

Table des matières

Introduction

1. L'émission initiale, l'entrée en bourse et leurs coûts
 2. Les études utilisées par les comités
 - 2.1 L'étude ABC
 - 2.2 L'étude Anand-Klein
 3. Que savons-nous des frais d'émission au Canada ?
 4. Analyse comparée : un réexamen
- Conclusion

Mode de référence : (2010) 2 B.D.E.

ISSN : 1923-1571 Bulletin de droit économique

Proposition de commission unique : l'argument des coûts directs pour les émetteurs

Jean-Marc SURET
Cécile CARPENTIER*

Selon les promoteurs de la centralisation des commissions de valeurs mobilières au Canada, la structure provinciale actuelle augmenterait, de façon indue, le coût de financement des entreprises de petite taille. Le Rapport du Comité des personnes averties (1) soulignait déjà : « Les nouvelles sociétés ouvertes sont cruciales pour l'économie canadienne. Dans ce segment important des petits émetteurs, on trouve les sociétés en croissance qui pourraient devenir les sociétés à grande capitalisation de l'avenir. La structure de réglementation du pays devrait être conçue pour leur procurer les meilleures possibilités de réussite. Ironiquement, la structure fragmentée actuelle fait exactement le contraire, car le fardeau du régime de réglementation, qui fait l'objet de chevauchements, repose essentiellement sur ces sociétés » (2).

Le rapport Crawford énonce qu'en ce qui concerne les petites et moyennes entreprises : « *Unfortunately for them, the current system with 13 regulators is unduly costly and inhibiting* » (3). Pour appuyer ces arguments, le Comité Crawford s'appuie largement sur une étude de l'association des banquiers canadiens (4), qui indique que les émetteurs qui lèvent des fonds par émission initiale dans plusieurs provinces supportent des coûts supplémentaires élevés.

Nous analysons cette dimension du débat en quatre étapes. Dans la première, nous rappelons qu'il existe plusieurs modes d'entrée en bourse au Canada et présentons quelques données relatives aux divers types d'opérations. Dans la seconde partie, nous expliquons d'où proviennent les coûts d'émission et en quoi ils peuvent être liés à la structure de la réglementation. Dans la troisième section, nous présentons les études sur lesquelles s'appuient les comités. Dans la quatrième section, nous rappelons nos propres estimations des coûts d'émission.

1. L'émission initiale, l'entrée en bourse et leurs coûts

Pour se financer par capitaux propres externes sur un marché public, une entreprise supporte trois ensembles de coûts. Les premiers sont les coûts directs et indirects associés à l'émission. Ils sont plus élevés pour une émission initiale que pour une émission subséquente; c'est pourquoi les chercheurs s'intéressent le plus souvent aux coûts directs d'un premier appel public à l'épargne (PAPÉ). Un second ensemble regroupe les divers coûts associés à la divulgation et aux exigences relatives au maintien du statut de société ouverte; ce sont les coûts de conformité. Le troisième type de coût est lié à la rémunération des investisseurs : c'est le coût du capital-actions. Les arguments apportés dans le cadre du débat sur la structure de la réglementation au Canada ont surtout porté sur le premier type de coûts. Nous centrons donc notre analyse sur cette dimension des coûts directs associés aux PAPÉs et aux entrées en bourse.

Pour préparer et réaliser un PAPÉ, l'émetteur doit en premier lieu mettre en place une structure de société ouverte. Les coûts associés à cette étape de préparation ne sont généralement pas pris en compte dans les études, car ils ne sont pas présentés séparément dans les états financiers. L'étape du placement d'actions génère des coûts divers, associés aux honoraires de comptabilité, aux frais juridiques et à l'impression des documents. Ils comprennent également la rémunération des placeurs, qui varie selon l'importance des émissions. Enfin, les coûts d'émission comprennent la sous-évaluation initiale (SEI). Dans la majorité des marchés, les émissions initiales se font, en moyenne, à un prix inférieur à celui qui prévaudra par la suite sur le marché. L'écart entre le prix d'émission et celui du marché est appelé la SEI ou encore le rendement initial. Le phénomène de la SEI a fait l'objet de très nombreux travaux, qui sont recensés par Ljungqvist (5).

Une analyse canadienne est proposée par Kooli et Suret qui estiment à 5 % ou 6 % la sous-évaluation initiale des actions des PAPes de la période qui va de 1991 à 1998 (6). Il n'existe pas d'explication parfaitement satisfaisante à cette situation, mais il semble exister une relation entre la SEI et le risque des émissions. Les émissions d'entreprises peu matures, qui n'affichent pas de revenus, et qui sont de petite taille présentent des SEIs plus importantes que les entreprises moins risquées. La SEI présente un coût pour les émetteurs : s'ils émettent pour 10 \$ un titre dont la valeur est de 12 \$, ils subissent une perte de 2 \$ par action vendue. Pour résumer, l'étude des coûts d'émission porte sur les coûts directs, la rémunération des placeurs et la sous-évaluation.

Le lien entre la structure de réglementation et ces divers coûts ne peut être établi facilement. Une seule composante peut être directement associée à la structure provinciale de la réglementation. Il s'agit des frais que l'émetteur doit acquitter dans les diverses provinces. En effet, dans le cas d'un visa de prospectus, les émetteurs doivent payer les droits exigibles dans chacun des territoires concernés. Ces frais existent toujours dans le système de passeport. Toutefois, ils représentent des montants relativement faibles. La réglementation explique également que les coûts sont proportionnellement plus importants pour les petites émissions que pour les grandes. L'élaboration du prospectus demande des efforts du même ordre, que l'émission porte sur un ou dix millions de dollars. Les coûts associés à cette préparation seront donc proportionnellement plus élevés dans le premier cas que dans le second. Cette situation implique qu'il est possible de comparer les coûts que pour des émissions de taille semblable.

Les coûts des émissions initiales sont généralement élevés pour les émissions de petite taille. Les bourses canadiennes et les autorités en matière de réglementation ont donc développé des méthodes alternatives d'entrée en bourse. Le Canada offre aux sociétés en croissance trois modes d'accès au marché boursier : les émissions conventionnelles (PAPes), les entrées par prises de contrôle inversées (PCI) et le mécanisme de sociétés de capital de démarrage (SCD). Cet outil, décrit en détail par Carpentier et Suret (7), est destiné à faciliter l'accès au marché à des émetteurs qui ne satisfont pas aux normes minimales d'entrée en Bourse. En effet, avec le programme des SCD, « la Bourse de croissance TSX propose aux investisseurs un marché à capital de risque doté d'un encadrement réglementaire complet », selon la brochure de la Bourse intitulée « Programme des sociétés de capital de démarrage »(8). Dans la mesure où les entreprises de petite taille peuvent entrer en bourse par des méthodes alternatives au PAPE, puis se financer par émission subséquente ou placement privé généralement moins coûteux que les PAPes, il convient de prendre en considération cette stratégie lors de l'analyse des coûts de financement. Ceci est d'autant plus vrai que les PAPes sont devenus le mode d'entrée le moins

utilisé depuis le début des années 2000.

En raison de l'existence de ces modes alternatifs d'entrée en bourse, et de normes minimales d'inscription peu restrictives, les entreprises qui entrent en bourse au Canada présentent des caractéristiques particulières qui n'ont pas d'équivalent au monde. Le tableau 1 présente les caractéristiques de l'ensemble des émissions initiales canadiennes depuis 1986. La taille médiane des opérations de financement est très faible : elle est de 1 million de dollars pour l'ensemble de la période. La moitié des PAPes canadiens de cette période ont donc porté sur des montants inférieurs à 1 million. La taille médiane des émetteurs, avant l'émission, est minuscule : la moitié des émetteurs disposent d'un avoir des actionnaires inférieur à 310 000 \$ avant l'émission. Les émissions initiales canadiennes sont très majoritairement (71 %) effectuées par des sociétés non rentables et 45 % des émetteurs procèdent à un PAPE sans avoir encore présenté de revenus.

Quelques comparaisons sont utiles pour situer le marché très particulier du financement initial canadien. Aux États-Unis, entre 1990 et 2005, le produit brut moyen est de 96 millions de dollars US pour 4 538 PAPes (9). La proportion d'émetteurs qui rapportent des pertes est de 38,5 %, soit la moitié de ce qui est observé au Canada, mais le NASDAQ a rétabli récemment une exigence de rentabilité dans les normes minimales d'inscription. En Europe, les règles des nouveaux marchés (à l'exception de l'*Alternative Investment Market* - AIM) exigeaient que les émissions initiales portent sur des montants supérieurs à 5 millions d'euros. En Australie, le montant médian des émissions entre 1995 et 2000 est de l'ordre de 7,65 millions de dollars canadiens. L'Australie a modifié les règles minimales d'inscription en 1999, lorsqu'un test de capitalisation de 10 millions de dollars AUS a été introduit en alternative à l'exigence de bénéfices supérieurs à 1 million de dollars et d'actifs nets tangibles supérieurs à 2 millions de dollars. Depuis 2000, le NSX a été réactivé; il permet l'inscription de sociétés qui ne répondent pas aux normes minimales et regroupe 49 émetteurs en 2007. Sur l'AIM, le produit brut médian est de l'ordre de 6,84 millions de dollars canadiens et la capitalisation médiane post émission est de l'ordre de 30 millions de dollars canadiens (10). La proportion des émetteurs sans revenus n'est généralement pas rapportée dans les autres pays, car elle est très faible. Le marché canadien des émissions initiales se caractérise également par la très forte activité des émetteurs liés au secteur des ressources; ils représentent 47,24 % des émissions entre 1986 et 2006, alors que ces secteurs ne comptent que pour 9 % des émissions initiales sur l'AIM. Les sociétés sans revenu sont largement concentrées dans ces secteurs.

Nous avons également rapporté au tableau 1 les principales caractéristiques des 892 sociétés qui sont entrées en Bourse par PCI entre 1988 et 2006. Les montants levés à cette occasion sont de l'ordre de 0,75 million de dollars et l'avoir mé-

diant avant la transaction est du même ordre que celui observé lors des PAPEs, soit 480 000 \$. Les proportions d'émetteurs sans revenus et sans bénéfice positif sont respectivement de 40 % et de 66 %. Nous avons également repéré 1321 SCD entre 1991 et 2006, dont 1 100 ont réalisé leur opération admissible avant le 31 décembre 2007. Une opération admissible est une transaction par laquelle la SCD acquiert des éléments d'actif d'exploitation importants, émet des titres pour acquérir des actifs d'exploitation représentant plus de 25 % de son capital existant ou encore signe une convention de fusion ou de réorganisation avec une autre entreprise qui prend le contrôle de la SCD.

La taille médiane des montants levés lors de ces opérations admissibles est de l'ordre d'un million de dollars. La proportion moyenne de sociétés rapportant des pertes est de 75 % et 29 % des sociétés ne rapportent pas de revenus. Au total, 1 992 sociétés canadiennes, majoritairement de très petite taille, ont utilisé des méthodes alternatives pour accéder au marché boursier entre 1993 et 2006. Les entrées en Bourse par PCI existent également aux États-Unis. Elles sont peu nombreuses : on en recense 286 entre 1990 et 2002 et elles concernent des entreprises plus importantes qu'au Canada. Leur actif médian est de 5,4 millions de dollars US (11). Par ailleurs, il s'agit très majoritairement de sociétés rentables, dont le rendement de l'actif s'établit autour de 10,5 %. Les entreprises qui entrent en bourse au Canada présentent donc un profil de risque élevé, en raison de leur très petite taille et de leur stade précoce de développement. Comme les coûts d'émission peuvent être influencés par le niveau de risque des émetteurs, on pourrait s'attendre à ce que les coûts d'entrée en bourse soient particulièrement élevés au Canada.

Tableau 1
Activité d'entrée et démission sur le marché public d'actions au Canada et principales caractéristiques des émetteurs

	Période d'émission	Nombre	PB median	Avoir médian	% Ventes nulles	% Pertes
Émissions initiales	1986-2006	2610 (2028)	0,94	0,31	45,32	71,01
Entrées par PCI	1988-2006	892 (272)	0,75	0,48	39,71	66,18
Entrées par SCD	1991-2006	1321 (786)	1,14	0,39	28,79	74,55

Le nombre d'observations est basé sur celui des opérations recensées. Le nombre entre parenthèses correspond au nombre d'observations pour lesquelles les données opérationnelles peuvent être calculées. Le produit brut (PB) médian est exprimé en million de dollars. Dans le cas des SCD, le PB correspond au montant de l'opération admissible, exprimé en million de dollars. Les données opérationnelles sont colligées dans les derniers états financiers clos avant l'émission. Le nombre des SCD correspond au nombre des sociétés de capital de démarrage; le nombre entre parenthèses correspond au nombre d'opérations admissibles effectuées avant le 31 décembre 2007 pour lesquelles les données opérationnelles ont pu être colligées.

2. Les études utilisées par les comités

2.1 L'étude ABC

L'étude ABC est un document de huit pages, qui ne semble pas respecter les règles de la recherche conventionnelle. Il est cependant très abondamment cité. La mise à jour du Comité Crawford accorde une place importante à cette étude ABC et reprend la conclusion. L'étude ABC porte sur 298 prospectus d'émissions initiales d'entreprises qui ont levé des fonds entre 2002 et 2006 et dont le produit brut médian est de 6 millions de dollars. Il s'agit donc d'émissions relativement importantes par rapport à la norme canadienne. L'étude ne porte que sur les coûts directs, qui constituent la moins importante des sources de coûts lors des émissions. La rémunération des placeurs et la sous-évaluation initiale ne sont pas prises en compte. Dans un premier temps, l'étude ABC indique que les émissions lancées dans plus de trois provinces supportent des coûts plus élevés que celles lancées dans deux provinces seulement. Elle illustre ce résultat à l'aide d'un sous-échantillon de 7 émissions dont le produit brut est de 2,5 millions, qui compose la figure 2. Le coût des émissions serait 37 % plus élevé lorsque l'émission se fait dans trois provinces ou plus. Ce résultat a peu de signification, car il porte sur un sous-échantillon extrêmement réduit et ne tient pas compte des autres caractéristiques des émissions. Une analyse graphique est fournie pour illustrer les différences liées au nombre de provinces pour divers groupes de taille, mais elle ne permet aucune conclusion. Par la suite, les auteurs proposent un modèle où le coût total est expliqué par le nombre de provinces dans lesquelles l'émission est enregistrée et par la taille de l'émission. Ces deux variables sont fortement liées et aucune indication économétrique ne permet de juger de la validité du modèle puisque les résultats du modèle sont omis. En effet, les émissions de grande taille se font la plupart du temps dans plusieurs provinces et génèrent des coûts plus élevés. En dépit des problèmes méthodologiques importants, l'étude conclut que l'inscription dans une province supplémentaire augmente les coûts directs de 7 % et qu'émettre dans l'ensemble des provinces double le coût d'une émission limitée à une seule de ces provinces.

Dans le débat sur la réglementation canadienne des valeurs mobilières, l'argument majeur des coûts de financement pour les émetteurs de petite taille est donc basé sur une étude superficielle, qui ne respecte pas les normes de rigueur d'un travail de recherche et se limite à un sous-ensemble d'opérations. Les conclusions éloquentes énoncées notamment dans le rapport Crawford ne reposent donc pas sur des preuves solides. Pour que l'écart ait une signification, il devrait être estimé sur un vaste échantillon, en tenant compte des autres facteurs qui expliquent les coûts d'émission et en utilisant des méthodes économétrique adaptées.

2.2 L'étude Anand-Klein

Le comité des personnes averties renvoie principalement à une monographie rédigée par Anand et Klein (12), qui ont étudié les effets de la structure réglementaire sur les personnes inscrites, les émissions initiales, les opérations sur le marché non réglementé et les offres publiques d'achat. Dans le cas des émissions initiales, les auteurs concluent qu'il ne semble pas exister d'effet important lié à la structure de la réglementation et que le modèle de la centralisation ne présente vraisemblablement pas d'avantages en la matière sur le modèle de passeport. Ils écrivent : « Comme nous n'avons pas trouvé de coûts supplémentaires majeurs relativement aux premiers appels publics à l'épargne que nous avons étudiés, nous n'avons aucun fondement sur lequel il serait possible de conclure qu'un modèle est préférable à un autre, voire que l'un ou l'autre des modèles de rechange est privilégié par rapport au régime actuel ».

Dans aucun des cas, les chercheurs n'ont mis en évidence des coûts qualifiés en anglais de *material* (c'est-à-dire méritant d'être rapportés) qui pourraient constituer la norme. Les coûts supplémentaires liés aux réglementations multiples sont donc le plus souvent négligeables. Les auteurs rapportent quelques cas où des émetteurs de petite taille pourraient supporter des coûts si importants qu'ils seraient pénalisés par rapport aux plus grandes institutions, comme c'est d'ailleurs le cas avec toute réglementation. Sur la base des évidences produites à l'appui du rapport du Comité des personnes averties, il est difficile de défendre que la structure actuelle impose un coût supplémentaire considérable pour les participants canadiens.

Deux études appuient les énoncés voulant que les coûts des premiers appels publics à l'épargne soient anormalement élevés au Canada en raison de la structure provinciale de la réglementation. La première ne permet aucune conclusion, car elle ne respecte pas les conditions d'une étude rigoureuse. La seconde conclut qu'il n'existe pas d'effets significatifs. D'autres travaux indiquent cependant que la situation des émetteurs est bien plus favorable au Canada qu'elle ne l'est dans le système centralisé américain.

3. Que savons-nous des frais d'émission au Canada ?

Plusieurs études ont été menées avec l'objectif principal de déterminer dans quelle mesure les coûts d'émission canadiens étaient ou non supérieurs à ceux qui prévalaient dans d'autres systèmes où la réglementation était centralisée. Les comparaisons portent principalement sur les États-Unis. Il est intéressant de noter que dans ce pays les émissions initiales de petite taille ont pratiquement disparues depuis le début des années 2000.

Deux études ont été réalisées pour le *Conference Board* du

du Canada en 1994 et 2000 (13). Ces deux recherches concluent que les coûts d'émission sont plus faibles au Canada qu'aux États-Unis. Pour Shutt et Williams, la conclusion est claire : « *Toronto Stock Exchange issuers incurred lower direct costs and less underpricing than New York Stock Exchange or Nasdaq issuers. This finding reinforces a 1994 Conference Board study which concluded that the TSE was highly competitive with its U.S. competitors with respect to the costs of going public* ». Les travaux menés pour le *Conference Board* portent sur des échantillons de faible taille, ce qui en limite la portée. Shutt et Williams analysent 49 PAPes réalisés sur le TSE et Higgins n'en étudie que 16.

Kooli et Suret proposent une analyse comparée plus récente, qui porte sur des observations de la période 1997 à 1999 (14). Ils notent en premier lieu que les coûts directs sont sensiblement plus élevés pour les petites émissions que pour les grandes émissions. La comparaison des coûts ne peut donc se faire que pour des catégories de taille d'émissions semblables. Le coût direct total moyen d'une émission canadienne de petite taille (1 à 10 millions de dollars US) est inférieur (15,98 %) à celui d'une émission américaine (17,99 %). Le coût direct pour des émissions de plus grande envergure (plus de 100 millions de dollars US) est pratiquement le même dans les deux pays.

Dans les deux pays, les commissions de courtage constituent la part la plus importante des coûts directs totaux. Elles s'établissent à 8,12 % pour les émissions de 1 à 10 millions de dollars US, et à 5,53 % pour les émissions de plus de 100 millions de dollars US. Aux États-Unis, la commission moyenne est de 9,29 % pour les émissions de 1 à 10 millions de dollars US, et de 6,09 % pour les émissions de plus de 100 millions de dollars US. La SEI est plus importante au Canada qu'aux États-Unis, mais cet élément ne peut vraisemblablement pas être lié à des dimensions réglementaires. Les émetteurs canadiens de cette catégorie sont généralement des entreprises émergentes, sans revenus, qui commandent une SEI plus forte. L'analyse de Kooli et Suret indique que les petits émetteurs ne sont pas pénalisés, au Canada, par la structure réglementaire en matière de coûts d'émission directs. L'étude montre toutefois l'importance de la SEI du prix des actions émises, qui est la composante principale des coûts d'émission. Une SEI de 30 % indique que les actions ont été vendues à un prix qui représente 70 % de la valeur qui prévaudra sur le marché secondaire. Cette composante majeure des frais d'émission semble liée au fonctionnement du marché du courtage et au comportement des acteurs lors des émissions; elle a également une dimension temporelle très importante. Les marchés passent par des périodes intenses durant lesquelles la SEI est très élevée, pour décliner ensuite. Les données utilisées par Kooli et Suret étant relativement anciennes, nous avons actualisé cette étude et pris en considération les autres modes d'entrée en bourse qui sont devenus dominants au Canada.

4. Analyse comparée : un réexamen

L'étude porte sur la période qui s'étend de janvier 2004 à décembre 2006. Nous avons analysé 197 PAPEs canadiens et 598 opérations équivalentes aux États-Unis. Les coûts et rémunérations des courtiers ont été relevés dans les prospectus. La SEI est estimée en rapportant le prix observé à la clôture du premier jour de transaction au prix d'émission. Les résultats sont récapitulés au tableau 2.

Le tableau illustre un premier phénomène important : alors que les émissions de moins d'un million sont fréquentes au Canada, elles sont extrêmement rares aux États-Unis. Dans l'univers des petites émissions qui, selon la norme américaine, concernent des produits bruts inférieurs à 50 millions de dollars, le Canada est nettement plus actif que les États-Unis. D'ailleurs, la quasi-disparition des émissions de 50 millions de dollars et moins inquiète fortement aux États-Unis (15). Cette disparition est imputée en partie aux coûts élevés de la réglementation aux États-Unis (16).

Le tableau est stratifié en fonction de la taille des émissions et les coûts sont exprimés en pourcentage du produit brut. La rémunération du courtier indique le montant accordé au placeur, proportionnellement au produit brut de l'émission. Les autres coûts directs sont les frais divers, incluant les frais légaux et réglementaires. Le total des coûts directs équivaut aux deux quantités. Nous rapportons enfin la SEI.

Dans chaque classe de taille, les autres coûts directs sont nettement plus faibles au Canada qu'aux États-Unis. Pour une émission de 10 à 50 millions de dollars, ils représentent 3,69 % du produit brut émis au Canada par rapport à 5,36 % aux États-Unis. Les deux formes de coûts directs sont plus faibles au Canada qu'aux États-Unis, pour toutes les catégories d'émission. Les placeurs canadiens prélèvent une part plus faible des émissions que leurs homologues américains. Il est possible que cette situation soit liée à la concentration importante du secteur du courtage américain, où les grandes firmes ont acquis celles qui se spécialisaient autrefois dans les émissions de petite taille. Au Canada, le marché des grandes émissions est assumé par les grands courtiers, mais il existe un nombre important de courtiers locaux qui assurent les émissions de petite taille. Les résultats obtenus antérieurement avec ce type de comparaison sont confirmés : les coûts directs des PAPEs sont moins élevés au Canada. La plus grande SEI pour les petites émissions n'est pas vraiment significative : nous n'avons que 4 émissions américaines, qui sont des cas particuliers. De telles émissions sont très rares aux États-Unis et estimer la moyenne de quatre observations a peu de signification. Par contre, pour chacune des catégories d'émission d'une taille supérieure à 10 millions de dollars, la SEI canadienne est largement inférieure à celle qui est observée aux États-Unis. L'écart total de coût entre les deux pays est donc considérable.

Pour une émission de 25 millions de dollars, les coûts totaux, incluant la SEI, seraient de 13,55 % au Canada et de 18,22 % aux États-Unis. L'écart de 4,67 % représente 1 167 500\$, ce qui est considérable. Cette somme représente l'avantage d'une entreprise canadienne par rapport à son homologue américaine, lors d'un premier appel public à l'épargne.

Nous avons traité séparément les entrées non conventionnelles, par SCD et par PCI (tableau 3). Ici, on ne peut ni utiliser de pourcentage ni calculer de sous-évaluation, car dans de nombreux cas, il n'y a pas de souscription lors de l'opération (levée de fonds = 0). Dans de nombreux autres cas, les levées de fonds sont très faibles et servent seulement à couvrir les frais de l'opération (levée de fonds inférieure au million de dollars US). Nous avons donc rapporté les montants bruts. Le point important à souligner est que l'entrée en Bourse se fait en général pour moins de 200 000 dollars US lorsque les sommes levées sont nulles ou de faible amplitude (10 millions de dollars US et moins). Pour un premier appel à l'épargne classique de 25 millions de dollars, les coûts directs et la rémunération du courtier représentent près de 10 %, selon nos estimations, ce qui représente 2,5 millions de dollars.

Tableau 2
Distribution par taille du coût des premiers appels publics à l'épargne (PAPE) ayant eu lieu entre le 1^{er} janvier 2004 et le 31 décembre 2006 et dont le produit brut excède 1 million de dollars US

Panel A: PAPE au Canada						
Taille de l'émission (M\$)	Nombre de PAPE	Rémunération des courtiers (Moy %)	Autres coûts directs (Moy %)	Autres coûts directs (Med M\$)	Total des coûts directs (Moy %)	Sous-évaluation (Moy %)
1,0 - 9,9	102	7,83	6,56	0,13	14,38	16,89
10,0 - 49,9	61	6,21	3,69	0,60	9,91	3,64
50,0 - 99,9	19	6,06	1,87	0,76	7,92	2,86
100 et plus	15	5,78	1,62	2,02	7,40	2,91
Moy pond	197	5,87	2,04	-	7,91	3,26
Panel B: PAPE aux États-Unis						
Taille de l'émission (M\$)	Nombre de PAPE	Rémunération des courtiers (Moy %)	Autres coûts directs (Moy %)	Autres coûts directs (Med M\$)	Total des coûts directs (Moy %)	Sous-évaluation (Moy %)
1,0 - 9,9	4	8,17	10,70	0,78	18,87	8,88
10,0 - 49,9	129	7,05	5,36	1,50	12,42	5,80
50,0 - 99,9	153	7,07	3,26	2,04	10,33	11,05
100 et plus	312	6,43	1,88	3,06	8,31	11,58
Moy pond	598	5,92	1,83	-	7,74	10,33

Les PAPEs excluent les SCD au Canada et les Special Purpose Acquisition Companies aux États-Unis. La taille de l'émission et les autres coûts sont exprimés en millions de dollars US (M\$). Moy pond est la moyenne pondérée par le financement levé lors de l'opération, en million de dollars US (M\$). Med signifie médiane.

Tableau 3
Coût des opérations admissibles (OA) des sociétés de capital de démarrage (SCD) et des prises de contrôles inversées (PCI) ayant eu lieu entre le 1^{er} janvier 2004 et le 31 décembre 2006 selon la taille du financement levé lors de l'opération

Taille du Financement, M\$	Nombre d'OA	Autres coûts directs, Med M\$	Nombre de PCI	Autres coûts directs, Med M\$
0	57	0,13	3	0,95
<1.0	45	0,09	19	0,07
1.0 - 9,9	74	0,17	60	0,13
10.0 - 49,9	6	0,23	24	0,30
50.0 - 99,9	0	-	2	24,75
100 et plus	0	-	0	-
Total	182	0,13	108	0,13

La taille du financement et les autres coûts sont exprimés en million de dollars US (M\$). Med signifie médiane.

Conclusion

Les quelques études citées par les promoteurs de la centralisation des organismes de réglementation des valeurs mobilières ne peuvent appuyer l'argument voulant que les entreprises de petite taille sont désavantagées au Canada en raison de la structure provinciale. Les coûts supplémentaires, si applicables, sont très faibles et qualifiés par les propres experts du Comité des personnes averties de non significatifs. Par ailleurs, ces mêmes experts ne peuvent affirmer que l'un ou l'autre des modèles de réglementation, dont le régime de passeport, serait en mesure de réduire les coûts supplémentaires. Anand et Klein écrivent que « Globalement, les trois modèles de réglementation de rechange permettront de réduire ou d'éliminer les coûts supplémentaires importants et les risques liés aux coûts possibles. À divers degrés, il existe une incertitude relativement au fonctionnement précis de chaque modèle de réglementation de rechange dans les quatre secteurs de la réglementation des valeurs mobilières que nous avons examinés. En conséquence, d'après notre analyse des coûts, nous ne pouvons conclure qu'un modèle de réglementation de rechange diminue les coûts supplémentaires plus qu'un autre » (17).

En revanche, nous montrons que les émetteurs de petite taille sont en mesure de procéder à des premiers appels publics bien plus fréquemment qu'aux États-Unis. Nous avons également montré l'importance des modes d'entrée alternatifs en bourse et leur faible coût. Enfin, nous mettons en évidence que le coût des premiers appels publics est, à taille équivalente, bien moins élevé au Canada qu'aux États-Unis dans un système centralisé. Les conditions actuelles semblent être favorables aux émetteurs de petite taille au Canada.

L'inscription dans plusieurs provinces génère effectivement des frais supplémentaires. L'élément fondamental demeure toutefois le suivant : il est possible, au Canada, pour une entreprise de petite taille de lever des fonds sur le marché public à un faible coût, si on le compare à celui qui prévaut sur d'autres marchés.

Notes de bas de page

- (1) COMITÉ DES PERSONNES AVERTIES, « C'est le temps d'agir », *Rapport au Ministre des finances*, 2003.
- (2) *Idem*, p. 43.
- (3) CRAWFORD PANEL, "One Year on: Seeing the way Forward", *Update Report*, p. 13.
- (4) CANADIAN BANKERS ASSOCIATION, "The Impact of Multiple Regulators on the Cost of Raising Capital for Small and Medium-sized Businesses", *CBA Paper*, 2007; voir l'étude ABC dans la suite du texte.
- (5) Alexander LJUNGQVIST, "IPO Underpricing: A Survey", In *Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Volume 1, B. Espen Eckbo ed (ed.), 2007, pp. 375-422.
- (6) Maher KOOLI and Jean-Marc SURET, "The Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence", *CIRANO Working Paper*, 2001, p. 37.
- (7) Cécile CARPENTIER and Jean-Marc SURET, "Bypassing the Financial Growth Cycle: Evidence from Capital Pool Companies" (2006) 21 *Journal of Business Venturing* 45-73.
- (8) Disponible sur le site internet du Groupe TMX.
- (9) Jay R. RITTER, "Some Facts About the 2005 IPO Market", *Working Paper*, 2006.
- (10) François DERRIEN and Ambrus KECSKES, "The Initial Public Offerings of Listed Firms" (2007) 62 *The Journal of Finance* 447-479.
- (11) Frederick ADJEL, Ken B. CYREE and M. Mark WALKER, "The Determinants and Survival of Reverse Mergers versus IPOs" (2007) 32 *Journal of Economics and Finance* 176-194.
- (12) Anita ANAND and Peter KLEIN, *Les coûts de la conformité au régime de réglementation des valeurs mobilières au Canada*, Monographie préparée à l'intention du Comité de personnes averties, 2003, [en ligne](#).
- (13) John HIGGINGS, "Canada and U.S. Comparisons of Initial Public Offerings", *The Conference Board of Canada*, 1994; Theresa SHUTT and Hugh WILLIAMS, "Going to market: The Cost of IPOs in Canada and the United States", *The Conference Board of Canada, Members' Briefing*, 2000.
- (14) Maher KOOLI and Jean-Marc SURET, "How Cost-Effective are Canadian IPO markets" (2003) 16 *Canadian Investment Review* 20-28.
- (15) David WEILD and Edward KIM, "Why are IPOs in the ICU?", *White Paper, Grant Thornton LLP*, 2010; Dale A. OESTERLE, "The High Cost of IPOs Depresses Venture Capital in The United States" (2006) 1 *Entrepreneurial Business Law Journal* 369-380.
- (16) Jim OBERWEIS, "Where Have All The Small IPOs Gone? [U.S. regulatory costs are prohibitive for small companies looking to go public]." (2010) *Forbes* 06-07.
- (17) Anita ANAND and Peter KLEIN, *op. cit.*, note 12, p. 568.

*Jean-Marc Suret, Ph.D., CBV, Fellow CIRANO
Professeur titulaire,
École de comptabilité,
Université Laval
(jean-marc.suret@ctb.ulaval.ca)

Cécile Carpentier, D.Sc.G., CFA, Expert-Comptable, Fellow
CIRANO
Professeur titulaire,
École de comptabilité,
Université Laval
(cecile.carpentier@fsa.ulaval.ca)