

2004s-51

**Le placement privé et la  
dimension réglementaire du  
financement des entreprises**

*Cécile Carpentier, Jean-Marc Suret*

---

**Série Scientifique**  
*Scientific Series*

---

**Montréal**  
**Novembre 2004**

© 2004 Cécile Carpentier, 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
- . Norshield Asset Management (Canada) Ltd.
- . 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
- . 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 et la dimension réglementaire du financement des entreprises

*Cécile Carpentier<sup>\*</sup>, Jean-Marc Suret<sup>†</sup>*

## Résumé / Abstract

Acceptant l'argument qui veut que la réglementation des valeurs mobilières puisse pénaliser le financement des entreprises de petite taille en croissance, la plupart des provinces canadiennes ont modifié récemment leur réglementation des régimes de dispenses. Ceux-ci permettent l'émission de titres en dehors du cadre standard de la réglementation des valeurs mobilières. Les règles qui régissent la revente des titres émis par voie de dispense ont également été fortement assouplies. Il s'agit de sujets complexes, d'autant que les réglementations ne sont pas encore harmonisées. Le premier objectif de ce texte est de présenter, à des non spécialistes du droit des valeurs mobilières, les grandes lignes et les enjeux de cette libéralisation. Les opérations de financement non conventionnelles, telles que l'entrée en Bourse par l'intermédiaire de sociétés de capital de démarrage, les placements privés par des sociétés ouvertes, et les prises de contrôle inversées sont devenues plus fréquentes que celles régies par les dispositions fondamentales de la réglementation des valeurs mobilières. Les modifications de comportement des entreprises et la libéralisation des règles surviennent par ailleurs au moment où les exigences et les contrôles en termes de gouvernance et d'information sont renforcés pour les sociétés ouvertes, à la suite des scandales boursiers. La coïncidence de ces divers facteurs soulève d'importantes questions qui ne semblent pas avoir été étudiées, et comporte des risques sérieux qui n'ont pas été évalués. Leur analyse est le second objectif de cette étude. Nous évoquons notamment les risques liés à la réduction de la liquidité du marché et de la qualité du marché. Il semble également, sur la base des travaux américains, que le développement du placement privé puisse faire courir des risques importants aux investisseurs. Les autorités devraient donc mettre en place des mécanismes efficaces d'observation des transactions et de l'évolution des entreprises dans le cadre de ces nouvelles réglementations.

**Mots clés** : placement privé, réglementation des valeurs mobilières, financement

---

<sup>\*</sup> Associate Professor, Laval University and CIRANO Researcher, email: Cecile.Carpentier@fsa.ulaval.ca.

<sup>†</sup> Corresponding author, Professor, Laval University and CIRANO Fellow, Faculty of Administrative Sciences, School of Accountancy, 5226, Palasis-Prince, Québec (Québec), G1K 7P4, Canada, Phone 1 418 656-7134, Fax 1 418 656-7746, email: Jean-Marc.Suret@fsa.ulaval.ca.

*Acknowledging that securities regulation penalizes small growing firms in their attempt to raise equity capital, most of the Canadian provinces have recently reformed their exemption rules. These rules allow the issuance of securities outside the boundaries of securities regulation. The rules governing the resale of securities issued within the exemption system have been eased considerably. In part because this task is fairly complex, securities regulations are not yet harmonized across the provinces. The first objective of this paper is to present to non-specialists of securities regulation the broad outlines and the challenges of this liberalization. Non-conventional financing, such as accessing the stock market via capital pool companies or private placements in public equities, along with reverse takeovers, are becoming more common than non-exempted issues. This trend in business financing, together with the growing liberalization, is taking shape in a context of reinforcement of regulation and control of disclosure and governance for public companies that follow financial scandals. The co-occurrence of these events raises important questions that have received little attention to date, and implies serious risks that remain unexplored. Analysis of these risks is the second objective of this study. In particular, we assess the risks inherent in the decrease in market liquidity and in market quality. As some American works assert that private equity development may engender significant risks for investors, public policy makers should put in place efficient mechanisms to monitor these transactions and issuers in the new regulatory context.*

**Keywords:** *private placement, securities regulation, financing*

## SOMMAIRE EXECUTIF

Le placement privé a connu une croissance très rapide au cours des dernières années, notamment en Europe, aux États-Unis et dans certaines provinces canadiennes. Ce type de financement mérite l'attention des responsables des politiques publiques à plusieurs titres : 1) les montants en cause sont énormes, 2) une part relativement importante de ces montants semble se diriger vers des sociétés fermées, et 3) ce type de financement profite aux entreprises technologiques et ne requiert ni intervention de l'État, ni stimulation fiscale. Dans le but de résoudre certains obstacles au financement des entreprises en croissance, l'Ontario a adopté en 2001 des changements réglementaires importants en matière de placements privés. La plupart des autres provinces canadiennes ont également modifié récemment leur réglementation. Les changements qui permettraient au Québec de se rapprocher des règles prévalant dans les autres provinces devraient être effectués prochainement.

La présente étude cherche à permettre une meilleure compréhension des enjeux de la réglementation de ce type de placement. Nous présentons, dans une première section, les définitions et dimensions du placement privé au Canada. Les placements privés sont les placements émis dans le cadre du régime de dispenses de la réglementation des valeurs mobilières. Ce type de placement est effectué par des sociétés fermées, des individus, des sociétés de capital de risque ou des fonds. Il comprend également des placements effectués dans des sociétés ouvertes et n'est donc pas circonscrit aux sociétés de petite taille. L'estimation de l'ordre de grandeur des montants du placement privé au Canada est délicate. Elle représenterait environ 50 milliards de dollars pour la seule année 2002. Ce type de financement représente donc des sommes considérables, bien que les régimes de retraite y investissent relativement peu.

Dans la seconde partie, nous présentons les principales dimensions réglementaires, telles qu'elles prévalent encore au Québec. Un placement privé ne peut se faire que par une société fermée, auprès de personnes proches de l'émetteur et pouvant apprécier la valeur réelle du placement. Une société fermée est celle dont les statuts interdisent l'appel public à l'épargne. Cette notion d'appel public à l'épargne n'est pas définie précisément par la *Loi des valeurs mobilières*. Elle inclut les acquéreurs avertis et ceux qui souscrivent par blocs de 150 000 \$ et plus. La réglementation des valeurs mobilières prévoit un ensemble de dispenses destinées à réduire les délais et les coûts du financement, dans le cas où les titres offerts présentent un risque faible ou lorsque les titres sont distribués à des investisseurs avertis. Ce régime de dispenses est complexe et limiterait les possibilités de placement privé des petites entreprises. C'est la raison pour laquelle la plupart des provinces canadiennes ont modifié leur réglementation.

La troisième partie présente les modifications apportées récemment aux régimes des diverses provinces canadiennes et aborde certaines dispositions qui prévalent aux États-Unis. Au Canada, deux modèles distincts de régimes de dispenses existent, soit celui de l'Ontario (règle 45-501, novembre 2001) et celui des provinces de l'Ouest (règle 45-103,

avril 2002). La règle 45-501 remplace une série de quatre dispenses par une dispense pour investisseur autorisé, et une dispense relative aux émetteurs à peu d'actionnaires. L'OSC prétend que cette nouvelle règle a considérablement amélioré les conditions de financement des sociétés fermées. Cependant, l'analyse présentée souffre de plusieurs limites et il semble difficile d'affirmer que les changements réglementaires aient eu des effets aussi positifs. La règle 45-103 harmonise les règles de dispenses en Colombie-Britannique et en Alberta, et elle a été adoptée par d'autres provinces. Quatre dispenses d'enregistrement et de prospectus subsistent pour : 1) la société fermée, 2) les parents et les proches, 3) les placements au moyen de notice d'offre et 4) la dispense des investisseurs autorisés. Le Québec devra opter pour l'une ou l'autre de ces règles, ou une combinaison des deux.

Dans la quatrième partie, nous mettons en perspective les avantages et problèmes potentiels de la libéralisation des règles qui régissent ce type de placement. Les placements privés sont sujets à des conditions qui en limitent la revente, pour éviter que les émetteurs ne contournent les dispositions de la réglementation relative aux émissions publiques. La norme nationale 45-102 (novembre 2001) a introduit un régime relatif à la revente des placements privés dans l'ensemble du Canada. La revente de titres acquis lors d'un tel placement est interdite pendant 4 à 12 mois, principalement selon le statut de l'émetteur. Des dispositions similaires existent aux États-Unis. Cependant, dans le cas des institutions américaines considérées comme accréditées, les conditions d'achat et de revente des placements privés sont simplifiées, et ces institutions disposent même d'un marché organisé automatisé. La réglementation canadienne semble s'orienter vers des règles souples en matière de dispenses pour les sociétés fermées et les investisseurs institutionnels. Cette libéralisation survient à la fin d'une période marquée, déjà, par la domination des transactions non conventionnelles (sociétés de capital de démarrage et placements privés par des sociétés ouvertes). Sur la base des travaux américains portant sur le placement privé, deux questions méritent une analyse : 1) La protection des investisseurs est-elle assurée ? 2) Quels sont les effets potentiels d'une privatisation du financement par capitaux propres sur le marché ?

Nous discutons, dans la cinquième partie, les enjeux de la libéralisation du placement privé. Cette libéralisation soulève d'importantes questions qui ne semblent pas avoir été étudiées. Celle-ci a eu lieu dans un contexte où les exigences et les contrôles en termes de gouvernance et d'information sont renforcés pour les sociétés ouvertes. L'élargissement du régime des dispenses permet d'émettre puis d'échanger des titres sans divulguer d'informations détaillées et dans certains cas en échappant à tout contrôle des autorités en valeurs mobilières. Cette situation peut sembler paradoxale dans la mesure où les entreprises de petite taille, principales utilisatrices des régimes de dispenses, sont également celles présentant les risques les plus élevés en termes d'information. Dans un contexte d'asymétrie d'information forte, les placements privés des sociétés ouvertes seraient surtout l'occasion, pour les dirigeants, d'exploiter les investisseurs externes, ce que confirment les études empiriques. Par ailleurs, les investisseurs qui acquièrent ce type de placement feraient de mauvais investissements. Les rendements des fonds de placements privés seraient équivalents ou légèrement inférieurs à ceux des indices de référence, à l'exception des fonds qui se consacrent aux opérations de grande taille. Le

rendement à long terme des sociétés ouvertes ayant effectué ce type de financement est très fortement négatif. Les rendements des capitaux investis dans les sociétés fermées seraient également très faibles. Au Québec, les études des diverses initiatives gouvernementales destinées à inciter les investisseurs à investir dans des sociétés fermées ont mis en évidence le risque élevé et la très faible rentabilité des placements dans les PME. Par ailleurs, il est très probable que les nouvelles conditions de financement par placement privé se traduisent pour les investisseurs par des pertes importantes. Ceux-ci ne disposent pas, en effet, des outils essentiels à la gestion efficace des investissements dans ce domaine. Enfin, la stimulation de l'activité de placements privés devrait se traduire par une diminution de la liquidité du marché et un effet globalement négatif sur la qualité du marché.

La libéralisation importante de la réglementation du placement privé présente des risques sérieux, qui n'ont pas été évalués. Cette libéralisation pourrait avoir des effets fortement négatifs sur les investisseurs ainsi que sur le marché dans son ensemble. On assiste à une réduction importante du nombre de sociétés ouvertes au Canada et à l'utilisation intensive des placements privés par les sociétés ouvertes. Cela est cohérent avec l'hypothèse voulant que ces changements réglementaires incitent les sociétés à se tenir systématiquement à l'écart du placement public. Les conséquences sont la réduction de la liquidité du marché, de la qualité du marché et l'observation de rendements médiocres pour les investisseurs privés. Les pouvoirs publics devraient donc mettre en place des mécanismes efficaces d'observation des transactions et de l'évolution des entreprises dans le cadre de ces nouvelles réglementations.

## Table des matières

<b>SOMMAIRE EXÉCUTIF</b> .....	<b>1</b>
<b>INTRODUCTION</b> .....	<b>5</b>
<b>1. LE PLACEMENT PRIVÉ</b> .....	<b>6</b>
1.1. VUE D'ENSEMBLE.....	6
1.2. UN ORDRE DE GRANDEUR DES MONTANTS.....	8
<b>2. LA DIMENSION RÉGLEMENTAIRE</b> .....	<b>9</b>
2.1. LA RÉGLEMENTATION : OBSTACLE AU FINANCEMENT DES PME .....	9
2.2. L'APPEL PUBLIC .....	10
2.3. LES RÉGIMES DE DISPENSES ET LE <i>CLOSED SYSTEM</i> .....	12
2.3.1. <i>Les dispenses visant un acquéreur averti</i> .....	12
2.3.2. <i>La dispense visant les capitaux de lancement</i> .....	13
2.3.3. <i>Dispenses visant un placement privé assorti d'une souscription minimale</i> .....	13
<b>3. LES CHANGEMENTS RÉCENTS AUX RÉGIMES DE DISPENSES</b> .....	<b>14</b>
3.1. LA REGLE 45-501.....	14
3.1.1. <i>La dispense pour les investisseurs autorisés</i> .....	15
3.1.2. <i>La dispense d'émetteur à peu d'actionnaires</i> .....	15
3.1.3. <i>Les effets de la nouvelle réglementation</i> .....	16
3.2. LA NORME 45-103 .....	17
3.2.1. <i>La dispense pour la société fermée (Private Issuer Exemption)</i> .....	18
3.2.2. <i>La dispense pour les parents, amis proches et proches partenaires</i> .....	18
3.2.3. <i>Dispense pour les placements au moyen de notice d'offre (Offering Memorandum Exemption)</i> 18	
3.2.4. <i>La dispense d'investisseurs autorisés (Accredited Investor Exemption)</i> .....	19
3.2.5. <i>Dépôt des avis</i> .....	19
<b>4. LA REVENTE DES PRODUITS EXEMPTÉS</b> .....	<b>19</b>
4.1. LA NORME CANADIENNE 45-102 .....	20
4.2. POSITIONS DE CONTRÔLE ET REVENTE.....	21
4.3. LA SITUATION AUX ÉTATS-UNIS .....	22
4.3.1. <i>Règle 144</i> .....	22
4.3.2. <i>Vers un marché secondaire de placements privés</i> .....	23
<b>5. LES ENJEUX DE LA LIBÉRALISATION DU PLACEMENT PRIVÉ</b> .....	<b>25</b>
5.1. CONTEXTE.....	25
5.2. LA PROBLÉMATIQUE DE L'INFORMATION .....	26
5.3. DES RENDEMENTS GLOBALEMENT NÉGATIFS .....	27
5.3.1. <i>Rendement des fonds de placement privé</i> .....	28
5.3.2. <i>Placements privés dans les sociétés ouvertes</i> .....	28
5.3.3. <i>Le rendement des sociétés fermées</i> .....	28
5.4. COMPÉTENCE ET CONTRATS .....	29
5.5. LES EFFETS SUR L'ENSEMBLE DU MARCHÉ .....	30
<b>6. CONCLUSION: LES IMPLICATIONS EN TERMES DE POLITIQUES PUBLIQUES</b> .....	<b>31</b>
<b>RÉFÉRENCES</b> .....	<b>33</b>
<b>ANNEXE 1 : RÉGLEMENTATION DES ÉMISSIONS DES PETITES ENTREPRISES AUX ÉTATS-UNIS</b> .....	<b>35</b>

## INTRODUCTION

Au cours des dernières années, l'un des développements importants en matière de financement des entreprises a été la croissance très rapide du placement privé, et notamment de sa composante capitaux propres, le *Private Equity Investment*. Ce phénomène est observable en Europe, aux États-Unis et dans certaines provinces canadiennes. Aux États-Unis, Lerner et Hardyman (2001) indiquent que *over the past fifteen years, there has been a tremendous boom in the private equity industry. The pool of U.S. private equity funds (partnerships specializing in venture capital, leveraged buyouts, mezzanine investments, build-ups, and distressed debt) has grown from \$5 billion in 1980 to nearly \$300 billion at the beginning of 2001. This growth was particularly pronounced in the final years of the 20th century.* Le placement privé mérite l'attention des responsables des politiques publiques à plusieurs titres. En premier lieu, les montants en cause sont énormes. L'Ontario Securities Commission (OSC, 2003a) rapporte des placements privés de près de 21 milliards de dollars au cours d'une période de onze mois à partir de la fin de 2001, soit après l'éclatement de la bulle technologique. Il s'agit donc d'une source de financement considérable pour les entreprises. En second lieu, une part relativement importante de ces investissements semble se diriger vers des sociétés fermées : l'OSC estime que 2,6 milliards de dollars sont allés à des petites et moyennes entreprises au cours de cette même période de onze mois. Troisièmement, ce type de financement, dont profitent les entreprises en croissance et notamment technologiques<sup>1</sup>, ne requiert pas d'intervention de l'État ou de stimulation fiscale. Les placements privés ontariens n'ont pas nécessité d'intervention gouvernementale. Toutefois, il est possible qu'ils aient été facilités par les changements réglementaires importants apportés en 2001. Ces nouvelles règles étaient censées résoudre certains des obstacles au financement des entreprises en croissance, dénoncés par MacIntosh (1994) et par le Groupe de travail ontarien sur le financement des petites entreprises (OSC, 1996). Les notions de sociétés à peu d'actionnaires (*closely-held business issuers*) et la révision de la définition d'investisseur agréé (*accredited investor*), qui sont au cœur de la réglementation 45-501 de l'Ontario, découlent d'ailleurs directement des travaux de ce groupe de travail.

La plupart des autres provinces canadiennes ont modifié leur réglementation dans le domaine des régimes de dispenses, qui régissent l'émission des placements privés, au cours des dernières années. Les changements qui permettraient au Québec de se rapprocher des règles qui prévalent dans les autres provinces n'ont pas été effectués<sup>2</sup>. On

---

<sup>1</sup> Les placements privés dans les sociétés ouvertes (PIPEs) concernent essentiellement les entreprises de biotechnologies ou d'autres secteurs technologiques, qui font face à des besoins importants de capital mais dont la capitalisation est trop réduite pour permettre un accès facile aux financements conventionnels (Coffee et Seligman, 2003, p.520). Pour Anson (2001), *the PIPEs market began because many small, newer companies have found it more difficult to raise funds through a traditional stock offering.*

<sup>2</sup> Toutefois, selon le *Bulletin* de l'Autorité (2004-04-23, vol. 1 n° 12): «la *Multilateral Instrument 45-103, Capital Raising Exemption* (la « norme 45-103 ») n'ayant pas été adoptée au Québec, le personnel de l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier (...), dans une perspective d'harmonisation avec les

peut y voir deux raisons. Plusieurs régimes prévalent au Canada, et l'analyse des dispositions qui prévalent sous le régime ontarien (45-501) ainsi que sous le régime des provinces de l'Ouest (45-103) est complexe. Par ailleurs, il est possible que les changements apportés à la réglementation du placement privé aient des effets indirects négatifs.

La présente étude cherche à permettre une meilleure compréhension des enjeux de la réglementation de ce type de placement. Nous présentons, dans une première section, les définitions et dimensions du placement privé au Canada. Dans la seconde partie, nous décrivons les principales dimensions réglementaires, telles qu'elles prévalent encore au Québec. La troisième partie examine les modifications apportées récemment aux régimes des diverses provinces canadiennes et aborde certaines dispositions qui prévalent aux États-Unis. Dans la quatrième partie, nous mettons en perspective les avantages et problèmes potentiels de la libéralisation des règles qui régissent ce type de placement. Nous discutons, dans la cinquième partie, les enjeux de la libéralisation du placement privé. La sixième partie apporte nos conclusions. Ce texte n'est pas un traité de droit des valeurs mobilières. Il tente de d'exposer le plus simplement possible les dispositions et règlements de façon à en étudier les effets possibles sur le comportement des entreprises et des investisseurs. Les références qui permettent d'approfondir les dimensions réglementaires sont fournies.

## 1. LE PLACEMENT PRIVE

Nous définissons rapidement le placement privé et ses principales caractéristiques, avant de présenter un ordre de grandeur des montants du placement privé au Canada.

### 1.1. VUE D'ENSEMBLE

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 fait partie l'émission d'un prospectus. Toutefois, dans les diverses juridictions, le Législateur a 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 de la réglementation des valeurs mobilières sont des placements privés. Dans le domaine des placements en capitaux propres, le placement privé<sup>3</sup> englobe des placements effectués dans des sociétés fermées, par des individus, des sociétés de capital de risque ou des fonds. Toutefois, il incorpore également les placements privés effectués dans des sociétés ouvertes (*Public Investment in Private Equity* ou PIPEs)<sup>4</sup>. Le placement privé en actions incorpore également des opérations

---

autres juridictions, entend accorder, en vertu de l'article 263 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.C., c. V-1.1, une dispense discrétionnaire de prospectus et d'inscription à titre de courtier pour tout placement qui sera effectué auprès de personnes qui se qualifieront à titre d'« *accredited investors* » tels que définis aux paragraphes a) à t) de l'article 1.1 « Définition – *accredited investor* » de la norme 45-103».

<sup>3</sup> Pour une bonne présentation des conditions d'offre de placement privé, voir :

<http://www.seclaw.com/docs/pplace.htm>

<sup>4</sup> Voir Carpentier *et al.* (2004b) pour une présentation et une analyse de ces transactions.

telles que le *Management Buyout* (MBO), le *Leverage Buyout* (LBO), et les reprivatisations. Des projets d'infrastructure et des administrations se financent également parfois de cette façon. Le placement privé n'est donc pas l'apanage des seules sociétés de petite taille, même si elles semblent relativement nombreuses à les émettre.

Il est devenu courant de diviser le placement privé suivant qu'il est ou non assimilé au capital de risque, défini comme l'investissement effectué dans des sociétés en situation de pré-démarrage (*seed money*), en démarrage (*early stage*), dans les premières phases de croissance et pendant l'expansion (*growth equity investment*). Les fonds de MBO, LBO et ceux qui offrent des financements de type mezzanine prennent ensuite le relais. Les entreprises spécialisées répertorient désormais les deux types d'activité. *Venture Economics* publie par exemple un indice de *private equity* et un autre de *venture capital*.

La limite entre les divers types de placements privés est donc floue, ce qui rend difficile l'estimation précise de leurs importances respectives. Une partie des placements, qui ne s'intègrent pas à l'une ou l'autre de ces catégories, ne semble pas être répertoriée. Ces placements sont particulièrement intéressants en termes de politique publique. Ils sont effectués par des individus, des fonds et des entreprises, dans des sociétés fermées ou parfois dans des sociétés ouvertes, au cours d'opération de financement qui ne sont pas liées à des *buyout*. Il s'agit donc d'opérations classiques de financement, autres que des appels publics. Ces placements sont peu étudiés et mal connus.

La croissance rapide du marché du placement privé est toutefois constatée par les chercheurs et les praticiens. En Ontario seulement, le placement privé est passé de 6,2 milliards de dollars annuellement pendant les années 1995-1998 à environ 36 milliards de dollars en 2002. Il semble également clair que, dans l'ensemble du financement privé des principaux pays, le capital de risque traditionnel ne représente plus qu'une proportion minimale des opérations et des montants. Les opérations de *buy-out* représentent 60 % des placements privés aux États-Unis, 68 % en Europe et 7 % seulement au Québec<sup>5</sup>.

Le développement de fonds de placement privés pourrait être une solution partielle aux problèmes de sortie du capital de risque et un substitut aux émissions publiques précoces. Les pouvoirs publics devraient donc étudier les facteurs qui sont favorables au développement de ce marché, de même que les différents problèmes que pourrait poser leur généralisation.

Aux États-Unis, mais également au Canada, les régimes de retraite sont également un joueur important : en 2001, ils contribuaient pour 30 % des fonds disponibles en placement privé de toute nature (Chemla, 2004), bien que ce type d'investissement ne représente qu'une proportion minimale des fonds sous gestion. Chemla montre que la proportion des fonds investie en placements privés est deux fois plus importante que celle que l'on observe au Canada. Aux États-Unis, la proportion atteint 1,9 % de l'actif sous

---

<sup>5</sup>Voir : « Les *buyouts* au Québec : un constat », Présentation disponible sur le site de Réseau Capital, à : [http://www.reseaucapital.com/Conferences/JT2003/Marc\\_Andre\\_Nadeau\\_SBDT.pdf](http://www.reseaucapital.com/Conferences/JT2003/Marc_Andre_Nadeau_SBDT.pdf)

gestion en moyenne, mais dépasse 4,9 % pour les plus gros fonds. Au Canada, les fonds investissent en moyenne 1,3 % de l'actif total des régimes en placement privé, mais une partie de ces fonds est placée en dehors du Canada.

## 1.2. UN ORDRE DE GRANDEUR DES MONTANTS

Pour l'année 2002, Goodman & Carr LLP (2003) estime la taille du marché du placement privé à 49 milliards de dollars, et les apports de fonds nouveaux auraient été de 7,5 milliards de dollars dans l'année. La portion de ces capitaux qui peut être correctement mesurée est de l'ordre de 40,5 milliards. Ils seraient pour moitié entre les mains des fonds de capital de risque et pour 41 % dans les fonds de *buyout*. Les fonds de mezzanine gèrent le reste. Les fonds privés indépendants, généralement structurés sous forme de sociétés de personnes (LP) gèreraient environ 24 % des fonds. L'étude complémentaire réalisée par McKinsey & Company (2003) indique que les perspectives sont relativement prometteuses au Canada, bien que *many participants thought that a lot of money was chasing relatively few goods opportunities* (p. 10).

Les données qui apparaissent dans ces rapports ainsi que les quelques travaux universitaires réalisés sur ce sujet au Canada reposent généralement sur les données compilées par MacDonald & Ass., de Toronto, à partir de questionnaires envoyés aux gestionnaires. Ces données semblent sous-estimer les fonds effectivement disponibles. Par exemple, Cumming *et al.* (2003) estiment à partir de ces données que 2043 placements privés ont été réalisés au Canada en 2001, pour un total de 2,8 milliards de dollars. L'analyse des notices d'offre déposées auprès de l'OSC indique qu'en Ontario seulement, 2614 placements privés en capitaux propres ont été effectués la même année pour un total de plus de 18 milliards de dollars. Les placements effectués par les particuliers, par certains fonds et par des entreprises dans d'autres entreprises ne semblent pas être comptabilisés dans la base de données la plus utilisée pour caractériser le placement privé. On ne dispose donc pas, pour le moment, d'indicateurs fiables de l'importance de ce type de financement. Ils pourraient être étudiés à partir des données des commissions de valeurs mobilières, puisque chacun des placements privés donne en principe lieu à une notice, répertoriée dans les bulletins hebdomadaires des commissions. Leur exploitation représente toutefois un travail très important qui dépasse les objectifs de la présente étude.

Le placement privé représente donc des sommes considérables, bien que certains des pourvoyeurs habituels de cette industrie y investissent relativement peu au Canada. C'est le cas en particulier des régimes de retraite les moins importants. Il est possible que des efforts puissent être faits pour stimuler l'offre de capital, qui reste toutefois liée à trois éléments de base. Le premier est la qualité et la quantité des projets de bonne qualité à financer. L'activité de placement privé est coûteuse et demande des compétences particulières. Elle peut difficilement être menée sur une petite échelle et ne peut se développer dans une situation de relative rareté des projets. En second lieu, la qualité des gestionnaires et la disponibilité des projets conditionnent ensemble la rentabilité du secteur, qui a été, depuis plusieurs années, systématiquement inférieure à celle des États-Unis. Le placement privé canadien est donc relativement peu attrayant. Enfin, le

développement de ce marché dépend aussi des dispositions réglementaires qui peuvent compliquer les investissements et limiter les possibilités de sortie des investisseurs. Nous abordons cette dimension dans les sections suivantes.

## 2. LA DIMENSION REGLEMENTAIRE

Nous présentons successivement la justification du régime des dispenses, la notion d'appel public à l'épargne, puis le régime des dispenses et le système fermé.

### 2.1. LA REGLEMENTATION : OBSTACLE AU FINANCEMENT DES PME

Dès 1994, MacIntosh mentionnait qu'il existe des barrières légales et institutionnelles qui font obstacle au financement des entreprises innovantes au Canada<sup>6</sup>. En particulier, il évoquait les coûts proportionnellement élevés de la divulgation initiale lors des appels publics à l'épargne, les contraintes que posent les exigences de durée de restrictions<sup>7</sup> ainsi que les coûts associés aux exigences de la divulgation imposées aux sociétés ouvertes. Les coûts des diverses composantes des émissions initiales sont proportionnellement d'autant plus élevés que l'émission est de faible importance (Kooli et Suret, 2003). Ces coûts sont associés au fait que l'objectif premier des réglementations des valeurs mobilières est de protéger les investisseurs ainsi que de promouvoir l'intégrité et l'efficacité des marchés. Sans analyse coût-bénéfice des diverses dispositions de la réglementation, l'objectif de protection des investisseurs a souvent conduit à l'alourdissement des exigences de divulgation, donc à l'accroissement des coûts pour les émetteurs. MacIntosh défend l'idée que les coûts de nombreuses dispositions applicables aux petites et moyennes entreprises ne sont pas justifiés par les bénéfices qu'elles peuvent apporter. Toutefois, il semble exister très peu de preuves empiriques à ce propos.

Une analyse détaillée des barrières réglementaires a été menée par le Groupe de travail ontarien sur le financement des petites entreprises (Ontario Securities Commission, 1996). Ses constats sont semblables à ceux de MacIntosh, notamment en ce qui concerne les coûts des appels publics à l'épargne. Les recommandations de ce Groupe ont fortement inspiré la Règle 45-501, adoptée en 2001 dans cette province.

Les barrières évoquées dans ces études sont associées, d'une part, aux exigences et coûts réglementaires élevés du régime général, notamment en ce qui concerne le prospectus et les obligations de divulgation des sociétés ouvertes. Elles sont également associées aux

---

<sup>6</sup> Le débat a également lieu aux États-Unis; voir les audiences tenues par la Chambre des représentants sous le titre : *The SEC's role in capital formation : Help or Hindrance*, disponible à : [http://commdocs.house.gov/committees/bank/hba73742.000/hba73742\\_0f.htm](http://commdocs.house.gov/committees/bank/hba73742.000/hba73742_0f.htm)

<sup>7</sup> Les Bourses et commissions de valeur exigent que les détenteurs de placements privés ainsi que les promoteurs et autres actionnaires importants d'une société qui devient publique ne puissent disposer de leurs actions rapidement. Ces règles (*regulatory escrow requirements*) reposent sur l'idée que ces actionnaires importants et dirigeants agiront davantage en conformité avec les intérêts des autres actionnaires s'ils doivent détenir leurs titres durant une période longue et limitent le contournement de la réglementation des appels publics.

insuffisances du régime de dispenses. Le régime de dispenses est l'une des réponses apportées par le Législateur à la problématique des coûts élevés des appels publics. Afin d'en comprendre la portée, il faut en premier lieu définir ce qu'est un appel public, voie conventionnelle pour l'obtention de capitaux externes. En effet, les deux autres options offertes aux entreprises qui désirent obtenir des capitaux propres sont définies par rapport à cette notion : la société fermée peut lever des fonds sans être soumise aux dispositions des appels publics, en se prévalant de son statut. On évoque alors la dispense de société fermée. Elle peut également solliciter le public, dans certains cas, en se prévalant de diverses dispenses au titre du capital de lancement, de la souscription minimale, des valeurs refuges ou encore parce que les investisseurs sont considérés comme avertis.

## 2.2. L'APPEL PUBLIC

Bien qu'omniprésente dans la *Loi des valeurs mobilières* (LVMQ), la notion d'appel public à l'épargne n'y est pas définie. Selon Bernier (2001) il faut se référer à la jurisprudence et à la doctrine pour connaître les critères permettant de qualifier un placement d'appel public à l'épargne. De façon générale, un émetteur de valeurs mobilières effectue un placement qui doit faire l'objet d'un prospectus sauf : 1) lorsque les titres sont émis par une société fermée et donc dispensés de l'application complète de la LVMQ; 2) lorsque les titres sont émis dans le cadre du régime de dispenses en raison de la nature du placement (articles 43 et 51) ou à des personnes ou dans un contexte qui permet de ne pas émettre de prospectus (articles 43 à 56). La société fermée est définie à l'article 5 de la LVMQ de la façon suivante : « une société, autre qu'une société d'investissement à capital variable, dont les documents constitutifs prévoient des restrictions à la libre cession des actions, interdisent l'appel public à l'épargne et limitent le nombre des actionnaires à 50, déduction faite de ceux qui sont ou ont été salariés de la société ou d'une filiale ». Une société fermée est donc celle dont les statuts interdisent l'appel public. Comme le souligne Bernier, le concept de « public » est flou et imprécis et inclut les acquéreurs avertis et ceux qui souscrivent par blocs de 150 000 \$ et plus et qui peuvent disposer des dispenses des articles 43 et 51 de la LVMQ.

Aux États-Unis, où la réglementation est peu différente sur ce point, un premier test permettant de définir qui est ou n'est pas membre du public a été établi en 1953 par la Cour suprême des États-Unis, dans *SEC v. Ralston Purina*. Il s'agit du *need to know test*. L'entreprise défendait qu'elle avait vendu des titres à un nombre limité de ses employés et qu'il ne s'agissait pas d'un appel public à l'épargne. La Cour a plutôt décidé de définir l'appel public en fonction de la capacité des investisseurs à se passer de l'information que rassemble un prospectus<sup>8</sup>. Suivant ce jugement, un placement privé ne peut être envisagé si un seul des acheteurs des titres n'a pas l'information nécessaire pour apprécier la valeur du placement. Seuls les investisseurs qui sont en mesure de protéger et d'évaluer leurs investissements (notion de compétence) et qui ont accès à l'information relative au placement qui soit du même ordre que celle fournie par un prospectus peuvent être considérés comme ne faisant pas partie du « public ».

---

<sup>8</sup> Voir Anand *et al.* (1999), chapitre 7, pour une présentation détaillée des divers jugements et de leurs effets. L'analyse des implications du jugement *SEC v. Ralston Purina* par la SEC est disponible à : <http://www.sec.gov/rules/final/33-4552.htm>

La Cour d'appel de l'Alberta a élaboré un second test, dit des *common bonds of interest* (liens d'intérêt communs) *or association test* dans *R. v. Piepergrass*. Ce test de la relation d'association est centré sur la notion de relation entre les dirigeants de l'émetteur et les investisseurs. La Cour établit que *the very essence of a private company envisages the idea that it is of private, domestic concern to the people interested in its formation or in later acquiring share in it*. Il doit exister des liens d'intérêt communs ou d'association entre le vendeur et l'acheteur des valeurs mobilières, et la relation qui les lie doit être étroite.

Les deux tests ont été utilisés de façon simultanée par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario dans l'affaire *Shelter*<sup>9</sup> en 1976.. À la suite de ce jugement, un placement ne peut être qualifié de privé que s'il est simultanément fait auprès de personnes qui ont les compétences d'analyse des données et peuvent accéder à l'information requise pour évaluer le placement, d'une part et qui d'autres part, ont avec le promoteur une communauté d'intérêt étroite. Au Québec, la Cour du Québec, en appel de décisions de la Commission des valeurs mobilières du Québec<sup>10</sup>, a également utilisé les deux tests du besoin de savoir et de liens d'intérêt communs.

On doit donc considérer qu'un placement privé, au Québec, ne peut se faire que par une société fermée, auprès de personnes proches de l'émetteur et pouvant apprécier la valeur réelle du placement<sup>11</sup>. Le jugement *Shelter* était commenté en ces termes par MacIntosh (1994) : *very few buyers will satisfy both tests. Institutions, for exemple, are clearly excluded, since they fail to satisfy the common bonds test. Friends, family, and neighbours may well satisfy the common bonds test, but will almost invariably fail the "need to know" test, since most will lack the necessary investment experience and sophistication* (p. 100). La CVMQ ne semble pas avoir appliqué avec rigueur ces principes. Toutefois, au regard des critères établis par l'arrêt *Shelter*, il est possible que de nombreux placements effectués par des anges investisseurs ainsi que les placements de type Société de placement dans l'entreprise québécoise (SPEQ) ne respectent pas la *Loi des valeurs mobilières*<sup>12</sup>. MacIntosh écrivait encore (p. 101) : *given the current*

---

<sup>9</sup> *Shelter Corporation of Canada Ltd.*, janvier 1997, O.S.C.B., 6.

<sup>10</sup> *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Durocher* (500-27-13712-850, 21 avril 1989) et *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Roland Gingras* (CVMQ, Décision 92-DC-07, Bulletin XXIII, 36).

<sup>11</sup> Dans les faits, les placements qui ont fait l'objet du jugement mentionné à la note 9 représentaient des situations extrêmes. Dans le cas *Gingras*, le placement avait permis de recueillir deux millions de dollars auprès de 618 actionnaires.

<sup>12</sup> L'objectif du programme des SPEQ est l'augmentation de la capitalisation et l'ajout de nouveaux actionnaires. Depuis 1990, 65 SPEQ ont demandé une dispense au titre de l'article 48 de la LVMQ, qui régit les dispenses de prospectus dans le cas des valeurs refuges : *L'émetteur est dispensé d'établir un prospectus lorsqu'il effectue le placement d'une valeur refuge, c'est-à-dire donnant droit à un avantage fiscal, auprès d'au plus 50 souscripteurs, dans la mesure où l'opération réunit les conditions énumérées aux paragraphes 1 à 5 de l'article 47*. La seconde condition de l'article 47 énonce la condition suivante : *Les titres ne sont placés qu'auprès de personnes pouvant apprécier l'investissement proposé en raison de leur expérience financière ou du fait de conseils reçus d'une personne inscrite autre que le promoteur ou auprès de dirigeants de l'émetteur ou d'une société du même groupe, ainsi que de personnes avec qui ces*

*unsatisfactory state of the case law interpreting the meaning of the "public", few can safely rely on the private company exemption.* La dispense de société fermée est donc à la fois restrictive et mal définie<sup>13</sup>. Il existe toutefois d'autres possibilités pour une société d'émettre des actions dans le public sans procéder à l'enregistrement ni à l'émission de prospectus.

### 2.3. LES RÉGIMES DE DISPENSES ET LE *CLOSED SYSTEM*

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 dispenses 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., les 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). »

Dans les faits, il existe plusieurs ensembles de dispenses justifiées soit par la qualification de l'investisseur (notion d'investisseur suffisamment averti pour évaluer correctement le placement), soit par la nature des titres (qui présentent très peu de risque comme des titres gouvernementaux), soit pour satisfaire aux besoins de certaines politiques gouvernementales, ce qui donne lieu à des dispenses au titre des valeurs refuge. Les titres émis dans le cadre de ce régime sont émis dans le « système fermé » et ne peuvent être cédés librement. Dans le cas contraire, il deviendrait facile de contourner la réglementation des valeurs mobilières. Les restrictions de revente des placements privés sont donc indissociables du régime de dispenses.

#### 2.3.1. Les dispenses visant un acquéreur averti

Le placement de titres auprès d'un acquéreur averti est dispensé de l'établissement d'un prospectus, dans la mesure où il se déroule sans publicité. Il en est de même pour le placement de titres auprès du Gouvernement du Québec, de ses ministères ou des mandataires de l'État, du Gouvernement du Canada ou d'une province canadienne ainsi que de leurs ministères ou de leurs mandataires. Les acquéreurs avertis doivent agir pour leur propre compte. Ces acquéreurs avertis sont des gouvernements et les sociétés qui leur appartiennent, des banques, des sociétés d'épargne, de fiducie, des coopératives de services financiers au sens de la *Loi sur les coopératives de services financiers*, des compagnies d'assurance, des courtiers et des régimes de retraite.

---

*dirigeants ont des liens (les dispositions de l'article 47 valent pour le capital de lancement, qui ne peut être émis qu'auprès de 25 souscripteurs).* Qu'il s'agisse de l'article 47 ou 48, le placement n'est possible que lorsque la Commission a donné son accord; dans les deux cas, une notice d'offre doit être établie. Selon SEDAR, vingt SPEQ ont obtenu le statut d'émetteurs assujetti, et ont procédé par voie de prospectus.

<sup>13</sup> Cette situation prévaut encore au Québec, mais a été modifiée par l'adoption des règles 45-501 (Ontario) et 45-103 dans la plupart des autres provinces.

### 2.3.2. La dispense visant les capitaux de lancement

Cette dispense de prospectus, prévue à l'article 47 de la *Loi des valeurs mobilières du Québec* a été établie en vue de permettre à une société de réunir les capitaux nécessaires à son lancement sans faire toutes les dépenses reliées au prospectus. L'émetteur non assujéti est dispensé d'établir un prospectus lorsqu'il effectue le placement de ses titres auprès d'au plus 25 souscripteurs, dans la mesure où l'opération réunit les conditions suivantes :

- chaque souscripteur agit pour son propre compte
- les titres ne sont placés qu'auprès de personnes pouvant apprécier l'investissement proposé en raison de leur expérience financière ou du fait de conseils reçus d'une personne inscrite autre que le promoteur, ou auprès de dirigeants de l'émetteur ou d'une société du même groupe ainsi que de personnes avec qui ces dirigeants ont des liens
- chaque opération est constatée par écrit et le contrat contient les dispositions prévues par règlement
- le placement dure moins de six mois
- le placement se déroule sans publicité et sans autres frais de placement ou de promotion que des honoraires et la rémunération versée à un courtier inscrit
- le promoteur de l'opération, sauf un courtier inscrit, n'a pas participé à un placement sous le régime de la dispense au cours des douze derniers mois
- l'émetteur ne s'est jamais prévalu auparavant de la dispense

Cette dispense permet donc d'élargir le côté restrictif de la jurisprudence, en permettant le placement auprès d'investisseurs qui possèdent l'une ou l'autre (et non les deux) conditions de l'arrêt *Shelter*. L'idée qui sous-tend cette dispense est de permettre à l'émetteur d'obtenir des fonds sans encourir tous les coûts d'un appel public, dans la mesure où il pourra, dans le futur, supporter ces coûts et satisfaire aux exigences de divulgation. La CVMQ a restreint les conditions d'obtention de cette dispense, après avoir constaté que de nombreux émetteurs qui l'utilisaient n'avaient aucune intention de se développer (Bulletin hebdomadaire : 1989-01-20, vol. XX n° 3, p. 2).

### 2.3.3. Dispenses visant un placement privé assorti d'une souscription minimale

Le prospectus n'est pas exigé pour le placement sans publicité d'une valeur, lorsque le coût total de souscription ou d'acquisition est d'au moins 150 000 \$ par personne, à condition que chaque personne agisse pour son propre compte. Une société peut se prévaloir de cette dispense aussi souvent qu'elle le désire. L'idée qui sous-tend de telles dispenses est que l'investisseur qui place un tel montant dans une société fermée est en mesure de l'évaluer correctement. Il existe également des dispenses au titre des valeurs refuges, assorties d'un avantage fiscal, et d'autres qui visent le placement auprès d'actionnaires, d'employés ou de dirigeants.

Le régime de dispenses qui prévaut encore au Québec et prévalait antérieurement dans les autres provinces est complexe. On lui reproche surtout de limiter les possibilités de

placement privé de petites sociétés. Le rapport du Groupe de travail ontarien précise (p. 44) *In our view, the existing framework of prospectus and registration exemptions is inadequate for the following reasons: 1. There is considerable uncertainty as to the scope of exemptions because of the use of vaguely defined or undefined concepts such as "offered for sale to the public" and "net worth and investment experience". 2. The restrictions inherent in some of the exemptions, and the restrictive manner in which the scope of certain of the exemptions have been interpreted, have in our view unduly restricted SME capital formation in circumstances where the protections of the prospectus requirements are not required. These problems have resulted in a substantial amount of non-compliance.*

Ce constat, à la suite de plusieurs autres de même nature, a amené des changements importants au régime de dispenses dans la plupart des provinces canadiennes.

### **3. LES CHANGEMENTS RECENTS AUX REGIMES DE DISPENSES**

Toutes les provinces ont modifié leur régime de dispenses récemment. Toutefois, il existe actuellement deux modèles distincts, soit celui de l'Ontario (Règle 45-501) et celui des provinces de l'Ouest (Règle 45-103). Bien que les deux modèles présentent des similitudes, les différences sont importantes et nous avons choisi de décrire les deux règles, puisque le Québec devra opter pour l'une ou l'autre ou encore une combinaison des deux<sup>14</sup>.

#### **3.1. LA REGLE 45-501**

Adoptée le 30 novembre 2001, la Règle 45-501<sup>15</sup> (Dispense de placements privés de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario) ne s'applique que dans cette province. Elle remplace la dispense relative au prix d'achat de 150 000 \$, la dispense relative aux capitaux de lancement, la dispense relative aux acheteurs dispensés et la dispense relative aux institutions financières par une nouvelle dispense des exigences d'établissement de prospectus et d'inscription fondée sur un test d'*investisseur autorisé* semblable à celui appliqué aux États-Unis (notion de *qualified institutional buyers*). La dispense relative aux *sociétés fermées* est remplacée par une dispense relative aux *émetteurs à peu d'actionnaires*.

---

<sup>14</sup> Un projet de règlement uniforme apparaît toutefois dans le projet de *Uniform Securities Legislation* (USL). Voir la partie 7 du projet intitulé : *Blueprint for uniform securities laws for Canada*, à : <http://www.cvmq.com/upload/bulletin/v34n04s00.pdf>

<sup>15</sup> Cette section s'inspire de la note émise par Stikeman Elliott, « De nouvelles règles changent radicalement les placements privés », en ligne à : <http://www.van.stikeman.com/newslett/SecFeb02-fr.doc>

### 3.1.1. La dispense pour les investisseurs autorisés

En vertu de la Règle 45-501, un investisseur qui répond à la définition d'investisseur autorisé n'a pas à investir de montant minimum. Aucune limite n'est établie quant au nombre de fois où la dispense peut être utilisée ou quant au nombre d'acheteurs, comme c'était auparavant le cas avec la dispense relative aux capitaux de lancement. En outre, les investisseurs autorisés pourront vendre, à titre secondaire, des titres acquis dans le cadre de la dispense à d'autres investisseurs autorisés, peu importe la valeur en dollars. Il s'agit d'une modification importante aux restrictions qui frappent les placements émis dans le cadre du système fermé.

La situation en Ontario est donc devenue semblable à celle qui prévaut aux États-Unis, en ce qui concerne les institutions : banques canadiennes, sociétés de prêt et de fiducie, sociétés d'assurances, conseillers et courtiers inscrits qui peuvent dans certaines conditions échanger librement les titres acquis par voie de dispense (Règle 144, 144 A et 4½). Elle diffère cependant fortement de la norme américaine puisque sont considérés comme investisseurs autorisés des particuliers et des entités plus petites, soit :

- Les particuliers, propriétaires (seuls ou avec leur conjoint(e)) d'actifs financiers ayant une valeur réalisable globale nette avant impôts supérieure à un million de dollars;
- les particuliers dont le revenu net avant impôts a dépassé 200 000 \$ pour chacune des deux années précédentes;
- les particuliers qui sont ou ont déjà été inscrits aux termes de la *Loi sur les valeurs mobilières* ou de toute autre loi sur les valeurs mobilières au Canada;
- les promoteurs de l'émetteur en cause;
- les conjoint(e)s, parents, grands-parents ou enfants d'un dirigeant, administrateur ou promoteur de l'émetteur en cause;
- les détenteurs d'un bloc de contrôle (généralement, les porteurs d'une participation avec droit de vote de plus de 20 %) de l'émetteur en cause;
- des sociétés ou autres entités commerciales (autres que des fonds communs de placement ou des fonds d'investissement dont les titres ne sont pas rachetables) ayant un actif net d'au moins 5 000 000 \$ d'après leurs plus récents états financiers;
- des fonds communs de placement publics et des fonds d'investissement publics dont les titres ne sont pas rachetables et certains fonds communs de placement privés et fonds d'investissement privés dont les titres ne sont pas rachetables;
- les comptes entièrement gérés de conseillers en placements inscrits qui acquièrent des titres autres que des parts de fonds communs de placement ou de fonds d'investissement dont les titres ne sont pas rachetables.

### 3.1.2. La dispense d'émetteur à peu d'actionnaires

La Règle 45-501 élimine la dispense de société fermée. Elle permet toutefois aux émetteurs à peu d'actionnaires (*closely held issuers*) de vendre un maximum global de 3 000 000 \$ de titres au cours de la vie de l'émetteur, sous réserve de certaines

conditions. Un émetteur à peu d'actionnaires est défini comme un émetteur : 1) dont les actions sont assujetties à des restrictions en matière de transfert et 2) dont les titres (de créance ou de participation) ne sont pas détenus par plus de 35 porteurs à l'exclusion : (i) des investisseurs autorisés, (ii) des actuels et anciens administrateurs, dirigeants et employés et (iii) de certains actuels et anciens conseillers. Le nombre total d'actionnaires d'un émetteur à peu d'actionnaires peut donc dépasser largement la limite des 35 actionnaires.

L'opération sur un titre d'un émetteur à peu d'actionnaires ne sera pas assujettie aux exigences d'inscription du courtier et d'établissement de prospectus si les conditions suivantes sont remplies :

- à la suite de l'opération, l'émetteur sera toujours un émetteur à peu d'actionnaires, et le produit total qu'en tirera l'émetteur sur le fondement de cette dispense n'excédera pas 3 000 000 \$ (à vie);
- aucun promoteur de l'émetteur n'a agi à titre de promoteur d'un autre émetteur ayant émis un titre sur le fondement de cette dispense dans les douze mois précédant l'opération;
- aucuns frais de vente ou de publicité n'ont été payés ou engagés dans le cadre de l'opération, sauf pour les services rendus par un courtier inscrit.

Le seuil de 3 000 000 \$ est une limite à vie pour l'émetteur, mais les montants levés aux termes d'autres dispenses ne sont pas compris dans le seuil de 3 000 000 \$. Ce statut et le niveau élevé des montants qui peuvent être prélevés semblent constituer d'importantes innovations réglementaires.

Le vendeur doit fournir aux acquéreurs une notice d'offre (un énoncé obligatoire des facteurs de risque) avant l'opération<sup>16</sup>. La notice d'offre n'a pas à être déposée auprès de la CVMO.

### 3.1.3. Les effets de la nouvelle réglementation

L'OSC prétend que la nouvelle règle a considérablement amélioré les conditions de financement des sociétés fermées. Dans une allocution prononcée en octobre 2003, (Ontario Securities Commission, 2003b), son président David Brown énonce : « *Two years ago we introduced a policy change aimed at making that easier. To encourage investment in small and medium-sized enterprises, we widened eligibility for exempting new issuers from issuing prospectuses. The result? This province saw a jump of thousands of additional investments in prospectus-exempt firms last year – pumping an extra \$15 billion into Ontario businesses. Bear in mind, this was at the same time that the overall capital market was contracting. It was an especially tough year for new issues in high-risk areas. Nonetheless, investments in prospectus-exempt firms jumped from historic highs achieved in the boom years of the late 90s. A study we commissioned found that \$2.6 billion of the new financings went to small and medium sized enterprises last year – generating more than 16,000 new jobs in 2002. It is forecast to generate a further*

---

<sup>16</sup> Sauf si l'émetteur n'a pas plus de cinq porteurs véritables de titres après l'émission.

*19,000 jobs or more this year. As well, the study found an increase of more than half a point in Ontario's GDP last year and another half-point gain this year. There is a clear relationship between regulatory policy and the economic facts of life for people in this province.*” Ces conclusions sont basées sur les résultats d’une étude menée par l’OSC (Ontario Securities Commission, 2003a). Cette analyse comporte une comparaison globale des montants émis par voie de dispense en Ontario avant et après l’adoption de la règle, à partir des formulaires 45-501F1, émis par les sociétés qui émettent des placements privés.

Selon les auteurs, l’adoption de la Règle a entraîné : 1) une augmentation générale de l’activité de placements par voie de dispenses. Celle-ci se traduit par une augmentation du nombre d’investisseurs et du nombre maximum d’investisseurs par opération, mais également par un doublement du nombre de transactions trimestrielles, du nombre de rondes de financement par entreprise, et par la multiplication par un facteur de 2,7 de la valeur totale moyenne des transactions trimestrielles enregistrées sur ce marché; 2) un accroissement du nombre des transactions de petite taille et la réduction de l’investissement médian (de 300 à 120 000 \$) ; 3) l’accroissement de l’activité des grands émetteurs et investisseurs, qui se traduit par une augmentation de l’investissement moyen, de l’ordre de 24 %.

Cette analyse, qui ne comporte aucun test statistique, souffre de plusieurs limites. La plus importante est probablement qu’elle repose sur des périodes fort différentes, en termes d’activité d’émission. La période post-45-501 couvre les onze mois qui suivent l’adoption de la Règle (décembre 2001 à octobre 2002) alors que la période dite de contrôle s’étend de janvier 1995 à décembre 1998. Aucun effort n’a été fait pour contrôler les différents facteurs qui influencent l’activité de financement des entreprises, soit principalement la croissance économique et le niveau des marchés boursiers. Par ailleurs, le placement privé se fait à l’aide de véhicules de placement extrêmement divers, et par des types de sociétés fort différents. En particulier, les fonds d’investissement sont à l’origine de plus de 50 % des placements privés ontariens. Une conclusion valable ne peut être tirée que si ces différents facteurs sont soigneusement pris en considération. Un réexamen a donc été entrepris. Pour le moment, il semble difficile d’affirmer que les changements réglementaires aient eu des effets aussi positifs que ceux revendiqués par l’OSC.

### 3.2. LA NORME 45-103

Le 4 avril et le 30 mars 2002, respectivement, les commissions des valeurs mobilières de Colombie-Britannique et de l’Alberta ont adopté la norme multilatérale 45-103<sup>17</sup> (MI 45-103), dans le but d’harmoniser les règles de dispense dans les deux provinces. D’autres provinces ont, depuis, adopté cette norme. Elle comporte deux grands volets. Une dispense pour émetteur privé permet l’émission auprès de la famille, d’amis et d’associés ainsi qu’auprès d’investisseurs avertis. Les investisseurs avertis ont des caractéristiques semblables à celles définies sous 45-501. Les réglementations ontariennes ainsi que celles de l’Alberta et de la Colombie-Britannique sont donc différentes, mais constituent

---

<sup>17</sup> *Multilateral Instrument 45-103: Capital raising exemptions.* Pour un exposé complet, voir : <http://www.stikeman.com/newslett/SeApr17-02.pdf>

cependant une avancée vers une plus grande homogénéité des règles de dispense, qui touchent directement le placement privé. L'harmonisation des durées de restrictions (45-102) complète cette évolution. Depuis l'adoption de la norme 45-103, il subsiste quatre dispenses d'enregistrement et de prospectus.

### 3.2.1. La dispense pour la société fermée (*Private Issuer Exemption*)

Afin de se qualifier pour cette dispense, antérieurement à l'adoption de 45-103, une société fermée devait satisfaire à plusieurs exigences : en particulier, elle ne pouvait se prévaloir de ce statut s'elle avait, antérieurement, émis des titres dans le public. Compte tenu de la définition du public établie par la jurisprudence, cette condition était restrictive. MI 45-103 définit désormais un émetteur privé comme n'étant pas un émetteur assujéti, ou un fonds commun de placement, dont les titres désignés sont sujets à des clauses qui en limitent le transfert et sont détenues par moins de 50 personnes ou corporations<sup>18</sup>. Les employés actuels ou anciens de l'émetteur ou de ses filiales ne sont pas pris en compte. Un émetteur privé peut émettre des titres sans prospectus aux initiés et à leur famille, aux personnes proches et aux investisseurs agréés.

### 3.2.2. La dispense pour les parents, amis proches et proches partenaires

Cette dispense de prospectus s'applique si l'acheteur est (a) membre de la direction de l'émetteur, (b) membre de la famille de l'actionnaire principal ou des dirigeants de l'émetteur, (c) ami proche ou (d) un associé d'affaire proche. Il existait des dispositions semblables dans les réglementations antérieures<sup>19</sup>. Toutefois, les nouvelles dispenses sont plus généreuses car elles sont accessibles à toutes les sociétés, à un ensemble plus vaste d'investisseurs agréés et ne comportent pas de limites quant au nombre d'acquéreurs ou de montant total émis.

### 3.2.3. Dispense pour les placements au moyen de notice d'offre (*Offering Memorandum Exemption*)

La dispense pour les placements au moyen d'une notice d'offre prévue dans le MI 45-103 permet à un émetteur de placer des titres au moyen d'une notice d'offre auprès d'un nombre illimité de souscripteurs sans recourir aux services d'une personne inscrite. La notice d'offre *Form* (45-103F2 ou 45-102F1) est un court document qui présente le placement et les facteurs de risque<sup>20</sup>. Sous ce régime, une protection minimale est accordée aux investisseurs en cas d'information trompeuse. En Alberta, mais pas en Colombie-Britannique, une personne inscrite doit intervenir lorsque le montant de la souscription est supérieur à 10 000 \$, à moins que l'investisseur ne soit qualifié d'éligible (*eligible investor*) Pour cela, il doit satisfaire à certains tests financiers (avoir net

---

<sup>18</sup> La limite est de 50 souscripteurs en vertu de la norme 45-103 contre 35 en Ontario, et le montant maximal émis de trois millions établi dans 45-501 n'apparaît pas dans la norme 45-103.

<sup>19</sup> Sections 86(1)(ff) et 131(1)(bb) de l'*Alberta Act*, et Sections 89(g) et 128(h) des *British Columbia Securities Rules*, relatives aux émetteurs du CDN.

<sup>20</sup> Voir : <http://www.bsc.bc.ca/news/MI45-103/Offering%20Memorandum%20for%20QIs%20-%20Sept%2026%2C%202001.pdf>

supérieur à 400,000 \$ ou revenu net avant impôt excédant 75 000 \$) ou avoir obtenu les conseils d'un courtier.

### 3.2.4. La dispense d'investisseurs autorisés (*Accredited Investor Exemption*)<sup>21</sup>

Comme la Règle 45-501 en Ontario, la Norme 45-103 permet la distribution de titres à des investisseurs autorisés : institutions financières, gouvernements, municipalités, régimes de retraite, courtiers, sociétés, LP ou fiducies dont l'actif net dépasse 5 millions de dollars, ou encore individus dont la valeur nette ou le revenu est élevé. Cette condition est remplie si : (a) ils possèdent (individuellement ou avec leur conjoint(e) un avoir réalisable net supérieur au million de dollars ou si (b) leur revenu net avant impôt dépasse 200,000 \$ dans chacune des deux années antérieures au placement.

Les dispenses qui prévalaient antérieurement sont abolies.

### 3.2.5. Dépôt des avis

En Colombie-Britannique, les émetteurs qui utilisent la dispense pour les parents, amis proches et proches partenaires, la dispense pour les placements au moyen de notice d'offre ou la dispense d'investisseur autorisé doivent produire une notice de distribution par voie de dispense (*report of exempt distribution Form 45-902F*) et, si cela s'applique, une notice d'offre (*offering memorandum*). En Alberta, l'obligation de divulgation s'applique à toute personne engagée dans la vente secondaire de titres acquis par voie de dispense (*Form 20*).

Les problèmes que posaient aux activités de financement des entreprises les restrictions aux placements privés étaient amplifiés par l'existence de conditions qui imposent aux détenteurs de placements émis par voie de dispense de ne pas les céder avant une période de temps déterminée. Les restrictions à la revente font donc partie de la problématique des effets de la réglementation sur le financement des entreprises.

## 4. LA REVENTE DES PRODUITS EXEMPTES

La plupart des provinces canadiennes et les États-Unis 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

---

<sup>21</sup> La définition d'investisseur autorisé a été étendue en janvier 2004. Voir [http://www.foglerrubinoff.com/articles/amendment\\_restatement\\_Rule\\_45\\_501.pdf](http://www.foglerrubinoff.com/articles/amendment_restatement_Rule_45_501.pdf)

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>22</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>23</sup>. Les principes et distinctions entre les diverses situations changent peu, mais les durées de restrictions ont été réduites.

#### 4.1. LA NORME CANADIENNE 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) et 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 période d'acclimatation s'ajoute à la période de conservation. Globalement, il existe donc une période dite de restriction<sup>24</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, principalement selon 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 le Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR). Les placements privés d'un émetteur assujéti dit admissible, auprès d'investisseurs autorisés, ne sont plus soumis à des restrictions en matière de revente que pour quatre mois, au lieu de douze<sup>25</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 douze mois.

---

<sup>22</sup> Personne pouvant influencer le contrôle de l'émetteur ou détenant plus de 20 % des actions.

<sup>23</sup> Le Québec n'est pas signataire de cette entente, mais la CVMQ a émis une ordonnance pour harmoniser la période de détention avec celle qui est 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)

<sup>24</sup> Des conditions supplémentaires s'appliquent aux émetteurs des secteurs pétrolier, gazier et minier (avis du personnel 45-301 et instruction générale C-2B).

<sup>25</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.

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 Bourse de Toronto (TSE) pendant quatre mois ou pendant la période prévue par les lois sur les valeurs mobilières applicables, selon la plus longue de ces périodes.

#### 4.2. POSITIONS DE CONTROLE 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>26</sup>;
- les périodes de restrictions semblables à celles prévues pour les acquéreurs de placements émis par voie de dispense sont écoulées;
- les vendeurs ne disposent pas d'informations particulières relatives à l'émetteur;
- 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 douze mois.

La réglementation des valeurs mobilières limite donc peu la capacité des investisseurs institutionnels d'acquérir des placements privés dans des sociétés ouvertes et les possibilités pour les sociétés d'en émettre. Les restrictions à la revente de tels placements ont été fortement allégées. Les investisseurs agréés peuvent s'échanger ces placements 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

---

<sup>26</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)

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.

#### 4.3. LA SITUATION AUX ÉTATS-UNIS

La *Securities and Exchange commission* (SEC) a adopté des régimes de dispenses pour faciliter les émissions de petites entreprises. Elles permettent à l'émetteur de vendre des titres sans émission de prospectus et « enregistrement » comme le veut la *Loi générale des valeurs mobilières* (1933 Act). La Règle 504 de la réglementation D permettait, de 1992 à 1999, d'effectuer des placements d'un montant inférieur à un million de dollars par voie de notice d'offre. Ce régime d'exemption a été largement utilisé. Par ailleurs, l'article (3)(11) du *Securities Act* dispense de prospectus et d'enregistrement les placements effectués à l'intérieur d'un État. Enfin, des règles particulières ont conduit à l'instauration d'un véritable marché secondaire du placement privé.

La notion d'acquéreur averti est présente aux États-Unis de même que l'exemption pour les sociétés fermées<sup>27</sup>. Les titres émis dans le cadre du régime de dispenses sont des « *restricted securities* », des valeurs sujettes à restrictions. Ces restrictions touchent essentiellement la revente des titres. Les acquéreurs de ces actions ne peuvent les revendre que dans le cadre de la Règle 144, promulguée en 1972. Cette règle permet la revente de valeurs sujettes à restrictions sous certaines conditions, liées à la divulgation, à la durée de détention et au volume. L'objectif général de cette règle est de protéger les investisseurs en empêchant la création d'un marché public lorsque l'information publique à propos des titres est insuffisante. Elle s'applique également aux actions dites de contrôle.

##### 4.3.1. Règle 144

La Règle 144 exige que l'émetteur satisfasse aux exigences de divulgation périodique établies par la réglementation des valeurs mobilières (1934 Act) pour que les titres émis dans le cadre de dispenses puissent être échangés. Toutefois, la SEC admet que l'information à propos d'un émetteur non assujetti est suffisante si celle-ci a transmis l'information requise pour l'inscription au comptoir (Règle 15c2-11)<sup>28</sup>. La revente de titres sujets à restrictions n'est donc possible que si l'entreprise divulgue une information complète, du même ordre que celle requise des émetteurs assujettis. Par ailleurs, afin de compléter la dimension de l'information, la Règle 144 (h) exige que l'actionnaire informe

---

<sup>27</sup> Le régime d'exemption américain a connu une longue évolution et il est relativement complexe. Son analyse dépasse le cadre de la présente étude. Les principaux volumes de droit des valeurs mobilières en présentent une analyse (Coffee et Seligman, 2003).

<sup>28</sup> Sans être aussi exigeante que la réglementation générale, la règle demande que soient au moins divulgués les éléments suivants : *the nature of the issuer's business; the nature of products or services offered; the nature and extent of the issuer's facilities; the name of the chief executive officer and members of the board of directors; the issuer's most recent balance sheet and profit and loss and retained earnings statements; similar financial information for such part of the 2 preceding fiscal years as the issuer or its predecessor has been in existence.*

la SEC de toute vente dépassant un certain seuil. D'ailleurs, les experts américains recommandent que les acquéreurs de placements privés obtiennent de l'émetteur l'engagement de satisfaire aux exigences de divulgation requises par la règle 144 (Coffee et Seligman, 2003, p. 565).

La revente aux termes de l'article 144 ne peut survenir qu'après la fin de la période de restriction. Celle-ci est fixée à une année. Cette disposition prétend assurer que les acquéreurs de tels placements assument effectivement les risques de leur investissement. La durée minimale de détention a été ramenée de deux à un an en 1997<sup>29</sup>. La notion de durée de détention longue est critiquée par certains auteurs (Ganor, 2004). Les arguments opposés à ce concept sont les suivants : 1) La revente des titres acquis transmet de l'information au marché; les limiter rend donc le marché moins efficient<sup>30</sup>, 2) Les restrictions limitent la liquidité et 3) Les durées de détention longues détournent les investisseurs de ce type de placement. Des conditions liées aux montants et à la nature des transactions limitent cependant les possibilités de revente.

- Les limites liées au montant : le montant maximal qui peut être vendu au cours d'une période de 3 mois est le plus élevé de 1% des actions émises dans la catégorie ou du volume hebdomadaire moyen de transaction. L'objectif du Législateur est ici de limiter les variations brutales de prix, qui pourraient être associées à des ventes massives de la part des détenteurs de titres sujets à restriction.
- Les limites imposées à la nature de la transaction (*manner of sale*) : les titres doivent être vendus par l'intermédiaire de courtiers. Les ventes de gré à gré sont donc exclues (sauf dans quelques cas prévus à la sous-section k), et le vendeur ne peut solliciter d'ordres d'achat.

#### 4.3.2. Vers un marché secondaire de placements privés

La SEC autorise les reventes de titres sujets à restrictions dans le cadre de ce qui est désormais connu sous le terme de dispense 4(1½)<sup>31</sup>. La revente de titres par un non-émetteur est autorisée dans la mesure où il ne s'agit pas d'une poursuite de la distribution initiale. Il doit être établi que le vendeur n'agit pas comme courtier. Par ailleurs, il doit être établi que l'acquéreur n'a pas besoin de la protection de la *Loi des valeurs mobilières*. Il s'agit donc d'un acquéreur averti.

La Règle 144A régit la revente de titres sujets à restrictions à des institutions

---

<sup>29</sup> La section k (144 k) permet la revente sans aucune condition après une détention de deux années, dans le cas où les actionnaires ne sont pas des personnes affiliées, c'est-à-dire qui sont contrôlées ou qui contrôlent l'émetteur, directement ou indirectement (*non affiliate shareholders*).

<sup>30</sup> Un argument de même nature a été avancé par les auteurs qui s'opposent à la restriction des transactions d'initiés.

<sup>31</sup> Ce terme provient du fait que cette dispense est une combinaison des dispenses prévues au paragraphe 4(1) (*transactions by any persons other than an issuer, underwriter or dealer*) et à la section 4(2) (*transactions by an issuer not involving any public offering*).

particulières, par les entités autres que l'émetteur. Il s'agit donc d'opérations de courtage en placement privé. Les institutions couvertes correspondent approximativement à celles qui bénéficient du statut d'acquéreur averti au Canada : Banques et sociétés de fiducie, courtiers. Elles sont connues sous le terme de *Qualified Institutional Buyers* (QIBs). L'application de la règle est conditionnelle au fait que l'intermédiaire obtienne de l'émetteur, lorsqu'il n'est pas assujéti, une information suffisante qui est transmise aux acquéreurs. Simultanément à l'adoption de 144A (en 1990), la SEC a approuvé la création de PORTAL (*Private Offering Resale and Trading through Automated Linkages System*)<sup>32</sup>, par le NASDAQ.

La réglementation américaine distingue donc clairement deux situations : dans le cas des institutions considérées comme accréditées (QIBs), les conditions d'achat et de revente de placements privés sont simplifiées au point où ces institutions disposent d'un marché organisé automatisé. Dans le cas des investisseurs qui n'appartiennent pas à cette catégorie, toutefois, les conditions de la réglementation 144 sont restrictives, notamment en ce qui concerne l'information qui doit être fournie par l'émetteur avant de permettre la revente et les durées de détention. La situation canadienne semble différente.

Même si des différences subsistent, la réglementation canadienne semble s'orienter vers des règles souples en matière de dispenses pour les sociétés fermées, ainsi qu'en ce qui concerne les investisseurs institutionnels. Les restrictions qu'imposaient les jugements antérieurs sur la définition d'un appel public sont levées. Des restrictions relatives aux placements émis dans le cadre du système fermé ont également été levées. Les restrictions à la revente ont été considérablement allégées. La situation extrême est probablement celle de l'Ontario, avec la définition des sociétés à peu d'actionnaires. On peut donc considérer que les ajustements réglementaires ont été effectués dans le sens voulu par les entreprises, ainsi que par une partie de la communauté financière.

Cette libéralisation survient à la fin d'une période marquée, déjà, par la domination des transactions par voie de dispenses (ou par régime spécial) par rapport aux transactions conventionnelles. Nous avons montré que les entrées en Bourse avaient été plus nombreuses par le biais des sociétés de capital de démarrage, régime particulier, que par appel public conventionnel (Carpentier et Suret, 2003). Nous avons également mis en évidence que les placements privés par les sociétés ouvertes (PIPEs) avaient été plus fréquents que les émissions publiques subséquentes (Carpentier *et al.*, 2004b). Ces constats ont été posés en grande partie avant la libéralisation du régime de dispenses et des périodes de restrictions qui devraient encore accroître le recours aux placements privés. Il est possible que ce mouvement soit globalement positif et facilite le financement des entreprises. Il a toutefois été mené en l'absence de toute étude sérieuse des coûts et bénéfices de ces changements, au cours d'une période qui a vu un effort important pour mieux contrôler les sociétés et l'information qu'elles produisent à la suite des divers scandales financiers. Sur la base des travaux américains sur le placement privé et les sociétés fermées, deux questions méritent cependant une analyse : 1) La protection

---

<sup>32</sup> Accessible en ligne à :

<http://www.nasdaqtrader.com/trader/tradingservices/productservices/productdescriptions/portaldescription.stm>

des investisseurs est-elle assurée ? et 2) Quels sont les effets potentiels d'une « privatisation » du financement par capitaux propres sur le marché ? Nous ne prétendons pas répondre ici à ces questions, mais indiquer pourquoi elles mériteraient une analyse approfondie.

## 5. LES ENJEUX DE LA LIBERALISATION DU PLACEMENT PRIVE

La libéralisation du placement privé soulève diverses questions importantes, qui ne semblent pas avoir fait l'objet d'études sérieuses. Nous les avons groupées en quatre thèmes respectivement dédiés à la problématique de l'information, aux rendements globalement négatifs, aux notions de compétence et de contrat, et enfin aux effets sur le marché. Nous commençons toutefois par présenter le contexte dans lequel s'inscrivent les changements de la réglementation du placement privé.

### 5.1. CONTEXTE

La révision du régime de dispense de prospectus se situe dans le cadre plus large de la révision des régimes de placement pour les sociétés à petite capitalisation. Dans la même perspective, on peut évoquer la révision possible du régime de placement avec prospectus et le système d'accès continu au marché (*Continuous Market Access ou CMA*). Ces initiatives font suite au constat de l'augmentation des exigences réglementaires au Canada et de leurs effets fortement pénalisant pour les plus petits émetteurs. Par exemple, la CVCB écrit (British Columbia Securities Commission, 2002) (p. 5): "*The main problem, however, is the extent and complexity of the rules. In the past 10 years, the volume of regulation has increased by about 65 %. In the past five years, compliance costs have doubled for junior issuers. In the same time frame, uniformity among securities laws has increased, not decreased, so it appears that the main culprit is not lack of uniformity, but the volume and complexity of the rules.*" La notion de réglementation proportionnelle, actuellement étudiée par les ACVM, s'inscrit dans cette tendance. Suivant cette notion, les coûts de la réglementation, notamment en matière de divulgation, seraient prohibitifs pour les petits émetteurs. Les exigences devraient donc être moindres pour ces émetteurs.

Par ailleurs, l'élargissement du régime de dispenses et l'étude d'une réglementation allégée se font également dans un contexte de resserrement de la réglementation et d'élargissement de la responsabilité en matière de divulgation. Le projet de Loi 198, en Ontario, met en œuvre diverses mesures énoncées dans le budget de 2002 et propose qu'il soit apporté des modifications à vingt-neuf lois. Il apporte d'importantes modifications à la *Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario (LVMO)*, incluant la mise en place d'un régime de responsabilité en cas de fraude, de manipulation du marché et de déclarations trompeuses ou erronées. On créerait un droit d'action privé pour non-respect des règles en matière d'obligations d'information continue énoncées dans la LVMO. Les dispositions nouvelles en matière de gouvernance ont été instaurées<sup>33</sup>, et la responsabilité de ceux qui

---

<sup>33</sup> Projet de loi S-11: Loi modifiant la *Loi canadienne sur les sociétés par actions (LCSA)* et la *Loi canadienne sur les coopératives (LCC)*, adopté le 24 novembre 2001.

préparent l'information a été élargie. Les sociétés inscrites aux États-Unis et leurs filiales sont désormais soumises aux dispositions de la *Loi Sarbanes-Oxley*, et des dispositions semblables sont à l'étude au Canada.

D'une part, les exigences et le contrôle en termes de gouvernance et d'information sont renforcés pour les sociétés ouvertes. Par ailleurs, le régime de dispenses est élargi. Il permet d'émettre puis d'échanger des titres sans divulguer d'informations détaillées et, dans certains cas, en échappant à tout contrôle des autorités en valeurs mobilières. Cette situation peut paraître paradoxale, puisque les entreprises de petite taille, qui utilisent principalement les régimes de dispenses, sont celles qui présentent les risques les plus élevés en termes d'information

## 5.2. LA PROBLEMATIQUE DE L'INFORMATION

L'opacité est la caractéristique première des entreprises de petite taille : l'information est peu abondante, et sa qualité est souvent médiocre. Plusieurs éléments concourent à cette situation. Les petites entreprises sont souvent dirigées par un ou quelques actionnaires qui les considèrent comme leur propriété exclusive, les systèmes d'information sont peu développés, l'historique est court, la valeur repose en grande partie sur des perspectives futures, et les analystes, qui obtiennent l'information et la transforment dans le cas des grandes entreprises, ne s'y intéressent pas. Le placement privé se fait sans émettre de prospectus, lequel qui est considéré comme l'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 aux investisseurs privés une information optimiste peut donc être importante.

Au Canada, la libéralisation du placement privé dans certaines provinces a augmenté de façon significative le recours à ce type de financement par des émetteurs assujettis. Ces entreprises sont donc passées d'un mécanisme d'émissions subséquentes (SEO) à des placements privés. L'activité des émetteurs non assujettis a augmenté mais de façon nettement moins significative. Dans l'ensemble de l'Amérique du Nord, les placements privés dans les sociétés publiques se multiplient. Leur rendement est généralement très décevant. Dans un tel contexte, on peut se demander ce qui pousse les sociétés à recourir au placement privé au lieu d'utiliser le placement public, surtout lorsque leur statut de société ouverte leur permettrait facilement. Une première explication, classique, est liée aux coûts. La seconde, plus convaincante lorsque les placements sont effectués par des sociétés ouvertes, est associée à l'information.

L'argument de l'économie des frais de courtage et autres frais liés à l'émission publique ne suffit pas à expliquer pourquoi certaines sociétés ouvertes utilisent le placement privé au lieu de l'émission publique. Le placement privé réduit les coûts directs et indirects d'émission. Toutefois, à valeur égale, le placement privé entraîne un escompte significatif pas rapport au prix des titres sur le marché secondaire. Cet escompte est évalué à 13,5 % par Wu (2002) et à 18,7 % par Barclay *et al.* (2003). Ces pourcentages sont du même ordre que ceux rapportés pour les coûts directs et indirects d'émissions initiales, et sont largement inférieurs aux escomptes observés lors d'émission sur le marché secondaire

(3 % selon Wu). L'argument des économies de coûts et de réduction des délais est probablement pertinent en ce qui concerne les sociétés fermées. Toutefois, dans une étude parallèle, nous avons pu mesurer que les coûts indirects de financement privé étaient considérables et les délais très longs (Carpentier et Suret, 2004).

Dans le cas des sociétés ouvertes, il existe deux théories contradictoires pour expliquer le recours au placement privé. La première est basée sur la notion d'asymétrie informationnelle. Dans des secteurs où l'information ne peut que difficilement être révélée sans nuire aux avantages concurrentiels (biotechnologie par exemple), le recours au financement privé serait essentiel. Il se ferait lorsque l'entreprise dispose d'information positive que l'on ne peut publiciser, mais qui peut être révélée à quelques investisseurs. L'analyse faite dans le secteur des biotechnologies semble confirmer cette hypothèse (Janney et Folta, 2003).

Toutefois, pour plusieurs auteurs, le placement privé est l'occasion pour maximiser le bien-être des dirigeants au détriment des actionnaires (Wu, 2000). Il existe deux moyens principaux pour un dirigeant (et pour les initiés) de profiter de l'émission privée. La première consiste à profiter pour son propre compte d'émissions qui se font à un prix inférieur à la valeur marchande du titre. Cette opération, connue sous le terme de *self dealing* (Wu, 2000), induit un biais : les placements privés offerts aux non-initiés seraient donc ceux dont la valeur est surestimée. Le placement privé est également l'occasion de renforcer des situations de retranchement. Ce phénomène prévaut lors de situations d'agences fortes, lorsque le dirigeant parvient à conquérir une situation dont il devient difficile de le déloger. Les travaux qui portent sur les acquéreurs de blocs lors de placements privés suggèrent qu'il s'agit souvent d'investisseurs peu actifs qui semblent peu enclins à participer de façon active à la gestion des entreprises (Barclay *et al.*, 2001; Wu, 2004). Barclay *et al.* attribuent d'ailleurs l'escompte de placement privé à l'augmentation du retranchement du ou des dirigeants. Barclay *et al.* (2003) analysent cette hypothèse du retranchement et montrent que les acquéreurs de placements privés sont caractérisés par la rareté de leur engagement dans la gestion, l'absence de conflits avec les dirigeants et l'absence de services associés au contrôle et à la certification.

Dans un contexte d'asymétrie d'information forte, les placements privés des sociétés ouvertes seraient donc surtout des occasions pour les dirigeants d'exploiter les investisseurs externes. Les rendements négatifs des placements semblent confirmer cette situation. En ce qui concerne les sociétés fermées, les évidences sont inexistantes.

### 5.3. DES RENDEMENTS GLOBALEMENT NEGATIFS

La vaste majorité des travaux consacrés au rendement du placement privé démontre un rendement inférieur à celui des indices de références. Les investisseurs qui acquièrent ce type de placements feraient donc de mauvais investissements. Les études ont été menées à plusieurs niveaux. On peut en effet s'intéresser au rendement des fonds de placement privés, aux placements privés dans les sociétés ouvertes ou encore au capital entrepreneurial.

### 5.3.1. Rendement des fonds de placement privé

Ljungqvist et Richardson (2003) utilisent une base de rendements de fonds de placements privés qui couvre deux décennies. Ils estiment en premier lieu que la durée minimale d'investissement est fort longue : il faut plusieurs années pour investir la totalité des capitaux disponibles et une décennie pour que l'on puisse envisager des rendements positifs. Ils observent que les fonds rapportent en moyenne un rendement supérieur à celui des indices de référence. L'écart serait de 5 % annuellement, ce qui correspondrait à la compensation normale pour le manque de liquidité de placements qui doivent être détenus pendant dix ans au moins. Il faut cependant souligner que les fonds étudiés sont de grande taille et qu'ils réalisent une grande partie de leur activité au niveau des LBO-MBO, opérations qui ne sont pas accessibles aux investisseurs individuels. Les résultats de Ljungqvist et Richardson sont toutefois contredits par la majorité des études de même nature. Pour Gottschalg *et al.* (2004), la performance des fonds de placement privé aux États-Unis et en Europe est légèrement inférieure à celle des rendements des indices boursiers de référence. Ils considèrent que ce résultat est troublant, étant donné le risque élevé et la faible liquidité de ces placements. Ils ne rejettent pas l'hypothèse que les placements soient systématiquement surévalués par les gestionnaires lors des investissements, même si ceux-ci répondent, en principe, à la définition d'investisseurs professionnels et parfaitement avertis. Kaplan et Schoar (2003) étudient les performances de *partnerships* en placement privé, sur la base des données de *Venture Economics*. Au cours de la période analysée, le rendement net des fonds est équivalent à celui de l'indice S&P 500. La liquidité n'est donc pas compensée, et une très grande hétérogénéité apparaît entre les divers fonds. Parmi les fonds de placements privés, seuls ceux qui se consacrent aux transactions de grande taille de type Buy-out semblent permettre des rendements intéressants.

### 5.3.2. Placements privés dans les sociétés ouvertes

Les praticiens ont noté une performance très fortement négative des PIPEs, à la fin des années 90 et au début des années 2000, aux États-Unis. Les études universitaires confirment cette situation (Hertzel *et al.*, 2002). Le rendement à long terme des actions des sociétés qui ont procédé à ces placements est très fortement négatif. Il se situe entre -23,78 % et -45,15 %, après ajustement pour le rendement de titres comparables et selon les ajustements choisis, pour les trois années qui suivent le placement. Un placement privé annonce donc de faibles rendements, en moyenne, et ces rendements sont inférieurs à ceux que l'on observe à la suite d'émissions publiques conventionnelles. La situation ne semble pas avoir été étudiée au Canada. Une analyse plus complète de cette dimension est présentée dans Carpentier *et al.* (2004b)

### 5.3.3. Le rendement des sociétés fermées

L'analyse du rendement des fonds investis par les entrepreneurs dans leur propre entreprise est évidemment difficile. Aux États-Unis, Moskowitz et Vissing-Jorgensen (2002) observent que le rendement des portefeuilles de placements détenus dans leurs propre entreprise par des propriétaires dirigeants est extrêmement bas. Ils considèrent comme troublante la conjonction du risque élevé et du faible rendement des capitaux

investis dans les sociétés fermées. L'analyse de diverses possibilités d'explication permet d'en retenir deux. La première est la consommation importante de bénéfices non pécuniaires par les dirigeants. La seconde est la surestimation importante des probabilités de succès des entreprises ainsi détenues. Aucune de ces deux explications n'est très rassurante pour les acquéreurs de placements privés.

Au Canada et particulièrement au Québec, les résultats des diverses initiatives qui ont incité les investisseurs à s'intéresser à des sociétés fermées, soit directement (SPEQ, REAQ développement, sociétés de capital de démarrage), soit via des intermédiaires (tels les fonds de travailleurs ou les SODEQ) ont mis en évidence le risque élevé et la très faible rentabilité des placements dans les PME québécoise. Cela confirme la faible rentabilité des sociétés qui recherchent des capitaux externes<sup>34</sup>. Il est donc très vraisemblable que la libéralisation du placement privé, qui permettrait à des personnes sans information ni lien avec l'entrepreneur conduira à une majorité de placements à très faible performance. Cela est d'autant plus vrai que, dans de nombreux cas, ces investisseurs ne disposeront ni des connaissances ni des outils requis pour espérer quelque chance de succès dans ce type de placement.

#### 5.4. COMPETENCE ET CONTRATS

Le domaine du placement dans les sociétés fermées demande un savoir-faire particulier et une longue expérience. De toute évidence, les spécialistes québécois de plusieurs institutions n'ont pas fait la preuve qu'ils étaient en mesure de choisir les meilleurs placements et de réaliser un taux de rendement compatible avec le niveau de risque que commande ce secteur. Les initiatives qui ont placé directement les investisseurs face à des sociétés fermées ou à des sociétés ouvertes en croissance ont généré des rendements très fortement négatifs. Il est donc extrêmement probable que les nouvelles conditions de financement des sociétés par placement privé se traduiront par des pertes importantes pour les investisseurs. Cet allègement réglementaire satisfait certainement les émetteurs; il n'est pas évident qu'il corresponde au meilleur intérêt des investisseurs, d'autant que ceux-ci ne pourront généralement pas disposer des outils essentiels à la gestion efficace des investissements dans ce domaine.

Le placement privé concerne des sociétés fermées, qui opèrent souvent dans des domaines de hautes technologies. L'opacité de l'information, l'asymétrie informationnelle et les coûts d'agence sont des phénomènes omniprésents en ce domaine. Ces phénomènes provoquent à leur tour des situations maintenant bien connues. Il s'agit, entre autres, de la sélection adverse, du risque moral, de l'expropriation des actionnaires, de la manipulation des états financiers. Les investisseurs spécialisés, tels que les sociétés de capital de risque et les autres fonds spécialisés, ont développé des outils d'analyse et des contrats particuliers. (Tykvová, 2000) propose une recension de ces moyens utilisés par les investisseurs en capital de risque : *In particular, they select an appropriate kind*

---

<sup>34</sup> Cela ne signifie pas que toutes les sociétés fermées sont peu rentables. En accord avec la notion de l'anti-sélection, cette observation dit simplement que les sociétés qui recherchent des capitaux externes auprès de ce type d'apporteurs de capital sont, en majorité, des sociétés de qualité inférieure.

*and structure of financing and specify the rights as well as the duties of both parties. The typical features of venture capital investments are: an intensive screening and evaluation process, an active involvement of venture capitalists in their portfolio companies, a staging of capital infusions, the use of special financing instruments such as convertible debt or convertible preferred stock, syndication among venture capitalists, or a short investment horizon.*

Pour les spécialistes du domaine, l'existence de ces contrats optimaux explique que l'industrie du capital de risque puisse fonctionner (Gompers et Lerner, 1998). Parmi les méthodes les plus utilisées figurent les titres convertibles, qui s'intègrent à des conventions d'actionnaires conçues pour protéger les investisseurs. En dépit de ces contrats et de leur expérience présumée, les investisseurs institutionnels québécois ont connu des performances généralement très médiocres au cours des dernières années (SGF, Innovatech, FSTQ, Filiales capital de risque de CDP, etc.). À l'issue des changements réglementaires proposés, un nombre élevé d'investisseurs non formés et ne disposant d'aucun outil adapté seront amenés à investir directement dans des sociétés fermées.

Il semble par ailleurs acquis que les dirigeants d'entreprise programment leurs émissions, initiales ou subséquentes, pour profiter des périodes où les investisseurs ont une vision optimiste de la valeur des actions. Cela est la seule explication logique à la sous-performance importante qui suit les émissions d'actions. Ils semblent choisir de la même façon les moments des reprivatisations, par LBO, MBO ou rachat (Benninga *et al.*, 2004). L'analyse des placements privés dans les sociétés ouvertes montre qu'il en est de même pour le placement privé, mais que les rendements sont encore plus négatifs que dans le cas des placements publics (Hertzel *et al.*, 2002). On peut toujours tenter de croire que les émetteurs se comporteront différemment parce qu'ils placent les titres auprès de connaissances ou de la famille. Rien n'est moins sûr et, par ailleurs, la définition des personnes proches est devenue si large qu'elle n'a plus beaucoup de signification.

#### 5.5. LES EFFETS SUR L'ENSEMBLE DU MARCHÉ

Les nouvelles règles facilitent le recours au placement privé par les sociétés ouvertes. Déjà, avant les aménagements réglementaires, les émissions privées étaient plus fréquentes que les émissions subséquentes d'actions, au Canada (Carpentier *et al.*, 2004b). L'élargissement des règles et définitions devrait stimuler ce type de placement, ce qui ne peut que diminuer la liquidité du marché. Les placements privés sont soumis aux règles de durée de détention. Ils constituent par ailleurs des blocs difficilement négociables. Le nombre d'actions en circulation (le *float*) et le volume de transaction pour un titre donné seront donc d'autant moins élevés que l'entreprise opte pour le placement privé. Cela a des conséquences sur 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 d'autant plus élevé que le titre est peu liquide. En second lieu, les écarts entre les prix d'offre et de demande (*bid-ask spread*) augmentent 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 a vraisemblablement un effet globalement négatif sur la qualité du marché boursier canadien. L'effet devrait être d'autant plus négatif qu'il s'inscrit dans une conjoncture favorable aux reprivatisations des sociétés ouvertes. En raison des fusions, des opérations de reprivatisation et des titres délistés, et en dépit de très nombreuses entrées en Bourse, le nombre total de sociétés inscrites en Amérique du Nord a passé de 12 229 en 1997 à 9 758 en 2003, ce qui représente une diminution de 20 %. Le phénomène est particulièrement pénalisant pour le Canada, qui assiste également à un transfert des transactions de titres interlistés vers les États-Unis (Carpentier *et al.*, 2004a).

## **6. CONCLUSION: LES IMPLICATIONS EN TERMES DE POLITIQUES PUBLIQUES**

Même si elle correspond aux désirs d'importants groupes de pression, la libéralisation importante des régimes de dispenses présente des risques importants qui n'ont pas été évalués. Il existe des indices sérieux montrant que cette libéralisation pourrait avoir des effets fortement négatifs sur les investisseurs ainsi que sur le marché dans son ensemble. Le passage au statut d'émetteur assujéti représente une forme d'apprentissage de la discipline de l'information et de la divulgation qui peut être extrêmement positif pour des entreprises. L'incitation à envisager ce statut disparaît.

Deux possibilités nous semblent exister, dont les conséquences sont totalement opposées. La première est celle de l'aide à la croissance, la seconde celle de la privatisation du marché du financement par capitaux propres. La première hypothèse suppose que les sociétés fermées vont utiliser les régimes de dispenses pour procéder aux premières rondes de financement jusqu'à atteindre une taille qui leur permettra d'aborder le marché du financement public à un coût raisonnable. L'augmentation progressive des exigences des investisseurs en raison de l'accroissement des montants prélevés amènerait une amélioration progressive de l'information et de la divulgation. Dans ce cas, l'allègement des exigences aurait un effet fortement positif. Dans ce cas, il existerait des incitatifs forts pour que les sociétés divulguent aux investisseurs privés une information fiable. La seconde hypothèse propose que l'allègement permette aux sociétés de se tenir systématiquement à l'écart du placement public et même favorise le retour de sociétés ouvertes au statut de société fermée. Dans cette hypothèse, les sociétés fermées se financeraient exclusivement sous cette forme, et le nombre d'appels publics se réduirait. Des sociétés ouvertes entreprendraient des opérations de rachat pour revenir au statut de sociétés fermées et les placements privés seraient largement utilisés par les sociétés ouvertes, ce qui réduirait la liquidité du marché. La réduction importante du nombre de sociétés ouvertes au Canada et l'utilisation intensive des placements privés par les sociétés ouvertes laissent croire que cette hypothèse pourrait prévaloir. Dans un tel cas, et

sous les hypothèses de retranchement qui sont invoquées pour expliquer le recours au placement privé, l'information transmise aux investisseurs serait de médiocre qualité. L'élargissement de l'ensemble des investisseurs autorisés laisse croire qu'une partie importante de ceux-ci n'auront pas les compétences requises pour évaluer correctement les placements. Ils ne disposeront pas, en outre, des instruments nécessaires à la gestion adéquate des phénomènes d'agence et de réduction de l'asymétrie dont disposent les intermédiaires spécialisés. Si cette hypothèse prévaut, elle conduirait à une réduction importante de la qualité du marché et à l'observation de rendements médiocres pour les investisseurs privés.

Les pouvoirs publics devraient donc mettre en place des mécanismes efficaces d'observation des transactions et de l'évolution des entreprises dans le cadre de ces nouvelles réglementations. Par ailleurs, compte tenu de l'activité importante de placements privés observée ailleurs au Canada, de l'intense activité de placements privés opérée par des sociétés publiques et de l'allègement réglementaire qui aura lieu prochainement au Québec, la défense de programmes incitatifs tels que les SPEQ et le Régime d'épargne-actions du Québec (REAQ) devient encore plus difficile qu'elle ne l'était auparavant. En effet, les barrières au financement qui étaient évoquées ont largement été éliminées. Avant de lever le moratoire qui touche certains de ces programmes, il conviendrait d'analyser dans quelle mesure les nouvelles dispositions réglementaires améliorent ou non les capacités de financement. Dans le passé, nous avons montré que les placements émis au titre de valeurs refuge ou dans le cadre de réglementation allégée (REAQ développement, SPEQ, Fonds de travailleurs, SCD) généraient pour les investisseurs des taux de rendement très fortement négatifs. La conjonction d'une réglementation plus permissive et de tels incitatifs fiscaux aurait vraisemblablement des effets encore plus désastreux. La plus grande prudence s'impose donc.

## RÉFÉRENCES

- Anand, A., D. Johnston et G. Peterson (1999). *Securities Regulation : Cases, Notes and Material*. Toronto & Vancouver, Butterworths.
- 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.
- Barclay, M. J., C. G. Holderness et D. P. Sheehan (2003). *Private Placements and Managerial Entrenchment*. AFA 2004 San Diego Meetings: 31 p.
- Barclay, M. J., C. G. Holderness et D. P. Sheehan (2001). *The Block Pricing Puzzle*. Simon School of Business Working Paper No. FR 01-05.
- Benninga, S., M. Helmantel et O. Sarig (2004), « The Timing of Initial Public Offerings » *Journal of Financial Economics* In Press.
- Bernier, J.-F. (2001). La société fermée et le financement public de la PME au Québec : Un concept à repenser? Développement récents sur les valeurs mobilières,. Service de la formation permanente du barreau du Québec. Cowansville (Québec), Editions Yvon Blais: 71-87.
- British Columbia Securities Commission (2002). *New Concepts For Securities Regulation*: 60 p.
- Butler, A. W., G. Grullon et J. P. Weston (2003). *Does Stock Market Liquidity Matter? Evidence from Seasoned Equity Offerings*. AFA 2004 San Diego Meetings.
- Carpentier, C., J. F. L'Her et J.-M. Suret (2004a). *Competition Amongst Securities Markets: will the Canadian Market survive?*, CIRANO.
- Carpentier, C., J.-F. L'Her et J.-M. Suret (2004b). *Le placement privé dans les sociétés ouvertes : dimensions réglementaires, économiques et financières*. Document de travail CIRANO. Montréal.
- Carpentier, C. et J.-M. Suret (2003). *Les sociétés de capital de démarrage, bilan et analyse : 1995-2001*. R. d. r. U. L.-. CVMQ: 86 pages.
- Carpentier, C. et J.-M. Suret (2004). *Les coûts indirects de financements par placement privés : catégorisation et estimations*. Cahier Cirano.
- Chemla, G. (2004), « Pension Funds Investment in Private Equity and Venture Capital in the U.S. and Canada » *Journal of Private Equity* Spring 2004: 64-71.
- Coffee, J. C. et J. Seligman (2003). *Securities Regulation : Cases and Material*. New-York, Foundation Press.
- Cumming, D., A. Kaul et V. Mehrotra (2003). *Provincial Preferences in Private Equity*. Research Study Prepared for the Wise Persons' Committee, : 275-311.
- Ganor, M. (2004). *Improving the Legal Environment for Start-up Financing by Rationalizing Rule 144*. SSRN Working Paper.
- Gompers, P. A. et J. Lerner (1998), « The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities » *National Bureau of Economic Research. Working Paper Series* No. 6725: 1-48.
- Goodman & Carr LLP (2003). *Private Equity Canada 2002 : an in-depth Review of the Market*. Toronto: 32 p.

- Gottschalg, O., L. Phalippou et M. Zollo (2004). *Performance of Private Equity Funds: Another Puzzle?* INSEAD Working Paper: 54 p.
- Hertzel, M., M. Lemmon, J. S. Link et L. Rees (2002), « Long-Run Performance Following Private Placements of Equity » *Journal of Finance* 57(6): 2595-617.
- 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.
- Kaplan, S. et A. Schoar (2003). *Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows*. MIT Sloan Working Paper No. 4446-03; AFA 2004 San Diego Meetings: 46 p.
- Kooli, M. et J. M. Suret (2003), « How Cost-Effective are Canadian IPO markets » *Canadian Investment Review* 16(4): 20-28.
- Lerner, J. et F. Hardymon (2001). *Venture Capital and Private Equity: A Casebook*. Boston.
- Ljungqvist, A. et M. Richardson (2003), « The Cash Flow, Return and Risk Characteristics of Private Equity » *National Bureau of Economic Research. Working Paper Series* No. 9454: 1-41.
- MacIntosh, J. (1994). *Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprise in Canada*. [Toronto], Faculty of Law, University of Toronto.
- McKinsey & Company (2003). *Private Equity Canada : Outlook, Challenges and Implications*. The McKinsey & Company Report. Toronto: 31 p.
- Moskowitz, T. J. et A. Vissing-Jorgensen (2002), « The Returns to Entrepreneurial Investment : A Private Equity Premium Puzzle? » *American Economic Review* 92(4): 745-778.
- Ontario Securities Commission (1996). *Task Force on Small Business Financing*. O. S. Commission. Toronto: 120 p.
- Ontario Securities Commission (2003a). *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.
- Ontario Securities Commission (2003b). *World's Best Capital Markets: The Key to Ontario's Future*. W. L. University: Notes for Remarks By David Brown, Q.C. Chairman, Ontario Securities Commission,.
- Tykvová, T. (2000). *What Do Economists Tell Us about Venture Capital Contracts?* Centre for European Economic research: 31 p.
- 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*.
- Wu, Y. (2004), « The Choice of Equity-Selling Mechanisms » *Journal of Financial Economics* Forthcoming.

## ANNEXE 1 : REGLEMENTATION DES EMISSIONS DES PETITES ENTREPRISES AUX ÉTATS-UNIS

En utilisant le programme *Small Corporate Offering Registration* (SCOR) propre à chaque État ou certaines formes de placements directs fédéraux (réglementation A, D et Intrastate), les petites entreprises en démarrage peuvent lever des fonds plus facilement et de façon moins onéreuse<sup>35</sup> qu'une émission publique initiale (IPO) traditionnelle. Ces entreprises s'enregistrent alors auprès du ou des États dans lesquels leurs titres seront vendus, et non pas auprès de la SEC<sup>36</sup>. Elles évitent ainsi à la fois les investisseurs traditionnels des premiers stades de développement, gourmands en termes de pourcentage de droits de vote (sociétés de capital de risque et anges investisseurs) et leur alternative, le financement bancaire. Par rapport aux IPO, les montants levés sont moindres (compris entre un et 25 millions de dollars), et les exigences de divulgation sont réduites. L'émission peut être vendue par l'entreprise, ou par un agent de vente commissionné, et utiliser les moyens de communications de masse. L'Internet représente un média idéal pour les sociétés réalisant des Direct Public Offerings (DPO) autorisées à faire elles-mêmes la promotion de leurs titres<sup>37</sup>. Le produit brut de l'émission doit être placé sous écrou dans une banque indépendante jusqu'à ce que le montant minimal prédéfini soit atteint. Ce mode de financement présente cependant l'inconvénient d'un marché secondaire illiquide, en raison des restrictions apportées à la vente d'actions<sup>38</sup> et du fait que ces titres ne soient pas transigés sur une bourse. Pour résoudre ce problème, la SEC a autorisé en 1995 le *Pacific Stock Exchange* à coter sur la place publique les titres soumis à la réglementation SCOR et à la réglementation A<sup>39</sup>. La grande majorité des entreprises utilise cependant ce type d'émissions comme un placement privé, et les investisseurs détiennent les actions jusqu'à ce que l'entreprise soit vendue, fasse une introduction en Bourse ou rachète ses propres actions.

Les législations SB-1 et SB-2 se distinguent des autres types d'émissions propres aux petites entreprises en ce qu'elles correspondent à des émissions publiques initiales réservées aux entreprises en démarrage. Les entreprises doivent donc s'enregistrer auprès de la SEC, mais les procédures sont simplifiées. Nous présentons successivement chacune de ces réglementations, dont le tableau A1 synthétise les caractéristiques.

---

<sup>35</sup> Le coût d'une DPO représenterait environ 10 % de celui d'une IPO, selon T. Stewart-Gordon, éditeur de SCOR report, journal sur le financement alternatif, voir <http://www.dfdpo.com/article8.htm>

<sup>36</sup> <http://www.millcapquest.com/faq.htm>

<sup>37</sup> À la différence des IPO traditionnelles, qui s'adressent en priorité aux clients des courtiers, les titres des DPO peuvent aussi être vendus aux partenaires des entreprises (clients, salariés, employés...). En 1995, la SEC autorise la délivrance du prospectus via l'Internet, ce qui permet à des milliers d'investisseurs potentiels de souscrire à l'émission.

<sup>38</sup> Il n'est généralement pas possible de revendre les titres acquis dans le cadre d'une émission directe pendant une période variant de six mois à un an selon la réglementation.

<sup>39</sup> À condition qu'ils respectent les conditions minimales d'inscriptions. Voir <http://www2.inc.com/search/1897-print.html> ou <http://www.millcapquest.com/faq.htm>

Le programme SCOR ou *Small Corporation Offering Registration* découle d'une loi de 1980, complétant la *Loi sur les titres pour la protection des investisseurs* de 1933<sup>40</sup>. Ce programme, développé par la North American Securities Administrators Association (NASAA) conjointement avec l'American Bar Association, existe dans quarante-cinq États américains. Il limite le montant émis à un million de dollars pour chaque période de douze mois avec un prix d'offre unitaire minimal de 5 \$ (2 \$ dans certains États). Les compagnies doivent remplir un formulaire U-7, simplifié par rapport au formulaire de la SEC<sup>41</sup>. Dans la plupart des États, les états financiers doivent être vérifiés si l'émission dépasse 500 000 \$, et des conditions de revenu minimal sont parfois imposées aux investisseurs. La revente des titres est autorisée. De nombreux États posent des restrictions au pourcentage de l'offre correspondant aux dépenses relatives à l'émission.

Les émissions régies par la réglementation A ressemblent aux émissions SCOR. La section 3-b de la *Securities Act* autorise la SEC à exempter d'enregistrement les petites offres de titres. La réglementation A limite en effet le montant émis à 5 millions de dollars pour chaque période de douze mois, sans condition de prix minimal par action. Il est possible de faire une émission subséquente dans les douze mois (jusqu'à 1,5 million de dollars) à condition de respecter la limite globale de 5 millions de dollars. Un prospectus doit être rempli (l'entreprise a le choix entre trois formats dont l'un est très simplifié) et révisé par la SEC, mais les états financiers n'ont pas à être vérifiés. Il n'y a pas d'obligation d'information ultérieure des investisseurs, sauf si l'émetteur a plus de 10 millions de \$ d'actif et plus de 500 actionnaires. Les sociétés d'investissement, pétrolière et minière, ainsi que les entreprises déjà ouvertes ne peuvent pas se prévaloir de la réglementation A. Les compagnies de développement doivent fournir un plan d'affaires complet. Certains états imposent des conditions de revenu ou de richesse nette aux investisseurs<sup>42</sup>.

Les émissions régies par la réglementation D – règle 504 : Similaire à la réglementation A, la réglementation D diffère cependant en ce qu'elle limite la taille de l'émission à un million de dollars US (au lieu de 5 millions de dollars US pour la réglementation A) durant une période de douze mois.

Les émissions *Intrastate*<sup>43</sup>. La section 3-a-11 de la *Loi sur les valeurs mobilières* exempte d'inscription auprès de la SEC les émissions de titres offerts aux résidents d'un seul État, lorsque l'émetteur est incorporé et fait des affaires principalement à l'intérieur de cet État. L'exemption a pour objectif de faciliter le financement local. La loi ne fixe aucune limite relative à la taille de l'offre et au nombre d'investisseurs, mais l'émetteur doit

---

<sup>40</sup> *The Full Disclosure Act, the New Issues Act, the Truth in Securities Act, ou the Prospectus Act*. Pour plus de détails concernant ce programme, voir <http://www.nasaa.org/>

<sup>41</sup> Le formulaire consiste en cinquante questions relatives à l'historique de l'entreprise et aux principaux risques auxquels seront confrontés les investisseurs, ainsi qu'au montant requis et la façon dont l'entreprise compte le dépenser.

<sup>42</sup> Seuls les *accredited investors* peuvent acquérir les titres ; il s'agit par exemple des sociétés financières, des personnes disposant de plus d'un million de dollars de richesse nette, ou d'un revenu de 200 000 \$ dans chacune des deux dernières années avec une probabilité raisonnable de maintenir ce niveau de revenu, ou des dirigeants de la compagnie qui fait l'émission.

<sup>43</sup> <http://www.microcap.net/intrastate.htm>

déterminer la résidence de chaque investisseur. En effet, si les titres sont offerts ou revendus à l'intérieur d'une période de neuf mois en dehors de l'État, l'émetteur perd le bénéfice de l'exemption. Par conséquent, il est très difficile pour une entreprise d'entreprendre ce type d'émission à moins de connaître les investisseurs et de négocier avec eux. Il s'agit donc d'une législation permettant d'émettre directement des titres dans le public, mais dont les modalités pratiques ressemblent à celles d'un placement privé.

Les émissions SB-1. La législation fédérale SB-1<sup>44</sup> est proche de celle des émissions publiques initiale. Elle permet de lever jusque 10 millions de dollars de titres dans le public. Les entreprises sont soumises aux mêmes exigences de divulgation que la réglementation A, mais les états financiers de l'entreprise doivent être audités.

Les émissions SB-2. La législation fédérale SB-2<sup>45</sup> est proche de celle des émissions publiques initiale, mais s'adresse aux petites entreprises américaines et canadiennes ayant moins de 25 millions de dollars de revenu au cours de la dernière année fiscale. Les émetteurs doivent s'enregistrer auprès de la SEC et auprès de l'État dans lequel les titres seront offerts. Elle permet de lever des montants illimités, tant que la valeur totale des titres dans le public est inférieure à 25 millions de dollars, et est soumise aux mêmes exigences de divulgation que la réglementation A. Elle requiert lors de l'émission la divulgation d'un prospectus établi selon les principes comptables généralement reconnus. Les sociétés dont l'actif total excède 5 millions de dollars et ont plus de 500 actionnaires doivent continuer ultérieurement d'informer leurs investisseurs au moyen d'un rapport annuel.

---

<sup>44</sup> [www.microcap.net/sb1.htm](http://www.microcap.net/sb1.htm)

<sup>45</sup> [www.microcap.net/sb2.htm](http://www.microcap.net/sb2.htm)

**Tableau A1 : Réglementation des émissions initiales pour les petites entreprises aux États-Unis**

	<b>SCOR</b>	<b>Régl. A</b>	<b>Régl. D</b>	<b>Intrastate</b>	<b>SB-1</b>	<b>SB-2</b>
<b>Description</b>	A small corporate offering	A short form of registration for a public offering	A short form of registration for a public offering	Securities offering restricted to one state	A small business offering	A small business offering subject to most requirements
<b>Catégorie</b>	DPO	DPO	DPO	DPO	IPO	IPO
<b>Connu aussi sous</b>	SCOR, ULOR ou S-7	Reg. A	Reg. 504	Règle 147		
<b>Offre maximale</b>	1 million \$	5 millions \$	1 million \$	Varie selon l'État	10 millions \$	25 millions \$
<b>Période</b>	12 mois	12 mois	12 mois	Varie selon l'État	12 mois	12 mois
<b>Exigences de la SEC</b>	Form D	File offering statement	File offering statement	Rien	Être enregistré	Être enregistré
<b>Exigences de l'État</b>	Être enregistré	Être enregistré	Être enregistré	Être enregistré	Être enregistré	Être enregistré
<b>Inter état</b>	Oui	Oui	Oui	Non	Oui	Oui
<b>Publicité</b>	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui

Source : adapté à partir de Tom Stewart-Gordon, the SCOR Report, (<http://www.scor-report.com/>) Dallas, from Inc. Magazine, Déc. 96 (<http://www.inc.com/>), et des sites <http://www.microcap.net/regd.htm> et <http://www.sec.gov/info/smallbus/qasbsec.htm>