les coûts de la recherche d'information, généralement plus élevés que dans le cas d'un placement public conventionnel.

L'acquisition d'un tel placement est assortie de conditions qui en limitent la revente. Les restrictions nécessitent que les acquéreurs détiennent les titres pendant un certain nombre de mois avant d'en disposer. Les durées de ces restrictions ont été progressivement réduites au cours des années. Elles peuvent justifier, au moins partiellement, les escomptes qui sont concédés lors de l'émission de ces titres par rapport à la valeur au marché. Cet escompte serait associé au manque de liquidité des titres, bien que d'autres explications soient avancées.

---

<sup>4</sup> Un prospectus est un document contenant toute l'information nécessaire aux investisseurs sur l'entreprise qui doit être validé par un organisme compétent en la matière et diffusé ensuite auprès de l'ensemble des investisseurs.

La dimension réglementaire est donc essentielle pour comprendre la nature de ces opérations. Elle est discutée en détail dans la partie 2.

## 1.2. LES PIPES AU CANADA

Une société en croissance peut se financer par un appel public à l'épargne : elle réalise alors un premier appel public à l'épargne (PAPE). Elle devient alors une société ouverte et se finance ensuite traditionnellement par l'émission de titres sur le marché secondaire : elle réalise alors des émissions subséquentes. Les PAPEs et les émissions subséquentes constituent les émissions publiques de capitaux propres. Le tableau 1 permet d'observer qu'au cours des années 1993 à 2003, les placements privés de plus de 1,5 millions de \$ ont représenté 44 % de l'ensemble des placements de capital-actions répertoriés au Canada. 2 186 sociétés ouvertes canadiennes ont émis un placement privé, 3 614 sociétés ont procédé à un appel public, mais certaines ont procédé successivement aux deux types de placement. Sur la base du nombre des opérations, les PIPES sont donc devenus un mode de financement très important. Les produits bruts levés par placements privés sont généralement de plus faible importance que ceux obtenus du marché public. Le placement médian est de 3 millions, contre 5,7 millions de \$ pour les appels publics. Les limites de relevé de la base du *Financial Post*, qui est la seule source informatisée disponible, induisent un biais puisque les placements privés inférieurs à 1,5 millions de \$ ne sont pas répertoriés. Nous omettons vraisemblablement un nombre important de placements de petite taille. Au total, les montants obtenus par l'intermédiaire de PIPES représentent 40,58 milliards de \$, ce qui représente 13,26 % de l'ensemble des émissions d'actions, qu'elles soient initiales ou subséquentes. Cette valeur peut être rapprochée des 8% calculés aux États-Unis, au cours d'une période plus récente qui a vu augmenter fortement ce type de financement. Les placements privés de dette sont également nombreux. Ils concernent 420 entreprises, contre 512 pour les placements publics. La proportion des placements privés atteint plus de 20% du total des émissions.

Le tableau 2 distingue les émissions publiques initiales d'actions des émissions subséquentes. Les PIPES étant un mode de financement de sociétés ouvertes, il est plus pertinent de les situer uniquement par rapport aux émissions subséquentes. Depuis 1993, les sociétés ouvertes canadiennes utilisent plus fréquemment l'émission privée que publique. 2 186 entreprises ont émis un PIPE, alors que 1 663 ont procédé à un appel public subséquent. Le montant médian des émissions publiques est toutefois près de 5 fois supérieur à celui des PIPES.<sup>5</sup> Largement répandu, le placement privé semble être, pour les sociétés ouvertes, le moyen privilégié de faire face aux besoins de fonds de moyenne amplitude.

### *Insérer ici les tableaux 1 et 2*

Le tableau 3 présente la répartition des émetteurs en fonction de la Bourse sur laquelle ils sont cotés. Des PIPES ont été émis par 967 sociétés inscrites sur le TSX (ou son prédécesseur, le TSE). En 2003, 1 340 sociétés étaient inscrites sur cette Bourse et la proportion des émetteurs

---

<sup>5</sup> La situation est semblable aux États-Unis, où Krishnamurthy *et al.* (2004) montrent que la taille moyenne des émissions publiques est 5 fois supérieure à la taille moyenne des émissions privées.

de PIPEs est donc de l'ordre de 70%.<sup>6</sup> Les PIPEs ne sont donc pas l'apanage des seules petites sociétés de la Bourse de croissance TSX. Le nombre d'émetteurs inscrits sur chacune des deux Bourses est du même ordre : 1 053 sociétés inscrites sur une autre Bourse canadienne ont émis des PIPEs. Le tableau 4 illustre l'évolution des deux types d'émissions, de 1993 à 2003. L'importance relative des PIPEs est variable. En 1993, on recense près de 2 fois plus de PIPEs que d'émissions subséquentes. En 1999, les PIPEs ne représentent plus que 39,8% des émissions subséquentes. Les montants prélevés par voie privée ne représentent que 7,8% de ceux obtenus lors d'appels publics en 1999, mais atteignent 39,8% en 1996. La variabilité de l'activité des PIPEs ne semble que partiellement liée à la performance des indices boursiers et demeure un sujet de recherche.

Même s'ils ne représentent que des montants relativement modestes par rapport à l'ensemble des financements par capitaux propres, les PIPEs concernent un très grand nombre de sociétés canadiennes. Le tableau 5 permet de comparer les situations canadiennes et américaines, pour la période 1995 à 2003. Les données américaines sur les PIPEs sont rares et celles dont nous disposons sont vraisemblablement incomplètes<sup>7</sup>. Le nombre de PIPEs répertoriés au Canada représente environ la moitié de celui relevé aux États-Unis, alors que le rapport des tailles des marchés est de l'ordre de 1 à 19.<sup>8</sup> Le rapport des produits bruts totaux est de 1 à 10. Le produit brut moyen est de 43,9 millions de \$ US contre 10,2 millions de \$ CAD au cours de cette période. Cette différence traduit la différence qui existe entre les tailles moyennes des sociétés dans les deux économies. Le placement privé effectué par des sociétés ouvertes est donc un phénomène important au Canada, en raison du nombre de sociétés qui se financent de cette façon, de la proportion des émissions effectuées sous cette forme et des fonds levés. Ceci traduit certainement une adaptation à la structure particulière du marché boursier, où prédominent les sociétés de petite taille. Les diverses dimensions du phénomène méritent donc une analyse.

*Insérer ici les tableaux 3, 4 et 5*

## **2. LA DIMENSION RÉGLEMENTAIRE**

### **2.1. LA NOTION DE RÉGIME D'EXEMPTION**

La réglementation des valeurs mobilières encadre la vente et le transfert des titres par des dispositions générales. Par exemple, l'appel public à l'épargne est assorti d'exigences dont notamment l'émission d'un prospectus. Les placements privés sont émis dans le cadre du

---

<sup>6</sup> Il s'agit d'une approximation, puisque la liste des sociétés inscrites varie continuellement. Le nombre moyen des entreprises inscrites au TSE entre le 31 décembre 1992 et le 31 décembre 2003 est cependant très proche (1318 entreprises, selon la *TSE Review*).

<sup>7</sup> Il est probable que les placements effectués en vertu du paragraphe 3(a)(11) du *Securities Act (Intrastate Offering)* fédéral ne soient pas répertoriés. Ce paragraphe exempte des obligations d'enregistrement et de prospectus les émissions effectuées auprès de résidents d'un seul État par un émetteur localisé dans ce même État (Coffee et Seligman 2003, p. 452). Ces placements peuvent relever de la loi des valeurs mobilières d'un État, mais les données sont dans ce cas difficilement accessibles, car elles ne sont pas centralisées par la SEC.

<sup>8</sup> La capitalisation du marché américain s'établit à 11 052,40 milliards de \$US fin 2002, alors que celle du Canada est de 575,32 milliards de \$US. Source : *Standard & Poors, Emerging Stock Market Fact Book*, New-York (2003, p.32).

régime de dispenses, qui regroupe les dispositions de la réglementation des valeurs mobilières permettant à certaines catégories d'émetteurs et à certains types d'investisseurs de négocier en dehors des dispositions générales de la Loi des valeurs mobilières.

Dans les diverses juridictions, le législateur a en effet prévu un ensemble de dispenses en raison de la nature des titres émis, ou encore des caractéristiques des émetteurs ou des investisseurs. Les placements émis dans le cadre de ce régime de dispenses sont des placements privés. Les règles qui les régissent ont été assouplies dans la plupart des provinces, à la suite de divers travaux présentant la réglementation des valeurs mobilières comme un obstacle au financement des sociétés de petite taille. MacIntosh (1994) mentionne qu'il existe des barrières légales et institutionnelles limitant l'accès au financement des entreprises innovantes au Canada. En particulier, il évoque les coûts proportionnellement élevés de la divulgation initiale lors des appels publics à l'épargne, les restrictions à la revente des placements privés ainsi que les coûts associés aux exigences de la divulgation imposées aux sociétés ouvertes. Une analyse détaillée des barrières réglementaires est menée en 1996 par le groupe de travail ontarien sur le financement des petites entreprises (Ontario Securities Commission 1996). Celui-ci effectue des constats semblables à ceux de MacIntosh, notamment en ce qui concerne les coûts des appels publics à l'épargne et propose une série de changements qui ont inspiré la Règle 45-501, adoptée en 2001 en Ontario.

Nous ne décrivons ici que les principales notions pertinentes à la problématique des PIPEs, soit le régime de dispenses, les dispenses de prospectus et les conditions de revente.<sup>9</sup>

## 2.2. LE RÉGIME DE DISPENSES

La société qui désire émettre des titres dans le public peut se prévaloir de l'une ou l'autre des dispenses de prospectus. L'idée générale de ces exemptions est établie comme suit par les Autorités Canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) : « Le prospectus constitue un élément précieux du système de protection de l'investisseur au Canada, mais sa rédaction et son acceptation par les organismes de réglementation peuvent demander énormément d'argent et de temps aux entreprises qui ont besoin de capitaux. Par conséquent, nos lois abolissent les exigences relatives au prospectus lorsque les titres offerts présentent un risque très faible (p. ex. obligations gouvernementales) ou lorsque les titres sont distribués à des investisseurs avertis qui n'ont pas besoin de la sécurité qu'offre le prospectus (p. ex., institutions financières ou investisseurs avertis). »

Des conditions générales s'appliquent à tous les titres émis par voie de dispense :

- Les titres offerts doivent être des titres propres à l'entreprise émettrice
- Chaque acheteur doit acquérir les titres en son nom propre
- Il existe une limite maximale au nombre d'acheteurs lors d'un placement privé variant entre 25 et 50 selon la province.
- Aucune publicité ne doit être faite de l'offre
- Aucun frais de promotion ou de vente ne doit être facturé pendant l'opération

---

<sup>9</sup> Nous avons omis les dispenses qui concernent les sociétés fermées, celles qui concernent les capitaux de lancement, les valeurs refuges et les actions vendues aux employés.

- L'investisseur doit être un investisseur averti ou un investisseur avec des intérêts convergents avec l'entreprise émettrice (dirigeants de l'entreprise, famille...)

Depuis le début des années 2000, les provinces autres que le Québec ont revu en profondeur la réglementation du marché des produits émis dans le cadre du régime de dispenses. Nous présentons donc les dispositions qui prévalent depuis 2001 dans presque toutes les provinces, en indiquant au besoin les changements apportés par rapport aux situations qui prévalaient antérieurement. Nous distinguons les dispositions qui régissent l'émission et l'acquisition de placements (dispenses de prospectus) de celles qui régissent la revente de ces titres (les conditions de revente).

### 2.3. LES DISPENSES DE PROPECTUS

L'idée générale de ces dispenses est que certains investisseurs ont suffisamment de connaissances et un accès suffisant à l'information pour investir sans avoir besoin du prospectus. Ces investisseurs sont dits avertis dans les anciennes réglementations, mais la notion d'investisseur agréé apparaît dans les nouvelles dispositions réglementaires. Un particulier peut être considéré comme averti s'il est en mesure d'investir un montant élevé (150 000 \$ dans la réglementation québécoise actuelle) ou si son revenu ou sa richesse nette dépasse certains plafonds qui, pour le moment, diffèrent d'une province à l'autre. En Ontario, la Règle 45-501 élargit la notion d'investisseur averti et annule le plancher pour se qualifier comme investisseur averti. Par ailleurs, les institutions financières sont considérées de facto comme étant des investisseurs avertis. La dispense d'investisseur averti (qui remplace, en Ontario, 6 dispenses qui prévalaient antérieurement) touche trois grandes catégories d'intervenants :

- Tout organisme bancaire financier ou d'assurance enregistré auprès des autorités canadiennes (banque ou d'une filiale de banque, régime de retraite, fiducie ou toute autre organisation institutionnelle ou non spécialisée dans la gestion d'actifs financiers).
- Un particulier dont la « surface financière » est supérieure ou égale à 300 000 \$.
- Toute personne dont les intérêts personnels sont convergents avec ceux de l'entreprise émettrice. Cette dernière catégorie comprend la famille et les anciens dirigeants de l'entreprise émettrice.

En Alberta et en Colombie-Britannique, la norme nationale 45-103<sup>10</sup> qui régleme les dispenses est entrée en application en avril 2002, dans le but d'harmoniser les règles de dispense dans les deux provinces. Les investisseurs avertis ont des caractéristiques semblables à celles définies sous la Règle 45-501. La réglementation des placements privés au Québec n'a pas encore été modifiée. Les articles 43 et 44 de la loi sur les valeurs mobilières du Québec définissent les règles qui régissent les placements émis par voie de dispense. En ce qui concerne les investisseurs institutionnels, les critères diffèrent peu de ceux qui prévalent ailleurs au Canada.

---

<sup>10</sup> *Multilateral Instrument 45-103: Capital raising exemptions.*

Les investisseurs qui satisfont aux critères peuvent donc acquérir des placements privés, dans la mesure où les caractéristiques du placement satisfont aux conditions générales des titres émis par voie de dispense. L'exemption propre au placement privé s'accompagne de restrictions en matière de revente des titres.

#### 2.4. LES CONDITIONS DE REVENTE

La plupart des provinces canadiennes ont établi un « système fermé ». Dans un tel système, les dispenses sont l'unique moyen d'échapper aux exigences de prospectus pour distribuer des titres. Par ailleurs, les placements privés sont sujets à des conditions qui en limitent la revente. En principe, les acheteurs de placements émis par voie de dispense doivent émettre un prospectus s'ils désirent les céder à d'autres investisseurs, sauf si ces derniers possèdent également le statut d'acquéreur pouvant bénéficier d'une dispense. Il est également possible, pour l'acheteur initial, d'attendre que s'écoule la durée de restriction, durant laquelle les titres ne peuvent être cédés librement.

Ces dispositions visent à éviter que des émetteurs ne contournent les dispositions de la réglementation relatives aux émissions publiques. En leur absence, il serait possible pour un acquéreur de se prévaloir d'une dispense pour revendre immédiatement les titres. L'émission aurait alors lieu sans prospectus. Cette procédure est connue sous le terme de *backdoor underwriting*. Par ailleurs, ces restrictions peuvent également être justifiées par le fait que les acheteurs de placements privés dans des sociétés à faible capitalisation pourraient induire de fortes fluctuations de prix s'ils négociaient rapidement leurs titres. Des dispositions particulières s'appliquent d'ailleurs aux détenteurs de position de contrôle, que cette position ait été ou non acquise dans le cadre de placements privés. Un actionnaire en position de contrôle<sup>11</sup> ne peut vendre ses actions sur le marché sans émettre de prospectus. Il procède alors à une émission dite « secondaire ». Toutefois, plusieurs conditions ou situations permettent de se soustraire à cette exigence.

L'adoption de la norme nationale 45-102, en novembre 2001, a introduit un nouveau régime relatif à la revente des placements privés, dans l'ensemble du Canada.<sup>12</sup> Les principes et distinctions entre les diverses situations changent peu, mais les durées de restrictions ont été réduites.

##### 2.4.1. La norme 45-102

Les restrictions de revente des placements privés prennent deux formes, soit 1) le délai pendant lequel l'investisseur doit conserver les titres en question (la période de conservation) qui s'applique à tous les émetteurs et 2) le délai pendant lequel un émetteur qui devient assujéti doit avoir fourni de l'information au marché (la période d'acclimatation). Cette

---

<sup>11</sup> Personne pouvant influencer le contrôle de l'émetteur ou détenant plus de 20% des actions.

<sup>12</sup> Le Québec n'est pas signataire de cette entente, mais la CVMQ a émis une ordonnance pour harmoniser la période de détention à celle prévue à la norme multilatérale 45-102 sous réserve de certaines restrictions importantes. Les motifs de ces restrictions sont exposés dans le Bulletin hebdomadaire : 2000-09-08, Vol. XXXI n° 36, disponible en ligne à : [http://www.cvmq.com/Upload/fichier\\_pdf/norme/A-XXXI-36.pdf](http://www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/A-XXXI-36.pdf)

période d'acclimatation s'ajoute à la période de conservation. Globalement, il existe donc une période dite de restriction<sup>13</sup>.

À la suite de l'adoption de la norme 45-102, la revente de titres acquis lors d'un placement privé est interdite pendant quatre à douze mois, selon principalement le statut de l'émetteur. L'idée générale est que la durée peut être réduite lorsque l'émetteur est assujéti. Il est alors soumis aux obligations de divulgation, via SEDAR. Cette disposition concerne évidemment les PIPEs. Les placements privés d'un émetteur assujéti dit admissible, auprès d'investisseurs agréés, ne sont plus soumis qu'à des restrictions en matière de revente que pour quatre mois, au lieu de douze<sup>14</sup>. Les placements privés effectués par des émetteurs assujétis qui ne sont pas des émetteurs admissibles sont généralement encore assujétis aux restrictions en matière de revente pour une période de 12 mois.

En mars 2004, les autorités de valeurs mobilières de toutes les provinces ont adopté une version révisée de la norme 45-102, qui élimine la référence à la notion d'émetteur admissible. Désormais, les placements privés de tout émetteur assujéti au Canada sont soumis à une durée de détention minimale de 4 mois. Les titres émis par un émetteur non assujéti devront être détenus durant 4 mois et un jour après le moment où cet émetteur devient assujéti dans l'une ou l'autre des provinces ou territoires, contre une année auparavant.

À la suite des modifications des durées de restrictions, les Bourses canadiennes ont modifié les engagements que doivent signer les souscripteurs dans le cadre d'un placement privé de titres nouvellement émis effectué par un émetteur inscrit. Cet engagement, qui est assorti d'un questionnaire, prévoit que le souscripteur s'engage à ne pas revendre les titres sans le consentement de la TSE pendant quatre mois ou pendant la période prévue par les lois sur les valeurs mobilières applicables, selon la plus longue de ces périodes.

#### 2.4.2. Positions de contrôle et revente

Le détenteur d'une position de contrôle doit en principe procéder à une émission secondaire avec prospectus pour disposer de ces actions, sauf dans les situations suivantes :

- le placement est effectué par un investisseur institutionnel admissible.<sup>15</sup>
- les périodes de restrictions semblables à celles prévues pour les acquéreurs de placements émis par voie de dispense sont écoulés.
- les vendeurs ne disposent pas d'informations particulières relatives à l'émetteur.

---

<sup>13</sup> Des conditions supplémentaires s'appliquent aux émetteurs des secteurs pétrolier, gazier et minier (avis du personnel 45-301 et instruction générale C-2B); les périodes de conservation

<sup>14</sup> Cette réduction de la période de restriction s'applique également aux détenteurs des titres placés auprès d'employés, de hauts dirigeants et de conseillers conformément à une dispense d'établissement de prospectus avant un premier appel public à l'épargne.

<sup>15</sup> Ces investisseurs comprennent les institutions financières, fonds d'investissement, etc. La liste en est définie dans la Norme canadienne 62-101 [http://www.cvmq.ca/Upload/fichier\\_pdf/norme/62-101fr.pdf](http://www.cvmq.ca/Upload/fichier_pdf/norme/62-101fr.pdf)

- les porteurs de blocs de contrôle et les promoteurs seront tenus de déposer au préalable, auprès des autorités en valeurs mobilières, des avis informant ces dernières des ventes envisagées.

Les restrictions apportées à la revente des positions de contrôle sont en effet conçues pour limiter les transactions d'initiés. La période de conservation de quatre mois s'applique aux porteurs de *blocs de contrôle* d'émetteurs admissibles. Autrement, elle est de 12 mois.

La réglementation des valeurs mobilières limite donc peu la capacité des investisseurs institutionnels d'acquérir des PIPEs et les possibilités pour les sociétés d'en émettre. Les restrictions à la revente de tels placements ont été allégées fortement. Les investisseurs agréés peuvent se les échanger après quatre mois et même les céder au public sans émettre de prospectus. Il reste à voir toutefois si les volumes de transactions sur les titres visés permettent effectivement de disposer des placements privés à des prix proches de ceux du marché. En effet, si les acheteurs de placements privés peuvent rapidement disposer de leurs investissements au prix du marché, il devient difficile d'expliquer les escomptes observés lors de l'acquisition de ces placements. Ces escomptes sont généralement associés au manque de liquidité des placements. Par ailleurs, les rendements des acquéreurs peuvent devenir fort élevés dans cette situation. L'examen des dimensions du financement et de l'investissement illustre ces problématiques, auxquelles la recherche n'a pas, pour le moment apporté de réponses satisfaisantes.

### **3. LA DIMENSION FINANCEMENT**

#### **3.1. QUI UTILISE LES PIPEs ?**

Selon les quelques études qui sont actuellement disponibles, les PIPEs seraient davantage utilisées par les entreprises de petite taille, dans des secteurs particuliers et lorsque leur situation financière est dégradée.

La taille : aux États-Unis, les PIPEs sont principalement utilisés par des jeunes sociétés en expansion. Selon Kim (2002), plus de 86% (56%) des PIPEs des années 2001-2002 ont été émis par des sociétés dont l'actif était inférieur à 250 (50) millions de \$. Chaplinsky et Haushalter (2004) soulignent également que les entreprises émettant des PIPEs sont de taille plus petite que celles émettant des SEOs, en termes de capitalisation boursière, d'actifs et de chiffre d'affaires. La taille des émissions observée au Canada indique également que les PIPEs sont majoritairement utilisés par des sociétés de petite taille.

Le secteur : Selon Dresner and Kim (2003) les PIPEs américains sont essentiellement effectués par des sociétés technologiques et du domaine de la santé, en particulier par les entreprises biotechnologiques et pharmaceutiques. Hertz et al. (2002) montrent que leur échantillon de 619 PIPEs est composé à 55% d'entreprises appartenant à 6 industries, soient *Chemicals and allied products* (14%), *Electric and electronics equipment* (10%),  *Holding and other investment offices* (10%), *Instruments and related products* (8%), *Industrial machinery*

*and equipment* (8%) et *Business services* (6%). Selon Kim (2002)<sup>16</sup>, les PIPEs sont concentrés dans un très petit nombre de secteurs. Les 10 premiers secteurs représentent 45% du volume des transactions : *Pharmaceuticals & related, Healthcare (medical equipment), Biotech, Telco (equipment), Energy resources and related, Telco (misc), Computers (misc), electronics and related, Internet E commerce & rel., software (applications)*. Au Canada, le tableau 6 permet d'étudier la répartition sectorielle des PIPEs et de comparer cette répartition avec celle des émissions subséquentes. Le secteur des ressources naturelles est à l'origine de 61,7% des PIPEs, et lève 46,7 % des montants. La comparaison avec le volet B de ce tableau qui présente les données des émissions publiques indique que le placement privé est proportionnellement plus fréquent et plus important que le placement public dans ce secteur. Les autres secteurs d'activité fortement représentés sont le secteur manufacturier, avec 9,0 % des placements et 7,9% des montants prélevés, le secteur technologies (11,6% et 14,8%) et le secteur biotechnologies (3,1% et 1,87%). L'analyse canadienne des PIPEs devra donc prendre en compte cette dimension sectorielle forte. La répartition sectorielle des PIPEs semble être fort différente entre les deux pays.

La rentabilité : Alors que plusieurs études empiriques, notamment Loughran et Ritter (1997) documentent que les émissions publiques sont précédées d'une performance boursière et opérationnelle anormale positive, les entreprises qui émettent des PIPEs sont en mauvaise santé financière, mais connaissent généralement avant l'émission une performance boursière anormale positive. Dans les deux cas, les ratios *market-to-book* sont élevés. Hertz et Smith (1993) trouvent que sur un échantillon de 106 placements privés, durant les deux années précédant l'émission, les émetteurs de PIPEs ont connu un rendement de l'actif (ROA) moyen de -30%, presque 80% des émetteurs ont eu des revenus d'exploitation négatifs, et plus de 60% des émetteurs ont vu leurs prix baisser. Hertz et Smith (2002) observent la même situation sur un échantillon plus important de 1980 à 1996. La performance opérationnelle reste également statistiquement plus faible après l'émission de PIPEs. Les entreprises émettrices ont des dépenses en capital et en R&D (rapportées aux actifs) supérieures à la moyenne. Chaplinsky et Haushalter (2003) soulignent que les émetteurs de PIPEs, surtout de *floating rate convertibles*, sont des entreprises en détresse financière et ayant une probabilité élevée de faillite (ROA négatifs, *burn rates* élevés, niveau d'endettement élevé et versement de dividendes faible).

Les PIPEs seraient donc majoritairement émis par des entreprises de petite taille et dont la santé financière est souvent mauvaise. Il s'agit cependant d'effets moyens et une grande diversité de situations apparaît dans les différentes études empiriques. La répartition sectorielle semble différer au Canada. Les caractéristiques de santé financière et de taille restent inconnues au Canada.

### 3.2. POURQUOI UTILISER LES PIPEs ?

Une société ouverte peut, en principe, émettre des actions par le biais d'une émission publique. Elles seront acquises par une vaste ensemble d'investisseurs qui vont contribuer à augmenter la liquidité du titre, ce qui a un effet favorable sur les coûts de transaction et la

---

<sup>16</sup> <http://www.privateraise.com/downloads/PIPEs%20Marketplace%20-%20A%20Guided%20Tour.pdf>

volatilité. On peut donc se demander pourquoi certaines optent pour un financement en bloc, effectué auprès d'un ou quelques investisseurs. Les économies de temps et de coûts constituent une première explication. Une seconde avenue propose une explication positive au choix du financement privé. L'entreprise rechercherait un effet de certification et / ou une discipline qu'apporterait un actionnaire important. Celui-ci serait en mesure d'évaluer correctement l'entreprise, car il pourrait disposer d'informations qu'il serait onéreux ou dangereux de diffuser dans le public. Une troisième avenue propose au contraire que le PIPEs est un choix de dernier recours, effectué par des entreprises qui ne disposent pas d'autres choix et cherchent au contraire à se soustraire à toute discipline.

### 3.2.1. Les coûts et délais ou l'argument des économies

L'émission publique nécessite des coûts élevés, qui sont, aux États-Unis, en croissance rapide. Mola and Loughram (2004) montrent que l'escompte par rapport à la valeur au marché des actions s'établit à 4 % en moyenne en 1999, alors qu'il était de 0,8 % en 1986. Cette augmentation n'a pas été contrebalancée par une réduction de la rémunération des courtiers, qui s'établit en moyenne à 4,8 %, en 1999. Le coût moyen d'une émission publique subséquente serait donc de l'ordre de 8,9%, mais serait plus élevé pour les sociétés de petite taille dont la liquidité est faible, comme le montrent Butler *et al.* (2003). Le placement privé pourrait être vu comme l'un des moyens de réduire les coûts directs de financement associés au placement public. De plus, il permettrait de diminuer de façon importante les coûts indirects liés notamment aux temps et énergie consacrés à la préparation du prospectus. Toutefois, les titres vendus lors des PIPEs se vendent en moyenne avec un escompte de 16,5% (Hertzel *et al.* 2002). Bien que les coûts ne puissent être directement comparés en raison des différences de taille des émetteurs, il semble que le placement privé se traduit par des coûts globaux d'émission plus élevés que les émissions subséquentes<sup>17</sup>. L'argument de l'économie des frais de courtage et autres frais liés à l'émission publique ne suffit donc pas à expliquer l'emploi du placement privé.

Wu (2004) introduit la notion de coût d'information. Il avance qu'une entreprise présentant une forte asymétrie informationnelle utilise le marché privé pour réduire les coûts de production de l'information. Les coûts sont moindres sur le marché privé en raison du moins grand nombre d'investisseurs. Il montre ainsi que les sociétés ayant recours à des placements privés sont caractérisées par une asymétrie informationnelle plus importante que celles qui ont recours à des offres publiques. Elles sont plus susceptibles d'avoir fait leur premier appel public à l'épargne tôt dans leur cycle de vie, sont moins susceptibles d'avoir été soutenues par des sociétés de capital risque. Les investisseurs institutionnels y sont moins impliqués, intéressent moins d'analystes, les actions sont moins fréquemment échangées et la fourchette prix offert-prix demandé est plus large. Cette hypothèse conduit à la thèse de l'asymétrie informationnelle.

---

<sup>17</sup> L'étude comparée des coûts et escomptes lors de PIPEs et de SEOs représente un sujet de recherche important qui dépasse cependant le cadre de la présente étude.

### 3.2.2. Asymétrie informationnelle

Selon le modèle proposé par Chemmanur et Fulghieri (1999) les sociétés les mieux connues par le marché opteront pour l'appel public. Celles qui présentent l'asymétrie informationnelle la plus forte choisiront le placement privé. Lors d'une émission publique, l'entreprise doit divulguer une information abondante. Cette opération peut s'avérer coûteuse lorsque l'asymétrie est forte. La divulgation peut être dommageable, voire impossible lorsque cette information concerne des projets de R&D de longue portée, comme c'est le cas dans le domaine bio-médical. Il peut alors être optimal de limiter l'asymétrie à un petit nombre d'investisseurs. Dans un tel cas, l'entreprise qui annonce un placement privé transmet au marché un signal positif. Le placement privé joue le rôle d'une certification, par un investisseur averti et compétent dans le secteur visé. Les investisseurs informés valident ainsi l'évaluation de l'entreprise par le marché en achetant des actions de cette société. Cette thèse de la certification est défendue par Janney and Folta (2003) qui montrent que le marché réagit positivement à l'annonce de placements privés. Cette réaction est d'autant plus positive que le placement est assorti de partenariats de recherche. Cet argument a d'autant plus de valeur que les acquéreurs d'un placement privé devront le conserver durant une période longue. Ils seront aussi en mesure d'exercer une surveillance active, ce qui conduit à l'argument de la supervision.

Si la direction sait que l'entreprise est sous-évaluée par le marché, elle préférera émettre par voie de placement privé, majoritairement aux actionnaires en place. Il semble en effet que les placements privés se fassent majoritairement auprès des actionnaires existants (Wu 2000). Dans ce cas, les entreprises sous-évaluées procéderaient par placement privé et celles qui sont surévaluées procéderaient par placement public. Les performances à la suite de placements privés devraient alors être majoritairement positives.

### 3.2.3. Surveillance

Il est couramment admis que le placement privé renforce le contrôle que les actionnaires peuvent exercer sur les dirigeants : à l'issue du placement, l'actionnariat serait plus concentré et les détenteurs de placements privés seraient davantage impliqués en raison d'une période de détention plus longue (Wruck 1989; Kahn et Winton 1998). Les placements privés diminueraient donc les coûts d'agence. Une entreprise pourrait chercher à se financer de cette façon pour montrer qu'elle désire se soumettre à un contrôle accru et augmenter ainsi sa valeur. Toutefois, cette hypothèse dite de *monitoring* repose sur la présence d'investisseurs actifs qui vont intervenir dans la gestion de l'entreprise, tels que des régimes de retraite ou des sociétés de capital risque.

Les quelques analyses de l'évolution de l'actionnariat au moment des placements privés indiquent toutefois qu'ils sont le plus souvent acquis par des investisseurs peu actifs. La détention par les initiés augmente à la suite de ces placements. Les dirigeants influenceraient la structure de propriété en leur faveur (Wu 2004). L'analyse des diverses catégories d'acheteurs de placements privés ne permet pas de valider l'hypothèse de la surveillance.

### 3.2.4. Les hypothèses du dernier recours et du retranchement

A l'inverse des hypothèses basées sur l'asymétrie et la certification, plusieurs auteurs américains estiment que le placement privé est un choix de dernier recours, effectué par des entreprises qui ne peuvent émettre sur le marché public. Selon Anson (2001, p.66), le marché des PIPEs a démarré parce que de nombreuses petites entreprises nouvellement créées n'étaient pas en mesure de lever des fonds au moyen d'une émission conventionnelle, notamment en raison des délais très courts dont disposent les entreprises technologiques. Il est également possible que les entreprises utilisent les PIPEs parce que les montants en cause sont trop faibles pour justifier une émission publique. Il est donc possible que des entreprises utilisent les PIPEs parce que toute autre forme de financement par capitaux propres leur est interdite. Dans ce cas, les escomptes devraient être très élevés, par rapport à la situation d'asymétrie où elles utilisent ce véhicule pour ne pas révéler au public des informations stratégiques. Wu (2004) lie les dimensions asymétrie et qualité. Les candidates aux PIPEs seraient de mauvaise qualité et présenteraient une forte asymétrie informationnelle. En effet, les entreprises de bonne qualité ont intérêt à résoudre l'asymétrie, alors que les entreprises de mauvaise qualité n'ont pas intérêt à le faire. Le recours au placement privé est donc dans ce cas un signal négatif.

Par ailleurs, les PIPEs seraient également l'occasion, pour le dirigeant, de se retrancher davantage et aussi de s'enrichir. Ces hypothèses contrastent avec la notion conventionnelle qui associe à l'intervention d'investisseurs importants un renforcement de la gouvernance. Ceci provient du fait que les placements privés ciblent en général un nombre limité d'investisseurs qui sont déjà associés à l'actionnariat et que les dirigeants peuvent choisir. La proportion des actions détenue par les initiés augmente en moyenne à la suite des PIPEs. Les acquéreurs de PIPEs seraient souvent des investisseurs peu actifs qui participent peu à la gestion (Barclay *et al.* 2001 et Wu 2004). Barclay *et al.* (2001) attribuent d'ailleurs l'escompte de placement privé à l'augmentation du retranchement du ou des dirigeants, et montrent que les acquéreurs de placements privés sont caractérisés par la rareté de leurs implications dans la gestion, l'absence de conflits avec les dirigeants et l'absence de services associés au contrôle et à la certification; les hypothèses de certification et de surveillance sont donc contredites.

L'hypothèse de *self-dealing* associe également le placement privé à une information négative: lors d'un placement privé, les dirigeants s'arrangeraient pour que les investisseurs initiés (eux-mêmes ou d'autres actionnaires proches de la direction) bénéficient de conditions avantageuses, surtout si ces derniers détiennent peu d'actions avant l'émission, afin d'exproprier les actionnaires actuels. Les initiés, détenant peu d'actions au départ vont pouvoir, grâce aux importants escomptes obtenus, diluer les anciens actionnaires. Wu (2004) confirme cette hypothèse en mettant en évidence des escomptes supérieurs lorsque les initiés participent au placement privé et détiennent peu d'actions avant le placement. Les dirigeants profiteraient donc pour leur propre compte d'émissions qui se font à un prix inférieur à la valeur marchande du titre. Cette opération induit cependant un biais : les placements privés offerts aux non initiés seraient donc ceux dont la valeur est surestimée.

En conclusion, certaines études affirment que le placement privé est lié à une information positive puisque le marché privé attire des sociétés de bonne qualité, qui cherchent à réduire

l'asymétrie informationnelle dont elles souffrent. Selon l'hypothèse de surveillance, le placement privé serait également un signal positif puisque les sociétés qui recourent à un tel placement sont des sociétés qui souhaitent que les actionnaires surveillent leur gestion et donc, en principe, des sociétés de bonne qualité. Mais d'autres études associent le placement privé à une information négative dans la mesure où le marché privé attire des sociétés de mauvaise qualité, dont les dirigeants chercheraient à se retrancher. Les motivations des émetteurs de PIPEs sont vraisemblablement diverses et fluctuent selon les secteurs. Les résultats des travaux menés du point de vue des investisseurs s'expliquent vraisemblablement par cette diversité.

#### 4. LES PIPEs ET LES INVESTISSEURS

Dans les sections précédentes, nous avons documenté les aspects réglementaires entourant les PIPEs, nous avons caractérisé les entreprises qui émettent des PIPEs et énoncé plusieurs hypothèses. Pour les tester, les chercheurs ont examiné plusieurs angles d'attaque. Ils ont en premier lieu estimé la distribution des escomptes et primes observés lors de l'émission des PIPEs par rapport au cours antérieur des actions cotées. En second lieu, ils ont analysé la réaction des prix des actions cotées lors de l'émission de PIPEs, pour déterminer si en moyenne l'émission est associée à une bonne ou mauvaise nouvelle par le marché. Enfin, ils ont comparé le rendement à long terme des actionnaires des sociétés émettrices, ainsi que celui réalisé par les investisseurs souscrivant aux PIPEs, à celui obtenu sur des portefeuilles de titres de risque comparable, pour déterminer si ce rendement est positif ou négatif. Nous tentons de faire la lumière sur les principaux résultats de ces études et d'en faire la synthèse.

##### 4.1. ESCOMPTES

Les PIPEs sont généralement vendus à un prix inférieur au cours qui prévaut sur le marché boursier. L'escompte est généralement estimé par rapport au cours de l'action cotée relevé 10 jours après l'annonce. Il se situe entre 9% et 20% selon les études (Hertzel et Smith 1993; Hertzel *et al.* 2002; Barclay *et al.* 2003; Krishnamurthy *et al.* 2004; Wu 2004). Toutefois, certains PIPEs (environ 20%) sont émis au pair ou à prime.

Les escomptes semblent dépendre de plusieurs facteurs, dont la nature des titres offerts. Selon Kim (2002),<sup>18</sup> lorsque des actions ordinaires non convertibles sont émises sans bons de souscription, l'escompte est de 9%; il passe à 22% lorsque des bons de souscription sont émis conjointement. Dans le cas d'actions convertibles (sans bons de souscription), l'escompte est nul, mais il passe à 16% si les actions convertibles sont assorties de bons de souscription. Il semble toutefois difficile d'expliquer les variations de l'escompte simplement par le type de placements. L'escompte varie également de façon importante selon la situation financière et le secteur de l'émetteur.

Selon Wu (2004), l'escompte du placement privé pourrait être lié aux coûts encourus pour amener les investisseurs informés à révéler l'information positive dont ils disposent. L'effet d'un placement privé dominé par des investisseurs informés serait alors positif. L'escompte

---

<sup>18</sup> <http://www.privateraise.com/downloads/PIPEs%20Marketplace%20-%20A%20Guided%20Tour.pdf>, p.12

pourrait également être relié aux hypothèses de *self-dealing* ou de retranchement : il récompenserait les investisseurs pour leur non-immixtion dans la gestion de l'entreprise. L'effet d'un placement privé dominé par des investisseurs informés serait alors négatif. Wu (2004) tente de déterminer laquelle de ces deux hypothèses est la plus plausible. Il observe une augmentation de la concentration de la propriété liée aux placements privés<sup>19</sup> et conclut que l'hypothèse négative est la plus vraisemblable.

Barclay *et al.* (2003) documentent un escompte significativement moindre pour les PIPEs effectués par des investisseurs actifs (-1,8% en moyenne et -7,5% en médiane) par rapport à ceux effectués par des investisseurs passifs (-20,8% et -19,5%). Les escomptes observés pour les PIPEs souscrits par les dirigeants de l'entreprise sont similaires à ceux souscrits par les investisseurs passifs. Ce résultat va dans le sens de l'enracinement des dirigeants face à des investisseurs passifs. Ces derniers, en échange d'escomptes importants conviendraient implicitement de ne pas jouer un rôle actif dans les décisions se rapportant à la conduite des affaires de l'entreprise, à ne pas annoncer publiquement des conflits potentiels avec la direction, et/ou à ne pas rechercher de fusions et acquisitions, même si cette voie doit être privilégiée pour créer de la valeur pour les actionnaires de l'entreprise.

Par ailleurs, Barclay *et al.* (2003) montrent que le manque de liquidité associé au statut de titre non enregistré ne saurait être une explication aux escomptes observés. En effet, la comparaison des coûts de l'enregistrement à l'ampleur de l'escompte milite en faveur d'autres explications. Pour Krishnamurthy *et al.* (2004, p.18), l'escompte pourrait également être une compensation pour le manque de liquidité des placements privés, en raison des deux années de restrictions portant sur la revente des titres non enregistrés. Les auteurs analysent donc l'escompte pour un sous-échantillon de titres soumis à une telle restriction de revente et trouvent que celui-ci est plus élevé (34% par rapport à 19,44%). Mais l'escompte existe également dans le sous-échantillon de titres enregistrés, non soumis à des restrictions de revente, et les auteurs concluent que le manque de liquidité ne peut à lui seul expliquer l'escompte. De plus, ils trouvent que l'escompte de prix est plus élevé pour les investisseurs non affiliés (21,33%) que pour les investisseurs affiliés (13,5%). Ce dernier résultat n'est pas conforme à l'hypothèse de *self-dealing*, selon laquelle les investisseurs affiliés pourraient se prévaloir d'escomptes plus importants.

La présence d'escomptes importants lors de l'émission de PIPEs reste donc largement inexplicée.

#### 4.2. COMMENT LE MARCHÉ PERÇOIT-IL L'ANNONCE DES PIPEs?

Afin d'examiner si l'annonce des PIPEs est perçue par le marché comme une bonne ou une mauvaise nouvelle, plusieurs études événementielles ont estimé le rendement anormal des actions publiques de l'entreprise dans laquelle le PIPE est émis autour de la date d'annonce. Il convient, en raison de l'escompte documenté plus haut, de distinguer le rendement anormal du public investisseur de celui des investisseurs qui participent au PIPE.

---

<sup>19</sup> La moyenne de la détention d'actions par les dirigeants et les détenteurs d'une part importante du capital pour les placements privés est de 48,77% avant l'émission et 49,16% contre respectivement 49,88% et 41,58% pour les placements publics.

Le rendement normal, soit le rendement attendu du marché, est généralement calculé comme suit : 1) le coefficient de sensibilité du titre au rendement du marché est tout d'abord estimé à l'aide du modèle de marché sur une fenêtre de rendements journaliers correspondant le plus souvent à l'année précédant l'annonce; 2) par la suite le rendement normal du titre ou le rendement attendu est égal à ce coefficient de sensibilité multiplié par le rendement de marché observé durant la fenêtre d'annonce du PIPE. Les rendements anormaux moyens sont calculés pour chacun des jours de la fenêtre d'annonce retenue. Les rendements anormaux cumulés moyens (*CARs*, *cumulative abnormal returns*) sur lesquels portent l'ensemble des tests des études événementielles sont ensuite estimés pour différentes fenêtres, typiquement [-3; +1], pour des dates d'annonce en  $t=0$ . Pour s'assurer de la robustesse des résultats, plusieurs indices de marché sont utilisés.

La plupart des études empiriques (Hertzel et Smith 1993; Hertzel *et al.* 2002; Barclay *et al.* 2003; Chaplinsky et Haushalter 2003; Janney et Folta 2003; Krishnamurthy *et al.* 2004) obtiennent des résultats cohérents. Le rendement anormal cumulé moyen lors de l'annonce d'un PIPE est positif. Ce rendement anormal à l'annonce d'un PIPE est de l'ordre de 2% (compris entre 0,5% et 3,7%).

Ce résultat moyen pris isolément donne du crédit aux hypothèses de surveillance et de certification. Toutefois, au-delà de l'effet moyen, plusieurs chercheurs examinent si les rendements anormaux diffèrent selon des dimensions relatives aux caractéristiques des entreprises émettrices, aux investisseurs souscrivant aux PIPEs, ou encore à la structure des PIPEs.

Krishnamurthy *et al.* (2004) montrent cependant que lorsqu'on exclut les entreprises en difficulté financière de l'échantillon, le rendement anormal lors de l'annonce disparaît (devient non significatif). Le rendement anormal serait par ailleurs supérieur lorsque le PIPE est effectué auprès d'investisseurs affiliés (non-affiliés) à l'entreprise (3,68% contre 1,39%) confirmant l'hypothèse de Leland et Pyle (1977) selon laquelle le marché perçoit positivement une plus grande implication des investisseurs affiliés. Ce résultat va également dans le sens de l'hypothèse de monitoring et de certification. Barclay *et al.* (2003) montrent que l'effet d'annonce est plus prononcé dans le cas de PIPEs effectués par des investisseurs actifs (5% en moyenne), par rapport aux investisseurs passifs (1,4%). Le *CAR* est toutefois négatif pour le groupe de PIPEs souscrits par les dirigeants eux-mêmes. Brophy *et al.* (2004) trouvent un rendement de 5,57% pour les PIPEs traditionnels (2 643 PIPEs), mais de -0,52% pour les PIPEs structurés (1 197 PIPEs). Pour les PIPEs traditionnels, le prix de vente est prédéterminé (action ordinaire ou convertible avec un ratio de conversion fixe), alors que pour les PIPEs structurés, le prix réel de l'action est inconnu au moment de la transaction. Les premiers sont placés essentiellement auprès de divers investisseurs institutionnels, alors que les seconds sont surtout placés auprès de fonds de couverture. Chaplinsky et Haushalter (2003) documentent respectivement des rendements significatifs de 0,92% et 3,49% selon que les PIPEs correspondent à des placements qui offrent une protection contre le risque de perte ou pas.

Enfin, au-delà du rendement anormal réalisé par le public investisseur, plusieurs chercheurs examinent le rendement anormal des investisseurs qui participent au PIPE. Ils ajustent alors le rendement pour prendre en compte l'escompte au moment du placement. Le rendement

anormal est dans ce cas de l'ordre de 8 à 9%.<sup>20</sup> Ce résultat confirme donc que les investisseurs qui souscrivent aux PIPEs réalisent des rendements anormaux positifs. Toutefois, ce résultat est plus troublant lorsqu'on prend le point de vue de l'entreprise et celui des autres actionnaires. Il semble y avoir en moyenne un transfert de richesse des autres actionnaires vers les investisseurs informés souscrivant au PIPE, car la vente de titres via le PIPE a lieu en moyenne à des escomptes importants. Par ailleurs, il est difficile de réconcilier ce résultat, soit la concession en moyenne par l'entreprise d'un escompte non négligeable lors de l'émission, avec une réaction moyenne favorable du marché à l'émission du PIPE.

#### 4.3. RENDEMENTS À LONG TERME

La recherche en finance a peu prêté attention à la performance à long terme des entreprises dans la mesure où l'hypothèse d'efficience des marchés stipule que l'intégration de l'information dans les prix des titres doit se faire rapidement. Cependant, au-delà des effets à court terme sur le prix des titres, il convient d'examiner si suite à l'émission de PIPEs, les entreprises connaissent en moyenne des performances supérieures, égales ou inférieures à celle du marché ou d'entreprises comparables. Comme dans le cas de la performance à court terme, il est important de distinguer le point de vue des actionnaires de l'entreprise émettrice qui ne souscrivent pas au PIPE de celui des actionnaires qui souscrivent au PIPE à un prix généralement inférieur. Le rendement de ces derniers diffère largement en raison des conditions d'entrée (escompte) et de sortie. Enfin, il est nécessaire de considérer la performance avant l'émission du PIPE, la performance à court et long terme pour apporter une conclusion éclairée sur la performance entourant les émissions de PIPEs.

Les professionnels ont noté une performance à long terme des PIPEs fortement négative, à la fin des années 1990 et au début des années 2000. Selon Majoros (2001), les résultats ont été désastreux, notamment dans les télécommunications et les cours actuels représenteraient moins de 10% des prix d'émission. Les travaux de recherche confirment cet avis professionnel : la performance anormale à long terme suivant l'émission des PIPEs est en moyenne négative. Les résultats sont similaires quel que soit le mode de mesure utilisée. Les deux principales mesures utilisées sont les *buy-and-hold abnormal returns (BHARs)* ou l'ordonnée à l'origine (alpha) de la régression des rendements du portefeuille de PIPEs sur les trois facteurs de risque de Fama et French (1993). Dans les deux cas, le risque systématique, le bêta, n'est pas une statistique suffisante pour mesurer le risque, et la taille (capitalisation boursière des entreprises) et le ratio *book-to-market* sont considérés. Dans le cas des *BHARs*, des portefeuilles construits sur la base de la taille et du ratio *book-to-market* servent de portefeuille de référence pour comparer la performance du portefeuille de PIPEs. Dans le cas du coefficient alpha, deux portefeuilles à investissement nul basé sur la taille et le ratio *book-to-market* sont utilisés en plus du rendement de marché excédentaire.<sup>21</sup> Les portefeuilles de

<sup>20</sup> Selon la définition de Hertz et Smith (1993), le rendement anormal ajusté pour l'escompte est estimé de la façon suivante:  $AR_{adj} = [1/(1-a)][AR] + [a/(1-a)][(P_b - P_0)/P_b]$ , avec  $AR$  le rendement anormal,  $a$  le ratio des actions placées aux actions existantes après le placement,  $P_b$  le prix de marché à la fin du jour précédent la fenêtre d'événement et  $P_0$  le prix d'offre du PIPE.

<sup>21</sup> Le facteur associé à la taille des entreprises est noté *SMB (Small minus Big)*; il représente la différence de rendement entre des portefeuilles de faible et de grande capitalisation boursière. Le modèle à trois facteurs prévoit une différence positive, soit une prime de rendement pour les firmes dont la capitalisation boursière est faible. Le facteur associé au ratio *book-to-market* des entreprises est noté *HML (High minus Low)*; il correspond à la différence de rendement entre un portefeuille d'entreprises dont le ratio *book-to-market* est élevé et un

PIPEs comprennent toutes les entreprises ayant émis des PIPEs durant les 36, 24 ou 12 derniers mois.

#### 4.3.1. Le rendement des anciens actionnaires

Les anciens actionnaires ne bénéficient pas de l'escompte. La performance observée sur les 36 mois suivant l'émission des PIPEs lorsque les portefeuilles sont pondérés selon la capitalisation boursière et que la taille et le ratio *book-to-market* sont utilisés comme facteurs de risque est de l'ordre de -15%. Ce résultat est semblable à celui observé pour les émissions subséquentes (Loughran et Ritter 1995; Spiess et Affleck-Graves 1995). Il a de quoi surprendre. Dans le cas des émissions publiques, on peut admettre que les émetteurs profitent des périodes d'exubérance des marchés. Il est plus difficile de concevoir que des investisseurs institutionnels fassent preuve de la même irrationalité. Hertz et al. (2002) associent pourtant ce résultat au fait que le marché a des anticipations indûment élevées pour les entreprises émettrices de PIPEs.

Comme dans le cas de la performance à court terme, cette performance moyenne à long terme masque des différences importantes selon que l'on prenne en compte des dimensions relatives aux caractéristiques des entreprises émettrices, aux investisseurs souscrivant aux PIPEs, ou encore à la structure des PIPEs. Ces dimensions conduisent les chercheurs à confirmer ou infirmer les diverses hypothèses proposées précédemment.

Comparant la performance à long terme des entreprises émettant des PIPEs traditionnels à celle des entreprises émettant des PIPEs structurés, Brophy et al. (2004) trouvent que ces dernières connaissent une contre-performance à long terme plus importante. De plus, les rendements à long terme des entreprises émettant des PIPEs traditionnels auprès de fonds de couverture<sup>22</sup> et d'autres entreprises sont significativement inférieurs à ceux des entreprises s'adressant aux fonds mutuels et aux investisseurs institutionnels, fonds en capital de risque ou en placements privés. Barclay et al. (2004) montrent également que les dirigeants des entreprises émettant des PIPEs obtiennent les meilleurs rendements à long terme. Ces résultats vont dans le sens de l'hypothèse de l'enracinement des dirigeants. Les PIPEs souscrits par les investisseurs passifs, permettent aux dirigeants de consolider leur contrôle de l'entreprise. A l'inverse, ces résultats infirment l'hypothèse voulant que les investisseurs participants aux PIPEs soient des actionnaires actifs, contribuant à créer de la valeur pour les actionnaires en procurant un véritable rôle de surveillance (Wruck 1989) et de certification (Hertz et Smith 1993).

Aux États-Unis, certains PIPEs comportent une protection contre le risque de perte sous forme

---

portefeuille d'entreprises dont le ratio *book-to-market* est faible. Le modèle à trois facteurs prévoit également une prime de rendement pour les firmes dont le ratio *book-to-market* est élevé.

<sup>22</sup> Notons toutefois que les fonds de couverture ont des positions à découvert sur les titres publics et sont en partie immunisés face à la contre-performance de ces titres. Comme le font remarquer Chaplinsky et Haushalter (2003), les ventes à découvert des actions publiques des entreprises émettrices de PIPEs peuvent être rendues difficiles en raison de la faible liquidité de ces titres. Selon ces conclusions, les fonds de couverture pourraient donc être des investisseurs de dernier recours ou des investisseurs contribuant à rajouter de l'instabilité dans les entreprises émettrices.

de privilège de conversion à prix variables. Chaplinsky et Haushalter (2003) observent des rendements anormaux sur 3 ans très différents selon que les PIPEs correspondent à des placements offrant une protection contre le risque de perte ou pas: -22,3% contre -1,9%. Ils en concluent contrairement à Hertz et al. (2002) que le marché anticipe correctement la performance future des entreprises dans la mesure où seules les émissions de PIPEs protégées contre le risque de perte sont suivies d'une contre-performance.

#### 4.3.2. Le rendement des acquéreurs de PIPEs.

Sous l'hypothèse (non vérifiée) que les acquéreurs de PIPEs peuvent disposer de leurs placements au cours du marché, il convient de prendre en considération l'escompte dans le calcul du rendement. Lorsque Krishnamurthy et al. (2004) distinguent le rendement réalisé par les investisseurs participant au PIPE de celui des autres actionnaires de l'entreprise émettrice, ils montrent que les premiers obtiennent un rendement statistiquement similaire à celui du portefeuille de référence. Le rendement ne diffère pas statistiquement lorsqu'on distingue les investisseurs affiliés des investisseurs non-affiliés. Ce résultat est conforme à l'idée que les investisseurs affiliés ne veulent pas participer à des placements d'entreprises surévaluées, de peur de poursuites possibles en raison de délits d'initiés. Ceci est accentué par le fait que les investisseurs qui souscrivent au PIPE perçoivent déjà un escompte. Lorsqu'ils prennent en compte la situation financière des entreprises, seuls les PIPEs émis par les entreprises qui ne sont pas en détresse financière et souscrits par les investisseurs non-affiliés connaissent une contre-performance. Ce résultat conforme à l'hypothèse d'enracinement des dirigeants ne vaut toutefois que sur un échantillon de quelques observations.

Enfin, Chaplinsky et Haushalter (2003) montrent que les rendements des investisseurs souscrivant aux PIPEs sont positifs et significatifs. Ils ne présentent pas de résultats pour l'ensemble de leur échantillon, mais séparent les PIPEs correspondant à des placements qui offrent une protection contre le risque de perte ou pas: 21,5% et 17,6% respectivement sur trois ans.

Les PIPEs annonceraient donc des performances médiocres, mais compte tenu de l'escompte, représenteraient un placement raisonnable pour les investisseurs qui les achètent.

## 5. CONCLUSION ET AVENUES DE RECHERCHE

Les PIPEs sont donc devenus un instrument de financement fréquent au Canada. Les sociétés ouvertes utilisent désormais ce type de placement de préférence à l'émission subséquente. Pourtant, ces émissions réduisent la liquidité et se font à des escomptes de valeur importants. Ceci soulève un premier ensemble de questions, liés tant à la finance d'entreprise qu'aux politiques publiques. Il faudra déterminer les facteurs qui poussent les entreprises à procéder à ce type de financement, en accordant des rabais importants. Il est possible que le marché du courtage soit inefficace pour des placements de taille réduite, il est également possible que les coûts et délais soient globalement moindres pour ce type d'opération. On ne peut exclure non plus que la multiplication des PIPEs soit le résultat de politiques qui ont visé

à accélérer l'entrée en Bourse de sociétés de petite taille, notamment par l'intermédiaire de sociétés de capital de démarrage. Dans ce cas, ne serait-il pas plus logique de procéder aux placements privés avant l'entrée en Bourse et cette entrée rend-elle plus facile le placement privé? Le financement des sociétés en croissance demeure une préoccupation des pouvoirs publics. Les PIPEs, qui ne demandent pas d'intervention autre que réglementaire, peuvent-ils être un moyen de financement des jeunes sociétés. Pour le savoir, il faudrait déterminer qui sont les investisseurs et quelles sont leurs motivations.

Le phénomène des PIPEs et les résultats des travaux empiriques lancent un certain nombre de défis, notamment par rapport à plusieurs principes de base de la finance, qu'il s'agisse de l'efficience ou de la Loi d'un seul prix. En particulier, comment concilier un effet d'annonce positif avec une performance à long terme généralement décevante, pour les anciens actionnaires et une vente de titres au rabais. Comment expliquer que ces anciens actionnaires ou leurs représentants, acceptent de vendre à escompte d'importants blocs de titres? L'hypothèse de l'arrivée d'actionnaires actifs qui peuvent augmenter la valeur en exerçant un contrôle fort est séduisante, mais contredite par la plupart des études. Il est probable que les PIPEs soient le fait d'un ensemble disparate d'entreprises, qui incorpore des entreprises de bonne qualité mais à asymétrie forte et d'autres dont la situation financière est beaucoup plus difficile. Seule une segmentation permettrait alors de comprendre les motivations et les situations diverses. Par ailleurs, à moins de pouvoir vendre rapidement les PIPEs au prix de marché, ce qui semble peu probable, les investisseurs réaliseraient des rendements anormalement négatifs. Or, les acquéreurs de PIPEs sont normalement des investisseurs avertis. Devrait-on conclure que les investisseurs avertis, au sens de la réglementation des valeurs mobilières, ne sont pas en mesure d'apprécier correctement la valeur des placements?

Le rendement des détenteurs de PIPEs est probablement incorrectement estimé. On ne sait rien, en effet, des conditions dans lesquelles ils peuvent disposer de leurs placements. Si ceux-ci sont immédiatement fongibles et peuvent être cédés au prix du marché après les quelques mois de restriction de revente, alors le rendement des détenteurs devient considérable. Il serait toutefois obtenu au détriment des anciens actionnaires, et l'opération se traduirait par un transfert de richesse des anciens actionnaires vers les détenteurs de PIPEs. L'étude des conditions de disposition des PIPEs est donc essentielle. Si la détention est du même ordre que celle qui prévaut dans le capital de risque pour le placement privé conventionnel, l'ajustement semble insuffisant pour amener le rendement à son niveau normal<sup>23</sup>.

Le placement privé se fait sans émettre de prospectus, qui est considéré comme un élément-clé de la protection offerte par la réglementation des valeurs mobilières (Wu 2002). La vérification de l'information lors d'un placement privé est donc difficile. La tentation, pour l'entreprise, de présenter une information optimiste aux investisseurs privés peut donc être importante. Aux États-Unis, le *Advisory Committee on the Capital Formation and Regulatory Processes* a émis une série de recommandations qui ont pour objet de réduire l'écart d'information entre les placements privés et les placements par prospectus. L'enregistrement passerait d'une formule par placement à une formule par émetteur (Wu 2002, p.6). La situation est différente au Canada, où l'enregistrement se fait sur une base par émetteur.

---

<sup>23</sup> Si l'escompte est de 20% et la durée de détention de 5 ans en moyenne, l'ajustement serait de l'ordre de 3,7 %, soit  $(1,20)^{1/5} - 1$

Toutefois, l'étude de la qualité de l'information disponible lors des placements privés devient également un sujet de recherche important.

Le recours systématique au placement privé, notamment de la part de sociétés ouvertes, ne peut que diminuer la liquidité du marché. Les placements privés sont soumis aux règles de durées de détention. Ils constituent par ailleurs des blocs difficilement négociables. Le nombre d'actions en circulation ou le flottant, le volume de transaction pour un titre donné seront donc d'autant moins élevés que l'entreprise opte pour le placement privé. Ceci a des conséquences au niveau de l'entreprise et au niveau de l'ensemble du marché. Le manque de liquidité augmente le coût du capital des entreprises. En premier lieu, les investisseurs exigent un taux de rendement supérieur pour les titres peu liquides. En second lieu, la fourchette de prix offerts et demandés (*bid-ask spread*) augmente lorsque la liquidité diminue. Cette augmentation majore le coût des transactions. En troisième lieu, comme le montrent Butler *et al.* (2003), les coûts des émissions subséquentes sont substantiellement plus élevés lorsque les titres sont peu liquides : la différence entre les rémunérations demandées par les courtiers lors des émissions subséquentes dépassent 100 points de pourcentage suivant que les titres sont peu ou très liquides. Enfin, le recours au placement privé réduit l'information transmise au marché, ce qui devrait également accroître le taux de rendement requis. Le fait que les entreprises recourent de façon systématique au placement privé pourrait avoir un effet globalement négatif sur la qualité du marché boursier canadien. Cette dimension mérite une analyse approfondie.

Le Canada offre un terrain de recherche intéressant pour l'analyse du phénomène. Alors que la plupart des études américaines ne portent que sur quelques centaines d'opérations postérieures à 1995, 4 724 émissions sont répertoriées au Canada depuis 1993. Elles se font dans un vaste échantillon de secteurs, dont les ressources naturelles. Un vaste champ de recherche semble donc disponible pour comprendre ce phénomène et tester les divers modèles sous-jacents à ce type d'opérations.

**Tableau 1** : Distribution des émissions de titres effectuées entre le 1<sup>er</sup> janvier 1993 et le 31 décembre 2003 par les entreprises canadiennes listées sur les Bourses canadiennes et américaines. Seuls les placements privés supérieurs à 1,5 millions de \$ (M\$) sont recensés. Les “actions” regroupent les catégories suivantes: *Common, Preferred, Depository receipt, Units (Equity and Warrant), Other equity, Preferred unit (Preferred and Warrant), Preferred Hybrid, Trust unit (Closed-end investment), limited partnership unit, Royalty Unit, Right and Warrant*. Les “dettes” regroupent les catégories suivantes (convertibles ou non convertibles): *Asset-Backed security, Bond, debenture, Debt Unit (Debt and Warrant), Deposit note, Medium term note, Mortgage Bond, Note, Other Debt, senior Note, Serial debt*.

Type de titres	Actions	Dettes	Total
<b>Placement privé</b>			
Nombre d'émissions	4 724	749	5 473
Nombre d'entreprises	2 186	420	2 469
Moyenne, en M\$	8,62	159,10	26,84
Médiane, en M\$	3,00	100,00	3,60
Total, en M\$	40 583,38	103 094,12	143 677,51
<b>Placement public</b>			
Nombre d'émissions	5 947	2 637	8 584
Nombre d'entreprises	3 614	512	3 879
Moyenne, en M\$	45,21	188,05	86,89
Médiane, en M\$	5,70	124,75	21,89
Total en M\$	265 407,60	454 902,78	720 310,38
<b>Total</b>			
Nombre d'émissions	10 671	3 386	14 057
Nombre d'entreprises	4 564	801	4 965
Moyenne, en M\$	28,93	181,94	63,32
Médiane, en M\$	3,71	119,98	7,40
Total en M\$	305 990,98	557 996,90	863 987,88

Source : FPinfosmart.ca. Remarque 1 : le nombre d'entreprises des colonne et ligne «total» n'équivaut pas à la somme en ligne ou en colonne car les entreprises peuvent faire plusieurs types de placements différents. Remarque 2 : les nombres d'entreprises correspondent aux nombres d'observations totales et non aux nombres d'observations disponibles. Les moyennes peuvent donc être calculées avec un nombre d'observations légèrement inférieur au nombre indiqué.

**Tableau 2** : Distribution des émissions d'actions effectuées entre le 1<sup>er</sup> janvier 1993 et le 31 décembre 2003 par les entreprises canadiennes listées sur les Bourses canadiennes et américaines selon la nature du placement. Seuls les placements privés supérieurs à 1,5 millions de \$ (M\$) sont recensés. Les "actions" regroupent les catégories suivantes: *Common, Preferred, Depository receipt, Units (Equity and Warrant), Other equity, Preferred unit (Preferred and Warrant), Preferred Hybrid, Trust unit (Closed end investment), limited partnership unit, Royalty Unit, Right and Warrant.*

	Nombre d'émissions	Nombre d'entreprises	Montant moyen, en M\$	Montant médian, en M\$	Montant total, en M\$
Émissions publiques initiales d'actions	2 445	2 424	29,52	0,68	72 165,76
Émissions publiques subséquentes d'actions	3 502	1 663	56,40	14,56	193 241,83
Émissions privées d'actions	4 724	2 186	8,62	3,00	40 583,38
Total des émissions	10 671	4 564	28,93	3,71	305 990,98

Source: FPinfosmart.ca

Remarque : le nombre d'entreprises est inférieur au nombre des émissions publiques initiales d'actions car 21 émissions sont réalisées sur un ou plusieurs marchés hors Canada (États-Unis et Europe).

**Tableau 3** Distribution de l'échantillon brut des PIPEs selon la place de cotation sur laquelle l'entreprise est listée. L'échantillon brut comprend les émissions privées d'actions ordinaires et d'unités d'actions ordinaires effectuées entre le 1<sup>er</sup> janvier 1993 et le 31 décembre 2003 par les entreprises canadiennes listées sur les Bourses canadiennes et américaines. Seuls les placements privés supérieurs à 1,5 millions de \$ (M\$) sont recensés.

	Nombre d'émissions	Nombre d'entreprises	Montant moyen, en M\$	Montant médian, en M\$
Toronto Stock Exchange	2 401	967	11,64	5,00
Autres Bourses canadiennes	2 002	1 053	3,32	2,05
Bourses étrangères	93	42	7,34	3,59
Autres	81	43	4,66	2,31
Place de cotation indéterminée	15	12	3,32	1,20
Échantillon brut	4 592	2 117	7,77	3,00

Source: FPinfosmart.ca, Sedar, site web du TSX et du TSX venture exchange, et moteurs de recherche internet (Copernic et Google). La recherche de la place de cotation a été effectuée en août 2004. La place de cotation retenue est la place principale. Une entreprise listée successivement ou concomitamment sur plusieurs bourses dont l'une au moins est le TSE ou le TSX a pour place principale le Toronto Stock Exchange. La catégorie Autres Bourses canadiennes regroupe: TSXVEN, CDN, ASE, ME, et VSE. La catégorie Bourse étrangère regroupe: AMEX, NYSE, NASDAQ, Australie EURONEX. La catégorie hors cote comprend l'OTC, le CDN et le CNQ. Il n'a pas été possible de déterminer la place de cotation de l'entreprise pour 12 entreprises.

**Tableau 4** : Distribution annuelle des émissions d’actions publiques subséquentes et des émissions d’actions privées effectuées entre le 1<sup>er</sup> janvier 1993 et le 31 décembre 2003 par les entreprises canadiennes listées sur les Bourses canadiennes et américaines. Seuls les placements privés supérieurs à 1,5 millions de \$ (M\$) sont recensés. Les “actions” regroupent les catégories suivantes: *Common, Preferred, Depository receipt, Unit (Equity and Warrant), Other equity, Preferred unit (Preferred and Warrant), Preferred Hybrid, Trust unit (Closed end investment), limited partnership unit, Royalty Unit, Right and Warrant.*

Année	Placements publics subséquents d'actions (PPUB)			Placements privés d'actions (PPRIV)			PPRIV / PPUB			
	Nombre d'émissions	Produit brut moyen en M\$	Produit brut médian en M\$	Produit brut total (PBT) en M\$	Nombre d'émissions	Produit brut moyen en M\$	Produit brut médian en M\$	Produit brut total (PBT) en M\$	Rapport des nombres	Rapport des PBT %
1993	360	51,62	8,00	18 016,36	678	5,22	1,80	3 513,56	1,88	19,50
1994	268	41,10	5,94	10 604,62	795	4,98	1,33	3 931,60	2,97	37,07
1995	215	42,42	8,00	8 737,77	329	8,37	3,51	2 744,21	1,53	31,41
1996	343	45,22	15,63	15 102,04	694	8,68	4,13	6 014,07	2,02	39,82
1997	285	84,80	35,00	23 658,32	549	11,79	4,47	6 459,02	1,93	27,30
1998	195	77,92	41,30	14 959,95	268	16,92	4,67	4 533,82	1,37	30,31
1999	394	60,10	10,50	23 497,58	157	11,68	3,21	1 833,28	0,40	7,80
2000	410	40,05	9,51	16 299,87	246	6,28	2,98	1 532,98	0,60	9,40
2001	361	46,57	11,60	16 437,98	175	10,48	3,00	1 812,93	0,48	11,03
2002	317	66,92	17,88	20 677,93	292	7,36	3,32	2 149,74	0,92	10,40
2003	354	72,56	28,74	25 249,42	541	11,20	4,20	6 058,17	1,53	23,99
<b>Total</b>	<b>3502</b>	<b>56,40</b>	<b>14,56</b>	<b>193 241,83</b>	<b>4724</b>	<b>8,62</b>	<b>3,00</b>	<b>40 583,38</b>	<b>1,35</b>	<b>21,00</b>

Source : FPinfosmart.ca

Tableau 5 : Comparaison des principales caractéristiques du marché des PIPEs au Canada et aux États-Unis, 1995-2003. Le produit brut total et le produit brut moyen sont exprimés respectivement en millions de \$ américains (États-Unis) et en millions de \$ canadiens (Canada).

Année	États-Unis			Canada		
	Nombres de PIPEs	Produit brut total	Produit brut moyen	Nombre de Pipes	Produit brut total	Produit brut moyen
1995	127	1 870,02	14,72	329	2 744,21	8,34
1996	351	9 071,93	25,85	694	6 014,07	8,67
1997	515	12 819,42	24,89	549	6 459,02	11,77
1998	486	13 498,72	27,78	268	4 533,82	16,92
1999	757	25 662,96	33,90	157	1 833,28	11,68
2000	1372	59 579,02	43,42	246	1 532,98	6,23
2001	1229	79 967,56	65,07	175	1 812,93	10,36
2002	1008	38 259,90	37,96	292	2 149,74	7,36
2003	1749	92 924,77	53,13	541	6 058,17	11,20
Total	7594	333 654,30	43,94	3251	33 138,22	10,19

Sources : FPinfosmart.ca et Sagient Research Systems, <http://www.sagientresearch.com/pt/> aussi connue comme Placementtracker.com

**Tableau 6** : Distribution par secteur des émissions d'actions privées (Volet A) et des émissions d'actions publiques subséquentes (Volet B) effectuées entre le 1<sup>er</sup> janvier 1993 et le 31 décembre 2003 par les entreprises canadiennes listées sur les Bourses canadiennes et américaines. La répartition sectorielle est basée sur les SIC à 2 positions, regroupés selon les catégories principales définies par le U.S Department of Labor<sup>24</sup>, à l'exclusion des secteurs High tech (liste E&B data inc. des secteurs technologiques) et Biotech (codes SIC 2833, 2834, 2835 et 2836). A -Agriculture inclut Forestry and Fishing, E transportation comprend Communications, Electric, Gas and Sanitary services, H Finance inclut Insurance and Real Estate.

Secteur	Nombre		Produit brut moyen	Produit brut médian	Produit brut total	
	Absolu	En %	en M\$	en M\$	en M\$	En %
<b>Volet A : Placements privés</b>						
A Agriculture	116	2,46	12,36	3,97	1 433,61	3,53
B Mining	2 914	61,69	6,51	2,99	18 945,44	46,68
C Construction	17	0,36	10,39	8,83	176,64	0,44
D Manufacturing	423	8,95	7,62	3,00	3 200,65	7,89
E Transportation	95	2,01	11,60	3,25	1 032,00	2,54
F Wholesale Trade	24	0,51	5,84	3,78	140,04	0,35
G Retail Trade	46	0,97	14,82	2,74	681,91	1,68
H Finance	274	5,80	25,87	5,00	7 037,01	17,34
I Services	68	1,44	6,41	2,50	429,52	1,06
Biotech	144	3,05	5,31	3,08	759,76	1,87
Hightech	548	11,60	10,99	3,50	6 021,12	14,84
Non available	55	1,16	13,19	3,00	725,68	1,79
<b>Total</b>	<b>4 724</b>	<b>100</b>	<b>8,62</b>	<b>3,00</b>	<b>40 583,38</b>	<b>100,00</b>
<b>Volets B : Placements publics subséquents</b>						
A Agriculture	71	2,03	54,09	13,62	3 786,31	1,96
B Mining	1 641	46,86	35,17	6,00	57 017,78	29,51
C Construction	14	0,40	22,26	15,75	311,67	0,16
D Manufacturing	407	11,62	93,19	30,00	36 623,84	18,95
E Transportation	97	2,77	83,97	46,22	8 060,84	4,17
F Wholesale Trade	12	0,34	147,30	21,04	1 325,69	0,69
G Retail Trade	44	1,26	64,72	25,50	2 847,50	1,47
H Finance	427	12,19	103,11	61,88	42 171,85	21,82
I Services	36	1,03	63,49	18,15	2 222,07	1,15
Biotech	173	4,94	32,12	15,00	5 524,03	2,86
Hightech	538	15,36	63,07	15,00	32 859,43	17,00
Non available	42	1,20	11,69	6,73	490,82	0,25
<b>Total</b>	<b>3 502</b>	<b>100</b>	<b>56,40</b>	<b>14,56</b>	<b>193 241,83</b>	<b>100,00</b>

Source: FPinfosmart.ca

<sup>24</sup> [http://www.osha.gov/pls/imis/sic\\_manual.html](http://www.osha.gov/pls/imis/sic_manual.html)

## Bibliographie

- Anson, M. J. P. (2001), « Playing The Pipes: The Benefits and Risks Of Private Investments in Public Entities » *Journal of Private Equity* 5(1): 66-73.
- Baker, M. P. et J. A. Wurgler (2000), « The Equity Share In New Issues And Aggregate Stock Returns » *Journal of Finance* 55(5): 2219-2257.
- Barclay, M. J., C. G. Holderness, et al. (2003). *Private Placements and Managerial Entrenchment*. AFA 2004 San Diego Meetings: 31 p.
- Barclay, M. J., C. G. Holderness, et al. (2001). *The Block Pricing Puzzle*. Simon School of Business Working Paper No. FR 01-05.
- Brophy, D. J., P. P. Ouimet, et al. (2004). *Pipe Dreams? The Impact of Security Structure and Investor Composition on the Stock Price Performance of Companies Issuing Equity Privately*. SSRN Electronic working paper: 45 p.
- Butler, A. W., G. Grullon, et al. (2003). *Does Stock Market Liquidity Matter? Evidence from Seasoned Equity Offerings*. AFA 2004 San Diego Meetings.
- Chaplinsky, S. et D. Haushalter (2003). *Financing Under Extreme Uncertainty: Evidence from PIPEs*. Working Paper, University of Virginia, : 45 p.
- Chaplinsky, S. et D. Haushalter (2003), « The Motivation for PIPEs : A Study of the 1995-2000 Performance » *The PIPEs Report* 2(3): 13-17.
- Chaplinsky, S. et D. Haushalter (2004). *Financing Under Extreme Uncertainty: Evidence from PIPEs*. Working Paper, University of Virginia, : 45 p.
- Chemmanur, T. J. et P. Fulghieri (1999), « A Theory of the Going-Public Decision » *Review of Financial Studies* 12: 249-279.
- Coffee, J. C. et J. Seligman (2003). *Securities Regulation : Cases and Material*. New-York, Foundation Press.
- Dresner, S. et K. Kim (2003). *Pipe's: A Guide to Private Investment in Public Equity*, Blomberg Press.
- Fama, E. F. et K. R. French (1993), « Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds » *Journal of Financial Economics* 33(1): 3-56.
- Hertzel, M., M. Lemmon, et al. (2002), « Long-Run Performance Following Private Placements of Equity » *Journal of Finance* 57(6): 2595-617.
- Hertzel, M. et R. Smith (1993), « Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately » *Journal of Finance* 48: 459-485.
- Janney, J. J. et T. B. Folta (2003), « Signaling Through Private Equity Placements and its Impact on the Valuation of Biotechnology Firms » *Journal of Business Venturing* 18(3): 361-380.
- Kahn, C. et A. Winton (1998), « Ownership Structure, Speculation, and Shareholder Intervention » *Journal of Finance* 53: 99-129.
- Kim, K. (2002). *PIPEs Marketplaces: A Guided Tour*. Private Raise. New-York.
- Krishnamurthy, S., P. Spindt, et al. (2004), « Does Investor Identity Matter in Equity Issues? Evidence from Private Placements » *Journal of Financial Intermediation*. In press.
- Leland, H. E. et D. H. Pyle (1977), « Information asymmetries, financial structure and financial intermediaries » *Journal of Finance* 32: 317-387.
- Loughran, T. et J. Ritter (1995), « The New Issues Puzzle » *The Journal of Finance* 50(1): 23-51.

- MacIntosh, J. (1994). *Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprise in Canada*. Toronto, Faculty of Law, University of Toronto.
- Majoros, G. G. (2001), « Comment: The Development of PIPEs in Today's Private Equity Market » *Case Western Law Review* 51: 493-499.
- Mola, S. et T. Loughram (2004), « Discounting and Clustering in Seasoned Equity Offering Prices » *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39: 1-23.
- Ontario Securities Commission (1996). *Task Force on Small Business Financing*. O. S. Commission. Toronto: 120 p.
- Ontario Securities Commission (2003). *One Step Forward, a Study of the Economic Impact of OSC Rule 45-501 Exempt Distributions*. Report to Janet Ecker: Minister of Finance: 25 p.
- Spiess, K. et J. Affleck-Graves (1995), « Underperformance in Long-run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings » *Journal of Financial Economics* 38: 243-267.
- Wruck, K. H. (1989), « Equity Ownership Concentration and Firm Value: Evidence From Private Equity Financings » *Journal of Financial Economics* 23: 3-18.
- Wu, Y. (2000). *The Choice Between Public and Private Equity Offerings*. SSRN Working Paper.
- Wu, Y. (2002). *Do Firms have Information that Investors do not Have: Evidence from Equity Selling Mechanism Choice*. SSRN Working Paper.
- Wu, Y. (2004), « The Choice of Equity-Selling Mechanisms » *Journal of Financial Economics* Forthcoming.