

AVIS

L'auteur a autorisé l'Université de Montréal à reproduire et diffuser, en totalité ou en partie, par quelque moyen que ce soit et sur quelque support que ce soit, et exclusivement à des fins non lucratives d'enseignement et de recherche, des copies de ce mémoire ou de cette thèse.

L'auteur et les coauteurs le cas échéant, conservent néanmoins la liberté reconnue au titulaire du droit d'auteur de diffuser, éditer et utiliser commercialement ou non ce travail. Les extraits substantiels de celui-ci ne peuvent être imprimés ou autrement reproduits sans autorisation de l'auteur.

L'Université ne sera aucunement responsable d'une utilisation commerciale, industrielle ou autre du mémoire ou de la thèse par un tiers, y compris les professeurs.

NOTICE

The author has given the Université de Montréal permission to partially or completely reproduce and diffuse copies of this report or thesis in any form or by any means whatsoever for strictly non profit educational and purposes.

The author and the co-authors, if applicable, nevertheless keep the acknowledged rights of a copyright holder to commercially diffuse, edit and use this work if they choose. Long excerpts from this work may not be printed or reproduced in another form without permission from the author.

The University is not responsible for commercial, industrial or other use of this report or thesis by a third party, including by professors.

Université de Montréal

**La prise de contrôle inversée
en droit canadien**

par

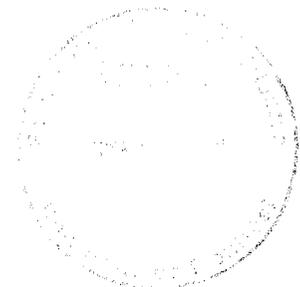
Hans C. Gervais

Faculté de droit

Mémoire présenté à la Faculté des études supérieures
en vue de l'obtention du grade de LLM en droit

décembre 2004

© Hans C. Gervais, 2004



Université de Montréal
Faculté des études supérieures

Ce mémoire intitulé

**La prise de contrôle inversée
en droit canadien**

présenté par

Hans C. Gervais

a été évalué par un jury composé des personnes suivantes :

Guy Lefebvre

président-rapporteur

Stéphane Rousseau

directeur de recherche

Pierre Paul Côté

membre du jury

RÉSUMÉ ET MOTS CLÉS

Le présent mémoire analyse le phénomène des prises de contrôle inversée (PCI). Cette technique permet à une société privée de se faire acquérir par une société publique coté en Bourse. Elle obtient de cette dernière, en contrepartie, un nombre si important de ses actions qu'à la suite de la transaction, la société privée contrôle la société publique qui vient légalement de l'acheter. D'où la prise de contrôle dite inversée. Le but de l'opération consiste pour la société privée à devenir publique rapidement, et ce, à coûts moindres, comparativement à un appel public traditionnel. La société privée profite ainsi de son nouveau statut pour se financer par un appel public à l'épargne publique par le biais de la Bourse.

La piètre réputation associée à ce genre de transactions est due à la cupidité de quelques entrepreneurs peu scrupuleux qui ont comme objectif d'empocher un profit rapide au détriment du public investisseur. Avec comme résultat que ce type de transaction suscite, à juste titre, la méfiance des autorités réglementaires.

Le dilemme peut donc être posé en ces termes : compte tenu de l'importance économique des PME en termes de création de richesse au pays, doit-on restreindre l'usage de la PCI au nom du principe de la protection des épargnants ? En somme, la liberté commerciale doit-elle céder le pas à des craintes de nature réglementaire ?

Nous concluons que malgré ces craintes très réelles, la PCI, majoritairement utilisée par la PME, doit être maintenue et qu'en termes de politique réglementaire, les autorités devraient favoriser l'emploi par ces jeunes sociétés du programme de financement « Société de Capital de Démarrage » (SCD) mis en place par la Bourse de Croissance TSX.

Malgré ses défauts évidents, ce programme doit être amélioré afin de promouvoir une PCI plus efficace, et ce, à l'intérieur du programme SCD. À cet égard, la SCD pourrait bénéficier de la crédibilité ainsi que de l'expertise indéniable de la Bourse de Croissance en matière de financement de jeunes entreprises. Idéalement, la SCD serait améliorée au point où elle rendrait la PCI, hors ce programme, inutile. En ce sens, la liberté commerciale de faire des PCI serait préservée, tout en assurant la protection du public investisseur.

Mots clés : Prise de contrôle inversée, droit des affaires, loi sur les valeurs mobilières, réglementation boursière, financement des petites et moyennes entreprises, fusions et acquisitions de sociétés.

SUMMARY AND KEY WORDS

This thesis endeavours to analyse the phenomenon of the reverse takeover (RTO). This technique allows a private company to be acquired by a public entity whose stock is listed on an exchange. The former obtains from the latter such an important part of its stock that following the completion of the transaction, the private company controls the public company which has just acquired it. The takeover is therefore deemed reversed. The purpose of the transaction from the private entity perspective is to gain the status and privilege associated with being a publicly listed company faster and at a fraction of the cost that would otherwise be the case with a traditional public offering. Thereafter the private company uses its newly acquired public status to tap the capital markets via the stock exchange.

The poor reputation generally associated with this kind of transaction is in a large measure due to the greed of a few scam artists whose main motive is a quick profit at the expense of the investing public. The result of this situation is that the RTO is viewed with considerable scepticism by the regulatory authorities.

The dilemma may therefore be set in the following terms: taking into consideration the economic importance of the small and medium business (SME) as a creator of wealth in the economy, should the competent authorities limit the use of the RTO in the name of investor protection. In other words, should the commercial freedom to use the RTO in order to finance SME take a back seat to regulatory concerns.

We conclude that although the serious concerns levelled by the regulators are very real, the RTO which is used primarily by SME should be maintained. It is further argued that regulatory authorities should promote as a matter of policy the RTO sponsored by the Capital Pool Company (CPC) program provided for by TSX Venture.

We find that this program should be upgraded to allow for a more efficient RTO under the rules of the CPC. In this regard, the program would gain from the credibility and the undeniable expertise of the TSX Venture in the realm of financing young and emerging companies.

Therefore, ideally, this program would be improved to the point where it would render the RTO pursued out of the program useless. If this were the case, we conclude that commercial freedom would be preserved, while concurrently maintaining protection for investors and upholding the integrity of capital markets.

Key words: Reverse takeover, business law, securities law, stock exchange regulation, financing small and medium enterprises, mergers and acquisitions, corporate finance.

AVANT-PROPOS

La rédaction d'un mémoire de maîtrise est indubitablement une entreprise de longue haleine. Pour peu que le rédacteur aspire à élever la tâche à un niveau qui soit respectueux du lecteur, il se rend inéluctablement compte qu'il lui sera très difficile de relever seul un tel défi.

Fort heureusement, j'ai pu bénéficier de la précieuse collaboration d'un directeur de recherche de qualité. En effet, l'apport du professeur Stéphane Rousseau s'est manifesté dès notre première rencontre. Il s'est immédiatement montré enthousiaste quant au sujet proposé. Intérêt d'autant plus crucial que le sujet traité en est un que la littérature dans le domaine a choisi d'ignorer. Il existe donc peu d'écrits ou de précédents permettant d'aborder de façon conventionnelle l'étude de ce sujet souvent technique. L'appui sincère du directeur de recherche n'en est alors que plus précieux.

Il m'a permis d'aborder cette entreprise avec confiance et détermination, tout en ayant le sentiment d'être solidement épaulé.

Puis tout au long du processus, j'ai eu le bénéfice de suggestions, de pistes de réflexion ainsi que d'un échange d'idées soutenu de la part de mon directeur. En ce sens, je me sens véritablement privilégié d'avoir pu bénéficier de la générosité de son temps et des conseils précieux du professeur Rousseau. Pour cette aide, ainsi que son dévouement, je lui suis profondément reconnaissant.

Évidemment, ce travail a aussi été facilité par l'appui et l'encouragement de plusieurs autres, parents et amis, trop nombreux pour être nommés ici, mais qui étaient là, chacun à leur façon. Ils m'ont aidé à traverser les moments plus difficiles.

Finalement, je tiens à remercier chaleureusement ma mère, Fernande, qui comme elle a toujours su le faire, m'a témoigné un appui indéfectible et un amour inconditionnel tout au long de ma vie et plus récemment encore durant la préparation et la rédaction du présent mémoire. Sans son appui ce projet n'aurait pas vu le jour.



LISTE DES ACRONYMES

ACCOVAM	Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières
AMF	Autorité des marchés financiers
APFF	Association planification Fiscale Financière
ASAC	Association des Sciences administratives du Canada
BCF	Brouillard Charpentier Fortin avocats
Brooklyn LR	<i>Brooklyn Law Review</i>
BV	Bourse de Vancouver
Can Bus LJ	<i>Canadian Business Law Journal</i>
CDNX	Bourse de Croissance TSX
CFIB	Canadian Federation of Independent Business
CIRANO	Centre de recherche en analyse des organisations
Comp L Rev & Tech J	<i>Comparative Law Review and Technology Journal</i>
Comp Law	Company Law
CVMO	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
CPC	Capital Pool Company
Fla L Rev	<i>Florida Law Review</i>
Fordham Int'l LJ	<i>Fordham International Law Journal</i>
Fordham J Corp & Financial Law	<i>Fordham Journal Corporate and Financial Law</i>
Ind LJ	<i>Indiana Law journal</i>
IPO	Initial Public Offering
J Fin Econ	<i>Journal of Finance and Economics</i>
J Fin	<i>Journal of Finance</i>
J Law & Econ	<i>Journal Law Economics</i>
J law Econ	<i>Journal of Law and Economics</i>
J Legal Advocate & Prac	<i>Journal of Legal Advocate and Practionner</i>
J Small & Emerging Bus Law	<i>Journal Small & Emerging Business Law</i>
JCP	Junior Capital Pool
KBI	Knowledge Based Industry
LVMQ	Loi sur les valeurs mobilières du Québec
Man L J	<i>Manitoba Law Journal</i>

MD & DI Magazine	<i>Medical Device and Diagnostic Industry Magazine</i>
Mich L Review	<i>Michigan Law Review</i>
NASDAQ	North American Stock Daily Analysis and Quotes
OCDE	Organisation de coopération et de développement économique
OSCB	<i>Ontario Securities Bulletin</i>
OTC Journal	Over the Counter Journal
PAPE	Premier Appel Public Épargne
PCI	Prise de contrôle inversée
Pepp L Rev	<i>Pepperdine Law Review</i>
PME	Petite et moyenne entreprise
Queen's LJ	<i>Queen's Law Journal</i>
RCS	Rapport de la Cour Suprême
RFPBQ	Recueil formation professionnelle du barreau du Québec
RJT	<i>Revue Juridique Thémis</i>
ROE	Return on Equity (ou retour sur l'avoir)
RTO	Reverse Takeover
RVMQ	Règlement sur les Valeurs mobilières du Québec
Santa Clara Computer & High Tech LJ	<i>Santa Clara Computer & High Technology Law Journal</i>
SCD	Société de capital de démarrage
SCRT	Société de capital de risque travailleurs
SEC	Securities and Exchange Commission
SEDAR	System for Electronic Document Analysis and Retrieval
SGF	Société générale de financement
SME	Small & Medium Enterprise
TSX	Toronto Stock Exchange
U Cin L Rev	<i>University of Cincinnati Law Review</i>
U Miami Inter Am LR	<i>University of Miami International American Law Review</i>
Va JL & Tech	<i>Virginia Journal of Law and Technology</i>
Vand L Rev	<i>Vanderbilt Law Review</i>
VSE	Vancouver Stock Exchange

TABLE DES MATIÈRES

Page d'identification du jury	i
Résumé et mots clés	ii
Summary and Key Words	iii
Avant-propos	iv
Liste des acronymes	v
Table des matières	vii
Introduction	1
Chapitre 1 Le contexte économique du financement des PME au Canada	5
1. Rôle et importance des PME dans l'économie	5
2. Méthodes et sources de financement	8
2.1 Le financement par dette	8
2.1.1 Le financement bancaire	8
2.1.2 Position des dirigeants de PME	10
2.1.3 Position des banques	11
2.1.4 Analyse de l'état du financement par dettes au Canada	12
2.1.5 Méthodes d'évaluation utilisées par les banques	14
2.1.6 Le cas particulier des entreprises œuvrant dans l'industrie du savoir	15
2.2 Le financement par actions	17
2.2.1 Le financement de proximité (« Love money »)	18
2.2.2 Les anges financiers (« Angel money »)	19
2.2.3 Le capital de risque	21
3. L'écart de financement (<i>Financing Gap</i>)	24
Chapitre 2 Législation sur les valeurs mobilières	27
1. Buts de la législation sur les valeurs mobilières	27
1.1 La protection des investisseurs	27
1.2 Efficience du marché des capitaux	28
2. Le premier appel public à l'épargne	29
2.1 Cadre réglementaire et technique de l'appel public à l'épargne	29
2.1.1 Le régime général	29
2.1.2 Le régime particulier (PME)	33

2.1.2.1	Les capitaux de lancement	33
2.1.2.2	Capitaux : petite entreprise	34
2.1.2.3	Placements de valeurs refuges	35
2.1.2.4	Dispense de 150 000 \$	35
2.1.2.5	Le prospectus « allégé »	36
2.1.2.6	La dispense de société fermée	36
3.	Les coûts du premier appel public à l'épargne	37
3.1	Les coûts directs	37
3.2	Les coûts indirects	38
3.3	Les coûts intangibles (la sous-évaluation du prix des titres)	38
3.3.1	Estimation des coûts directs	42
3.3.2	Estimation des coûts indirects	44
3.3.3	Estimation des coûts intangibles (sous-évaluation)	44
3.4	Avantages et désavantages de se financer par le biais de l'appel public à l'épargne	47
3.4.1	Avantages	47
3.4.2	Désavantages	49
4.1	Offre publique directe	51
4.1.1	Avantages	52
4.1.2	Rôles et fonctions de l'intermédiaire	53
4.1.3	Désavantages	55
4.1.4	Historique de l'offre publique directe	57
4.1.4.1	Qui utilise le placement direct ?	58
4.1.4.2	L'avenir de l'offre publique directe	59
Chapitre 3	Société de capital de démarrage (SCD)	62
1.	Cadre réglementaire	65
1.1	Prospectus et inscription en Bourse	65
1.2	Réalisation d'une opération admissible	66
1.3	Les exigences quantitatives	67
1.3.1	Les capitaux de lancement	67
1.3.2	Les options pouvant être octroyées par la SCD	68
1.3.2.1	Au placeur pour compte	68
1.3.2.2	Aux administrateurs et aux dirigeants	68
1.3.3	Usage des capitaux tirés de la vente des titres	69
1.4	L'entiercement	69
1.5	Autres conditions	70
1.6	L'Instruction générale 41-601	71
1.7	Les coûts	72
1.7.1	La sous-évaluation	73
1.7.2	Les coûts directs	75

1.8	Avantages/Désavantages	77
1.8.1	Avantages.....	77
1.8.2	Désavantages	79
1.9	Bilan du Programme SCD	80
1.9.1	Rendement quantitatif	80
1.9.2	L'apport du capital du risque	83
1.9.3	Les pistes de solutions	85
	Chapitre 4 Prise de contrôle inversée	88
1.	Présentation du phénomène	88
2.	Définitions	92
3.	Exposé de la technique	96
4.	La réglementation boursière	98
4.1	La Bourse de Toronto (TSX)	98
4.1.1	La société résultant de la PCI doit satisfaire aux conditions originales d'inscription à la cote de la Bourse	98
4.1.1.1	Le secteur des sociétés de type industriel	98
4.1.1.2	Les sociétés minières	99
4.1.1.3	Les sociétés pétrolières et gazières	100
4.1.2	La transaction doit être approuvée par les actionnaires de la société publique lors d'une assemblée tenue préalablement à la conclusion de la transaction	102
4.1.3	La qualité de l'équipe de gestion de la société résultante est un critère déterminant.....	103
4.1.4	Les titres émis à la suite de la PCI devront être entiercés	104
4.2	La Bourse de Croissance TSX.....	105
4.2.1	Conditions minimales	107
4.2.1.1	Exigences quantitatives	107
4.2.1.2	Répartition de titres dans le public	109
4.2.1.3	La régie d'entreprise	109
4.2.1.4	Obtenir l'appui d'un parrain	110
4.2.1.5	Les documents	110
4.2.2	La prise de contrôle inversée	110
4.2.2.1	Obligations réglementaires	110
4.2.2.2	La procédure	112
4.2.2.3	L'entiercement	115
5.	Comparaisons	115
5.1	Les actifs corporels nets exigés par la réglementation boursière	116
5.2	L'équipe de gestion.....	117
6.	Conclusion	117

Chapitre 5 Évaluation pratique des prises de contrôle	119
1. Structures des coûts	119
1.1 Situation américaine	119
1.2 Situation canadienne	121
2. Avantages et désavantages de la PCI	122
2.1 Avantages	122
2.2 Désavantages	125
3. Mauvaise réputation des PCI	128
3.1 Le rapport Matkins	128
3.1.1 L'ère moderne	130
3.1.2 L'affaire Jitec	132
3.2 Positions et craintes des autorités réglementaires	133
3.3 Le « staging »	136
3.4 Doit on encourager les PCI ?	137
Conclusion	141
Bibliographie	146

INTRODUCTION

Le présent travail a pour objet, dans un premier temps, de faire une synthèse de la littérature et par la suite, à l'aide d'écrits puisés dans des domaines limitrophes, de faire une analyse d'un phénomène connu dans le domaine du financement des sociétés mais qui malheureusement fait l'objet de bien peu d'écrits.

La prise de contrôle inversée (PCI) est une technique de fusion ou d'acquisition par laquelle une société privée devient propriétaire des titres d'une société publique, souvent dormante, donc ayant peu d'activités commerciales. Le but étant de faire profiter à la société, autrefois privée, du statut de société publique, notamment d'être coté en Bourse. Ce faisant, on évite plusieurs embûches de nature réglementaire. La nouvelle société ainsi fusionnée est *de facto* publique. Le résultat de l'opération est l'économie de coût, la rapidité d'exécution ainsi que l'obtention du statut et des privilèges d'être une société publique.

On surnomme l'opération prise de contrôle inversée parce que légalement c'est la société publique qui achète la compagnie privée en émettant en sa faveur un nombre si important de ses propres actions que la société visée, soit la société privée, sera actionnaire majoritaire de la société publique et ainsi contrôlera la société publique qui vient de l'acquérir.

Mais ce type de transaction a bien mauvaise réputation en raison des abus commis par des entrepreneurs peu scrupuleux. La liberté commerciale d'effectuer cette transaction est-elle justifiée eu égard au principe de protection des épargnants ? Protection que les organismes de réglementation ont le mandat d'assurer. Tel est l'enjeu fondamental qui sous-tend la présente analyse.

Pour étudier ce phénomène, nous commençons par un survol du contexte économique dans lequel évoluent les PME. La contribution essentielle de ces sociétés à l'économie, tant au chapitre de la création d'emploi, qu'à celui de l'innovation et plus généralement à la création de la richesse, fait que la politique gouvernementale doit favoriser le financement de ces entreprises. La compétitivité de l'économie, à l'heure de la globalisation des marchés, en dépend.

Malgré une certaine diversité de sources de fonds disponibles, le manque de liquidité, le peu d'actifs des jeunes sociétés rendent le financement par actions incontournable. La PCI s'inscrit donc dans ce contexte de financement public puisqu'elle permet à de très petites sociétés de devenir publiques, rapidement et à peu de frais. Ainsi, elle leur permet de faire appel à l'épargne publique dans de courts délais.

La Loi sur les valeurs mobilières, qui protège les épargnants, oblige pour ce faire les sociétés désirant faire un appel public à l'épargne à publier sous forme de prospectus toutes les informations importantes permettant de renseigner l'investisseur sur la société et sur l'opportunité d'investir dans celle-ci. Or, faire un prospectus coûte cher.

Devant les coûts inhérents à l'appel public traditionnel et compte tenu du manque de ressources des PME, ainsi que l'absence d'historique de ces jeunes sociétés, la réglementation actuelle permet un processus allégé de divulgation, ce qui contribue à réduire les coûts. Le problème est que plus la divulgation est réduite, plus les dangers de fraude augmentent.

Dans cette optique, nous nous demandons si l'appel public à l'épargne réalisé par le biais d'Internet, comme il s'en fait aux États-Unis, qui permet de réduire les coûts pour les émetteurs, assure concurremment la protection du public investisseur.

Nous concluons que la diminution, voire l'absence de participation d'un intermédiaire, en pratique une maison de courtage dans le processus, qui grâce à sa réputation agit à titre de caution morale, fait augmenter considérablement les dangers de fraude. Cela est exacerbé par la quasi-impossibilité pour les agences de réglementation de jouer adéquatement le rôle de policier des marchés pour des émissions qui se font dans un cyberespace dénué de frontières géographiques.

Dans cette perspective, nous examinons la capacité du programme de « Société de Capital de Développement » (SCD), mis de l'avant par la Bourse de Croissance TSX, d'augmenter la protection de l'épargnant tout en permettant le financement de très jeunes sociétés.

Le but du programme est d'aider les PME à obtenir du financement à un moment plus précoce que ce qui aurait été autrement possible par le biais d'un appel public traditionnel.

Nous avons constaté qu'il s'agit d'un programme crédible, administré par une Bourse spécialisée dans le financement des petites sociétés.

Cependant la sous-évaluation chronique importante des titres de ces sociétés, ainsi que le piètre rendement financier des émetteurs ont de quoi laisser songeur. Surtout lorsqu'on considère que le taux de survie des entreprises ayant choisi ce programme n'est guère plus de 10 %. Ces résultats remettent en cause le principe de la protection de l'épargnant-investisseur.

Ainsi nous nous interrogeons sur l'opportunité de faire entrer en bourse de jeunes sociétés immatures, trop peu capitalisées et souvent dénuées d'avantages compétitifs.

Nous notons que comme dans le cas d'émission faite par le biais d'Internet, l'absence quasi généralisée d'intermédiaire de renom, ainsi que du capital de risque, qui *ex ante* filtrent les projets prometteurs, influe énormément sur la qualité du processus ainsi que sur le taux de survie des entreprises issues du programme. Il faut donc se questionner sur l'à propos du véhicule choisi par ces sociétés pour se financer. Ce programme n'est peut-être pas la panacée recherchée.

Nous procédons par la suite à une analyse détaillée des textes réglementaires s'appliquant aux PCI. Il s'agit en somme d'une étude du cadre juridique dans lequel évoluent les PCI. La réglementation de la Bourse de Toronto, pour les grandes capitalisations, et celle de la Bourse de TSX Croissance, pour les plus petites capitalisations.

Par la suite, nous entreprenons un exposé de la technique de la PCI en présentant son déroulement ainsi que les étapes importantes du processus. Nous terminons cette partie en faisant une analyse comparative des règles et des exigences particulières mises en place par ces deux Bourses.

Dans la dernière partie de notre étude, nous nous livrons à une évaluation de la structure des coûts pour une opération de PCI tant aux États-Unis qu'au Canada. Puis nous examinons les avantages ainsi que les désavantages de faire une prise de contrôle inversée.

Comme la mauvaise réputation de ce procédé constitue une des embûches majeures à son acceptation, nous tâchons d'en cerner les causes.

Compte tenu de cette réputation douteuse, nous examinons la position des autorités réglementaires sur cette question. Nous analysons leurs craintes, ainsi que leur opinion quant à l'efficacité de ce procédé eu égard à leur mandat de protection du public.

Puis à la lumière des observations faites par les différents intervenants réglementaires concernant les difficultés et les dangers soulevés, nous nous demanderons s'il y a lieu de promouvoir l'utilisation continue des PCI.

Nous concluons qu'il existe de bons motifs, dont au premier plan la liberté commerciale, pour ne pas abolir législativement la PCI mais plutôt, compte tenu des craintes généralement bien fondées des organismes de réglementation, d'améliorer le programme SCD suffisamment pour qu'il puisse rendre les PCI faites à l'extérieur de ce programme désuet.

CHAPITRE 1

LE CONTEXTE ÉCONOMIQUE DU FINANCEMENT DES PME AU CANADA

1. Rôle et importance des PME dans l'économie

Les PME, étant définies, dans le cas de la moyenne entreprise, comme étant une société ayant moins de 500 employés ou des revenus annuels de 50 millions de dollars et, dans le cas de la petite entreprise, comme étant une société ayant moins de 100 employés ou un revenu annuel de 5 millions de dollars, jouent depuis longtemps un rôle déterminant dans l'économie canadienne¹. On estime qu'au cours de la dernière décennie, elles ont créé plus de 85 % des nouveaux emplois au pays². Pour l'année 1996 seulement, cette proportion s'est élevée à 87 %³.

-
1. Voir, pour une discussion plus générale : Stéphane Rousseau, « The Future of Capital Formation for Small and Medium Sized and Medium Sized Enterprises : Rethinking Initial Public Offering Regulation after the Restructuring of Canadian Stock Exchanges », *Revue juridique Thémis*, n° 34, 2000, p. 665. McKinsey & Company, « The Changing Landscape for Canadian Financial Services : New Forces, New Competitors, New Choices », Research Paper Prepared for the Task Force on the Future of Canadian Financial Services Sector, 1998, p. 61. Ontario Securities Commission « Task Force on Small Business Financing : Final Report 1998 (The McCallum commission) », p. 4, 19, 20. The Standing Committee on Industry, « Productivity and Innovation : A Competitive and Prosperous Canada », April 2000, Chapter 4, p. 1. Disponible en ligne : www.parl.gc.ca/InfoComDoc/36/2/INDU/Reports/indy20/08-int-e.html. Industry Canada, Small Business Policy Branch Policy Research Group, « Key Business Statistics », July 2002, p. 2, 21. J. R. Baldwin, « Innovation the Key to Success in Smaller Firms », n° 76 Micro-Economic Studies and Analysis Division, Statistics Canada and Canadian Institute for Advanced Research, Economic Project Growth, February 1995, p. 7.
 2. Industrie Canada, Statistique Canada, « Initiative de Données sur le Financement des PME », Rapport du Comité Permanent de l'Industrie de la Chambre des Communes, mai 2000, p. 6.
 3. McKinsey & Company, *supra*, note 1. Voir Supply and Services Canada, « Small Business in Canada : Competing Through Growth », 1990, où l'on évoque une proportion de plus de 80 %.

Les PME représentent plus de 99 % de toutes les entreprises existantes au Canada⁴. De surcroît, elles contribuent à plus de 43 % du produit intérieur brut au pays⁵. La petite et moyenne entreprise emploie en 1998, 56 % de la main-d'œuvre canadienne. En somme, près de six citoyens sur dix ont comme employeur une PME⁶. Cette proportion est en hausse constante pour la période de 1992 à 1998⁷. De plus si l'on comptabilise ces données uniquement pour le secteur privé, en 2001, ce chiffre atteint 62 %⁸.

La situation est identique au niveau provincial, où l'on rapporte que 80 % des nouveaux emplois au Québec proviennent de la PME, qui à elle seule emploie plus d'un travailleur sur deux⁹.

Ces entreprises sont actives dans la plupart des secteurs de l'économie et sont de tailles variables¹⁰. L'on estime qu'en 1999, sur près de deux millions d'entreprises recensées au Canada, 99 % d'entre elles avaient moins de 100 employés et que 78 % de ces sociétés avaient moins de 50 employés¹¹. L'on conçoit donc aisément que la PME puisse jouer un rôle de premier plan non seulement au chapitre de la création d'emploi, mais qu'en plus, elle puisse contribuer de façon significative au développement de la richesse ainsi qu'au dynamisme de l'économie canadienne.

Ce dynamisme est particulièrement important dans le contexte actuel de mondialisation des marchés. En effet, on constate que dans cet ordre économique moderne dit de « nouvelle économie », ce sont surtout les industries du savoir constituées d'un nombre important de PME qui seront les plus dépendantes de l'innovation et de l'apport technologique nécessaire pour se tailler un avantage concurrentiel dans les marchés de demain.

-
4. Standing Committee on the Industry, *supra*, note 1. Ce rapport estime que la PME représente 99,8 % des sociétés canadiennes.
 5. Industry Canada, Small Business Policy Branch, *supra*, note 1, p. 21. Voir aussi McKinsey & Company, *supra*, note 3, p. 61. Mentionnons que ces chiffres sont conformes à ceux publiés par l'OCDE dans son édition 2000 sur la PME qui évoque également un pourcentage de 43 % du produit intérieur brut canadien.
 6. A. Dulipovici, « 2002 SME Overview : Small Business Primer 2002 », publié par The Canadian Federation of Independent Business (CFIB), janvier 2002, p. 1. Disponible en ligne : www.cfib.ca/research/reports/nat2002e.pdf. Pour l'apport des PME en termes de création d'emploi durant la période 1978 à 2002, voir G. Picot, J. Baldwin, R. Dupuy, « Have Small Firms Created a Disproportionate Share of New Jobs in Canada ? A Reassessment of Facts », Statistics Canada, tiré de remarques présentées lors de la conférence du « Canadian Economics Association Meetings », tenue du 9 au 13 juin 1994, Calgary, Alberta, publication par Statistique Canada en novembre 1994, p. 2 et p. 20.
 7. A. Dulipovici, *supra*, note 6, p. 1.
 8. Industry Canada, Small Business..., *supra*, note 1, p. 11.
 9. A. Duhamel, « Les PME sont essentielles à l'essor économique », *Les Affaires*, 20 octobre 2001.
 10. *Supra*, note 4, p. 1.
 11. *Id.*

Dans ce nouveau paradigme, ce sont ces petites sociétés qui seront les créatrices d'une partie importante de la richesse dont dépendra l'économie pour croître¹² et ainsi améliorer le niveau de vie de générations de Canadiens.

Cet apport de la PME est particulièrement important à l'heure où l'ensemble des pays occidentaux connaissent un déclin du secteur manufacturier, puisque ce secteur a traditionnellement été considéré comme le fer de lance de l'économie canadienne¹³.

Le succès des PME et leur propension à innover sont souvent perçus comme étant tributaires de leur capacité de fabriquer des produits de haute qualité. À cause de l'agilité et de l'efficacité caractéristiques des petites unités, ainsi que d'une structure organisationnelle flexible, elles auraient la faculté de s'adapter rapidement aux besoins du marché¹⁴.

Ce rôle de générateur d'emploi et de richesse que joue la PME sera significatif pour l'avenir¹⁵. La capacité de la PME de jouer ce rôle dépend en grande partie de sa faculté de croître et de prendre de l'expansion. Cette capacité est à son tour étroitement liée à l'obtention de sources de financement stable¹⁶. Or l'accessibilité aux capitaux est souvent mentionnée par les PME comme étant un des principaux facteurs susceptibles d'entraver leur croissance¹⁷.

-
12. P. J. N. Halpern, « Financing Growth in Canada », The Industry Canada Research Series, Calgary, University of Calgary Press, 1997, p. 43. Voir aussi, Z. J. Acs, R. K. Morck, B. Yeung, « Entrepreneurship, Globalization and Canadian Public Policy », Paper Presented at the second international conference on international entrepreneurship, « Researching New Frontiers », McGill University, Faculty of Management, Montréal, 23-25 septembre 2000, p. 2.
 13. S. Rousseau, *supra*, note 1, p. 665.
 14. J. G. Macintosh, « Remarks of Professor Jeffrey G. Macintosh » made at the University of Toronto, Capital Markets Institute, Rothman School of Management, Toronto, 16 février 2001, p. 1. Voir aussi, John R. Baldwin, *supra*, note 1, p. 3.
 15. « La Voie de la Prospérité : Les PME du Canada », étude commanditée par la Fédération Canadienne de l'Entreprise Indépendante, Manufacturier et Exportateurs du Canada, RBC Groupe Financier, octobre 2002, p. 5, 7. Disponible en ligne : www.cfib.ca. Canadian Labour Market Productivity Center « Generating Growth : Improving Access to Capital by Small and Medium Enterprises », décembre 1995, p. 16.
 16. P. J. N. Halpern, *supra*, note 12, p. 666.
 17. Statistics Canada, « Financing Innovation in Small New Firms-New Evidence from Canada », Innovation Analysis Bulletin, vol. 5, n° 1, février 2003, Statistics Canada Catalogue n° 88-XIE, p. 3. Voir aussi *inter-alia* : Canadian Labour Market and Productivity Center Generating Growth : Improving Access to Capital by Small and Medium - Sized Enterprises », décembre 1995, p. 7-8. Alain Duhamel, *supra*, note 9, p. A-3. A. Duhamel, « Les PME sont essentielles à l'essor économique », *Les Affaires*, 20 octobre 2001, p. A-3. A. Dupilovici, *supra*, note 6, p. 6. McKinsey & Company, *op. cit.*, p. 63-64. Disponible en ligne : <http://finservtaskforce.fin.gc.ca>. Voir *supra*, note 4 ; Chap. 4, p. 5.

Compte tenu des observations faites plus haut concernant l'apport indispensable des PME à l'économie ainsi qu'à leur faculté de diffuser leurs produits et leur savoir dans le système économique, les entraves à la croissance d'une entreprise considérées au niveau micro-économique se répercutent inévitablement en des barrières empêchant l'atteinte de la performance économique maximale à l'échelle macro-économique¹⁸.

En ce sens, il est juste d'affirmer que de faciliter l'accès à des sources de capitaux pour la petite et la moyenne entreprise doit être un objectif important de la politique économique gouvernementale puisque la vitalité de l'économie en dépend¹⁹.

En somme, en raison de la contribution substantielle de la PME à la création d'emploi, à l'innovation technologique et au développement économique, il n'est pas exagéré d'affirmer que la question de l'accès aux capitaux est véritablement une question d'intérêt public²⁰.

2. Méthodes et sources de financement

Compte tenu des difficultés de financement notoires auxquelles font face les PME, il est critique pour elles de choisir le mode de financement le mieux adapté à leur situation particulière. Le financement par dette ainsi que le financement par action constituent certes des options envisageables. Laquelle choisir ? Voilà un enjeu important dont nous tenterons de cerner les éléments importants.

2.1 Le financement par dette

2.1.1 Le financement bancaire

Pour la PME, la source de financement par emprunt la plus importante demeure indubitablement le système bancaire. On estime, à cet égard, que les principales institutions

18. Groupe Secor Inc., « Financing Knowledge-Based Small Business », Research Paper Prepared for the Task Force on the Future of the Canadian Financial Services Sector, septembre 1998, p. 14. Disponible en ligne : <http://finserv-taskforce.fin.gc.ca>.

19. A. L. Riding, G. H. Haines Jr., « Loan Guarantee Programs for Small Firms : Recent Canadian Experience on Risk, Economic Impact, and Incrementality », published in *Frontiers of Entrepreneurship Research 1995* édition, p. 1-2. Disponible en ligne : www.babson.edu/entre/fer/ferform.html.

20. *Id.* ; G. McDougall, D. Swimmer, « Business Strategies of SME's and Large Firms in Canada », Industry Canada Working Paper Number 16, octobre 1997, p. 38. G. Picot, J. Baldwin, R. Dupuy, *supra*, note 6, p. 20.

financières détiennent plus de 85 % du marché des prêts aux petites et moyennes entreprises²¹. D'ailleurs, 75 % des PME déclarent avoir recours au service d'une banque canadienne pour effectuer leurs opérations journalières²².

Une des raisons avancées pour expliquer cette situation est le taux d'acceptation élevé des prêts bancaires destinés aux PME. À ce sujet, une étude commanditée par l'Association canadienne des banquiers mentionne que le taux d'approbation des demandes de prêts aux PME se situe à 93 %²³. Statistique Canada, quant à elle, évoque un taux d'approbation de 82 %²⁴.

Ces données évaluées isolément peuvent contribuer à transmettre une image rassurante d'une situation qui mérite une évaluation plus nuancée. En ce sens, il importe de replacer ces chiffres dans leur contexte.

Premièrement, il y a lieu de noter qu'en 2000, 23 % des PME ont fait des demandes d'emprunts auprès des différentes institutions bancaires. De sorte que 77 % d'entre elles n'ont pas jugé opportun de le faire²⁵. Il s'agit d'une tendance qui confirme une baisse de la demande de prêt émanant des PME auprès des institutions financières. Ces données compilées pour la période de 1987 à 2000 permettent de penser que cette conclusion

-
21. *Supra*, voir note 18, p. 2. Voir aussi, Josée St-Pierre, Moujib Bahri, « Relations entre la Prime de Risque Bancaire des PME et Différents Indicateurs de Risque », *Cahier de Recherche CR-00-18*, 2000, p. 4, où l'on mentionne 95 %. Voir pour un développement plus récent du même texte : J. St.Pierre, M. Bahri, « Relation entre la prime de risque bancaire des PME et les composantes de leur risque global », Congrès de l'association des Sciences Administratives du Canada (ASAC), Halifax 14-17 juin 2003. Allan L. Riding, « Financing Entrepreneurial Firms : Legal and Regulatory Issues », Research Paper Prepared for the Task Force on the Future of Canadian Financial Services Sector, septembre 1988, p. 18, où l'on évoque une proportion de plus de 80 %. Disponible en ligne : <http://finservtaskforce.fin.gc.ca>. N.B. Ces chiffres comprennent les Caisses Populaires qui détiennent environ 20 % du marché, les banques au sens strict auraient approximativement 66 % du marché. Voir, « Small and Medium – Sized Enterprise (SME) Financing in Canada 2002 », Industry Canada, p. 9, p. 21. On y mentionne un taux de 66 % du marché pour les seules banques à charte. Disponible en ligne : <http://strategis.ic.gc.ca/fdi>. McKinsey & Company, *supra*, note 1, p. 64, où l'on mentionne le chiffre de 50 % présumément pour les seules banques à Charte.
 22. J. St Pierre, R. Beaudoin, M. Desmarais, « Le Financement des PME canadiennes : Satisfaction, Accès, Connaissance et Besoin », Rapport rédigé pour Industrie Canada, par l'Institut de Recherche sur les PME, Université du Québec à Trois-Rivières, février 2002, p. 112.
 23. Thompson Lightstone & Company, « Small and Medium-Sized Businesses in Canada : An ongoing Perspective of their Needs, and Satisfaction with Financial Institutions », prepared for the Canadian Bankers Association, 1998. Disponible en ligne : www.cba.ca/eng/Small_Business/1998sme.htm. Voir aussi : « Small and Medium-Sized Enterprise, *supra*, note 21, p. 18. N.B. Ici, le chiffre de 80 à 90 % de taux d'approbation ne comprend pas les industries basées sur le savoir ainsi que les commerces de gros et de détail.
 24. « Financing of Small-and Medium Enterprises 2000 », *The Daily*, 15 janvier 2002, Statistics Canada-Cat. no 11-001E, p. 5.
 25. « Small and Medium-Sized Enterprise », *supra*, note 21, p. 15-16.

est indépendante de toutes explications relatives aux cycles économiques²⁶. Il existerait donc un nombre important de PME qui renoncent à faire une demande de financement.

Deuxièmement, ces taux d'approbation élevés sont difficilement compatibles avec la littérature existante sur le sujet, ainsi que la preuve anecdotique qui place le taux réel d'approbation en deça de 70 %, compte tenu des difficultés à obtenir du financement rapportées par plusieurs PME²⁷.

Par ailleurs, lorsqu'elles obtiennent du financement auprès des banques, les PME privilégient l'utilisation du prêt dans une proportion de 32 % et la marge de crédit dans 30 % des cas²⁸. Il est par ailleurs révélateur de noter qu'il existe une relation entre le taux d'approbation et la taille d'une entreprise. En effet, plus une entreprise est petite, plus le taux de rejet des demandes de crédit est élevé, alors que l'inverse est vrai pour les entreprises de plus grande envergure²⁹.

2.1.2 Position des dirigeants de PME

Face à ces taux d'approbation élevés cités par l'Association des banquiers, les dirigeants de PME demeurent sceptiques et font plutôt état d'un sentiment d'insatisfaction dans leurs relations avec ces institutions. Ils se plaignent, entre autres, d'importantes demandes de collatéral nécessaire à l'obtention de leurs prêts.

Ils déplorent le fait que les institutions bancaires seraient peu enclines à prêter à la petite et moyenne entreprise³⁰. Ce qui expliquerait la désaffectation croissante des PME pour ce type de financement³¹. À cet égard, le nombre de PME qui sollicite des moyens de financement autres est passé de 25 % en 1996 à 38 % en 1998³².

En somme, les PME ont l'impression que les institutions bancaires sont plus intéressées par les prêts de grande envergure où leur marge de profit est plus importante. Elles

26. *Id.*

27. McKinsey & Company, *supra*, note 1, p. 64.

28. *Supra*, note 25, p. 9, voir aussi p. 15-16 pour les résultats d'une étude menée par la Fédération canadienne des entrepreneurs indépendants (CFIB), qui sont similaires sauf quant à l'ordre de préférence.

29. *Supra*, voir note 24, p. 5, 19. Voir *supra*, note 21, p. 24.

30. *Supra*, note 27, p. 63.

31. *Id.*, p. 64. Voir J. St-Pierre, M. Bahri, *supra*, note 21, p. 4. Pour un développement plus récent du même texte par les mêmes auteurs, voir : « Relations entre la prime... », *supra*, note 21.

32. *Supra*, note 24, p. 22.

ne seraient intéressées à prêter aux petites entreprises que dans la mesure où il s'agit de prêts peu risqués³³.

De plus, les PME se plaignent du taux de rotation élevé des gestionnaires de compte. Cette situation fait que le gestionnaire connaît moins bien les problèmes particuliers de l'entreprise, conséquemment il est plus réticent à approuver les demandes de crédit³⁴. Cette situation a comme conséquence que 32 % des PME se disent insatisfaites de la relation avec leur banquier³⁵.

2.1.3 Position des banques

De leur côté, les institutions bancaires font valoir que la valeur médiane d'un prêt à la petite et moyenne entreprise se situe autour de 50 000 \$³⁶. Dans de telles conditions, afin de dégager une saine marge de profit, elles doivent standardiser les méthodes d'évaluation des entreprises³⁷. Comme la marge bénéficiaire est réduite, l'efficacité exige que chaque gestionnaire administre un nombre plus élevé de comptes. Cette situation peut faussement donner l'impression que le gestionnaire consacre une période de temps insuffisante à chaque entreprise et qu'il n'est pas familier avec les besoins particuliers de chacun de ses clients³⁸.

Par ailleurs, les institutions financières soulignent que les aptitudes de gestion déficientes démontrées par plusieurs dirigeants de PME font partie du problème. Ils mentionnent aussi que les obligations de fiduciaire qu'ils doivent aux épargnants militent contre l'approbation de prêts à des entreprises qui constituent un risque élevé, et dont la qualité de la gestion financière laisse à désirer³⁹.

33. A. L. Riding, *supra*, note 21, p. 17 ; *infra*, note 46, p. 4.

34. *Id.* et note 25, p. 23.

35. *Id.*, p. 18, voir aussi, *supra*, note 33, p. 18.

36. *Supra*, note 33, p. 18 ; *supra*, note 19, p. 3.

37. *Supra*, note 19, p. 3.

38. *Supra*, note 33, p. 18.

39. *Supra*, note 19, p. 2.

2.1.4 Analyse de l'état du financement par dettes au Canada

D'aucuns évoquent, pour analyser la situation du prêt aux PME canadiennes, une des caractéristiques fondamentales de ce marché qui expliquerait, du moins en partie, le comportement des prêteurs. Leur *modus operandi* serait influencé par le concept de rationnement du crédit⁴⁰.

Les dispositions de la loi sur les banques au Canada prévoient depuis longtemps que lors d'opérations commerciales, les banques se voyaient automatiquement accorder des sûretés sur les actifs, les comptes courants et les inventaires de leurs débiteurs. Étant ainsi protégées, les banques ont historiquement offert un taux homogène peu centré sur le risque réel encouru⁴¹.

En pratique, cela veut dire que les institutions financières prêtent aux PME au taux directeur fixé par la banque centrale, plus une prime maximale de 3 % selon le risque.

Il s'agit là d'un taux plafond au-dessus duquel les banques refusent de prêter. En ce sens, il y a rationnement du crédit au détriment des projets méritoires mais plus risqués qui n'y auront pas accès⁴². On ne prête donc que si le risque est tolérable, et ce, indépendamment de la volonté ou de la capacité du débiteur de payer pour assumer le risque accru.

Cette situation fait contraste avec celle qui prévaut aux États-Unis, où l'on fixe la prime principalement en fonction du risque, comme le veut la théorie financière classique. De sorte que même les projets très risqués seront financés dans la mesure où l'entreprise est prête à assumer le coût relié au risque⁴³.

Cette politique canadienne d'uniformiser la prime afin de réduire l'importance du risque est, de l'avis d'un comité parlementaire qui s'est penché sur la question, une entrave sérieuse à une plus grande disponibilité de financement pour les PME⁴⁴.

40. *Supra*, note 33, p. 24, 83. Voir aussi p. 90 à 107 pour une bibliographie complète sur ce sujet.

41. Commentaires du PDG de la Banque Nationale, M. Léon Courville, le 29 septembre, 1998, devant le Comité du Sénat sur la PME, p. 10-11, section H. Disponible en ligne : www.parl.gc.ca/36/1/paribus/commbus/senate/com-e/bank-e/rep-e/rep17dec98part11-e.htm.

42. *Supra*, note 19, p. 3.

43. *Supra*, note 27, p. 63, voir au même effet, *supra* note 10, chap. 4, p. 6.

44. *Supra*, note 41, p. 11, voir aussi *infra*, note 111, p. 1.

Qui plus est, dans la mesure où le rationnement du crédit empêche les PME d'avoir accès à ce financement, il freine leur croissance et réduit leurs chances de survie. Cette situation entraîne, d'un point de vue macro-économique, un niveau d'investissement sub-optimal qui affecte entre autres la croissance économique, l'inflation et le chômage⁴⁵.

Le rationnement du crédit serait causé par l'asymétrie informationnelle. Dans la relation banque-PME, il existerait donc un fossé entre l'information que possède chacune des parties concernant le projet pour lequel on sollicite des fonds⁴⁶.

Cette situation est vécue avec beaucoup plus d'acuité par les PME puisque le coût élevé de production des informations financières est proportionnellement plus difficile à supporter chez les entités plus petites que chez les plus grandes. Ce qui explique que l'asymétrie soit plus répandue dans le contexte des petites sociétés que dans les moyennes et grandes entreprises⁴⁷.

Or cette asymétrie fait augmenter le coût du crédit ou pis encore entraîne le rejet de la demande. En effet, les banques ne pouvant évaluer le risque correctement, le juge élevé. L'institution bancaire se retrouve donc en théorie devant le dilemme suivant : ou elle requiert une prime plus importante, au risque de perdre le client, ou pour contre-carrer l'effet de l'asymétrie, elle exige du collatéral⁴⁸. Force est de constater que cette dernière demande, la plus souvent exigée, est difficile à surmonter pour les jeunes entreprises.

Bien entendu, le collatéral n'est pas la seule façon de pallier l'asymétrie informationnelle. La littérature sur le sujet indique que les entreprises qui ont une relation d'affaires prolongée avec une banque, durant laquelle l'institution a pu accumuler de l'information sur elles, ont pu emprunter à des termes plus avantageux tout en souscrivant moins de collatéral⁴⁹.

45. *Supra*, note 40, p. 83.

46. *Id.* Voir au même effet : R. Beaudoin, J. St-Pierre, « Financement de l'innovation dans la PME : Une recension de la littérature », rapport de veille présenté à l'Observatoire de Développement Économique Canada, octobre 1999, p. 16.

47. *Supra*, note 21, p. 4, 6.

48. *Supra*, note 40, p. 88.

49. A. N. Berger, Gregory F. Udell, « Lines of Credit and Relationship Lending in Small Firm Finance », Financial Institutions Center, Working Paper Series, The Wharton School, University of Pennsylvania, mars 1994, p. 28-29. Voir au même effet, *supra*, note 40, p. 88, ainsi que *supra*, note 47, p. 7.

Cependant la relation d'affaires privilégiée avec une institution se développe avec le temps. Or peu de PME ont une feuille de route leur permettant d'aspirer à autant de compréhension de la part de leur banquier.

Cette situation de déséquilibre de l'information entre les parties est donc grandement responsable du rationnement du crédit.

2.1.5 Méthodes d'évaluation utilisées par les banques

Les banques utilisent, efficacité oblige, des normes standardisées pour évaluer les PME⁵⁰. Elles privilégient l'utilisation de ratios financiers. Or ces critères sont mieux adaptés aux entreprises matures qui font montre de stabilité. En effet, plusieurs études sur les PME démontrent que ces instruments sont moins efficaces pour évaluer des entreprises plus instables comme celles qui sont jeunes ou en pleine croissance⁵¹. Ces critères deviennent plus contraignants au fur et à mesure que la taille de l'entreprise décroît⁵².

Un des problèmes importants est que les PME sont évaluées de façon monolithique, sans égards à leur spécificité. Ce genre d'évaluation est dû à la difficulté de mesurer le risque réel des petits emprunteurs. De sorte que les PME sont traitées comme de grandes entreprises miniatures sans modèles applicables à leur situation particulière. Elles sont donc majoritairement considérées comme étant plus risquées⁵³.

Ce problème, exacerbé par l'asymétrie informationnelle, fait qu'en définitive les institutions financières utilisent la taille de l'entreprise comme la mesure déterminante du risque. Puis ensuite elles évaluent la présence de cautions personnelles et par la suite d'autres critères secondaires. La taille a donc une influence déterminante sur le coût du crédit⁵⁴. De sorte que les propriétaires de PME ont raison d'affirmer avoir des appréhensions vis-à-vis des banques, craignant d'être évalués maladroitement par ces institutions eu égard à leur risque réel. Il serait donc justifié de prétendre que leurs besoins sont traités de façon inadéquate⁵⁵.

50. *Supra*, note 37.

51. *Supra*, note 47, p. 5.

52. *Id.*

53. *Ibid.*, p. 13.

54. *Ibid.*, p. 5, p. 25 ; voir aussi *supra*, note 40, p. 19.

55. *Supra*, note 47, p. 2-3.

2.1.6 Le cas particulier des entreprises œuvrant dans l'industrie du savoir

À l'intérieur de l'ensemble des PME canadiennes, il existe un sous-ensemble qui retient particulièrement l'attention. Il s'agit des entreprises qui évoluent dans les industries dites du savoir. Bien qu'aucune définition particulière ne fasse consensus, l'on retient généralement qu'il s'agit de firmes dont le développement, la possession et l'application d'un savoir particulier sont cruciaux à la production de biens et de services⁵⁶. Dans ces secteurs, la science, la technologie et l'innovation sont des caractéristiques dominantes⁵⁷. La biotechnologie, les télécommunications ainsi que l'informatique n'en sont que quelques exemples.

Il existe une quasi-unanimité à l'effet que ces entreprises évoluent dans des secteurs de pointe où l'on assiste aux plus hauts niveaux de croissance. Le potentiel de retombée pour l'économie canadienne est donc des plus intéressants⁵⁸. Ces sociétés sont d'un intérêt stratégique puisqu'elles sont les plus grands créateurs d'emplois et de richesse au Canada⁵⁹.

Ces entreprises développent de nouvelles technologies, de nouveaux produits et de nouvelles applications pour de vieux produits. Elles innovent. Ce faisant, elles s'accaparent les marchés et les clients de leurs rivaux qui n'innovent pas. Elles détruisent donc ces entreprises affligées d'immobilisme et créent de nouveaux produits et de nouveaux marchés. Elles enrichissent l'économie grâce à cette « destruction créative⁶⁰ ». Les travaux empiriques et théoriques en économie moderne appuient majoritairement la position voulant que cette « destruction créative » soit responsable de la croissance économique dans les pays industrialisés⁶¹.

Compte tenu de leurs moyens limités, les PME aspirent particulièrement à obtenir un avantage concurrentiel grâce à l'innovation. De sorte que ces PME contribuent de

56. *Supra*, note 18. N.B. le terme anglais étant *Knowledge – Based Industry* (KBI). Voir au même effet *supra*, note 41, section H, p. 14.

57. Groupe Secor, *supra*, note 18, p. 7.

58. *Ibid.*, p. 10.

59. « SME Financing Data Initiative », Report of the Standing Committee On Industry », mai 2000, Industry Canada, Statistics Canada, p. 10.

60. Z. J. Acs, R. K. Mork, B. Young, *supra*, note 12, p. 3-4 ; Le terme, « Creative Destruction » a été originalement proposé par l'économiste autrichien Joseph Schumpeter en 1929 pour expliquer les avances technologiques du début du XX^e siècle.

61. *Id.*

façon disproportionnée à l'innovation au pays⁶². Plusieurs études démontrent que l'innovation est la clé de la réussite pour les PME⁶³. Il en est de même dans le nouvel ordre économique dit de « nouvelle économie » dans lequel l'innovation serait l'élément déterminant du succès⁶⁴.

Or, il appert que l'une des caractéristiques fondamentales des entreprises évoluant dans l'industrie du savoir est que leur valeur, contrairement à leurs ancêtres, sera davantage fonction d'actifs intangibles et immatériels⁶⁵. Le capital humain sera l'actif principal⁶⁶. La problématique consiste donc à savoir si ces actifs peuvent servir de collatéral. La question est d'importance puisque les PME de ce secteur ont un taux de financement bancaire généralement insatisfaisant⁶⁷. D'ailleurs, ces entreprises déclarent que les coûts élevés du financement constituent une entrave majeure à leur capacité de développer leurs activités de recherche et de développement⁶⁸.

Les banques admettent d'emblée que le financement de ces entreprises constitue un défi de taille. Elles concèdent que l'évaluation des actifs demeure problématique, car elle requiert une expertise particulière, bien différente du financement traditionnel de la PME basé sur l'actif⁶⁹.

Pour pallier le problème, la plupart des banques ont créé des unités spéciales de financement d'entreprises du savoir qui s'efforcent d'appliquer des modèles d'évaluation spécifiques pour tenir compte de l'absence d'actifs matériels⁷⁰. Il s'agit cependant d'un processus d'apprentissage lent, qui oblige les banques à agir de façon prudente et qui prendra des années à peaufiner⁷¹. Cependant, les sommes en jeu et l'important potentiel de retour sur l'investissement devraient les inciter à poursuivre dans cette voie⁷².

62. *Ibid.*, p. 37.

63. J. R. Baldwin, *supra*, note 1, p. 23. Voir Statistics Canada, *supra*, note 17, p. 3.

64. *Supra*, note 63, p. 23-24.

65. *Supra*, note 47, p. 25-26.

66. *Supra*, note 41, chap. 4, p. 8.

67. *Supra*, note p. 5. Le taux mentionné est d'approximativement 70 % de succès. Voir aussi, *supra*, note 47, p. 5 ; *supra*, note 25, p. 19, 28.

68. J. R. Baldwin, G. Gellatly, V. Gaudreault, « Financing Innovation in New Small Firms : New Evidence from Canada », Micro Economic Analysis Division, Statistics Canada, mai 2002, p. 5.

69. J. R. Baldwin, J. Johnson, « Differences in Strategies and Performance of Different Types of Innovators », Micro Analysis Division, Statistics Canada, décembre 1997, p. 9. Voir *supra*, note 21, p. 17.

70. *Supra*, note 41, p. 15-16. Voir aussi, *supra*, note 18, p. 20 à 24.

71. *Supra*, 18, p. 7, p. 21, 24.

72. *Ibid.*, p. 22. L'on estime que 88 % des prêts dépassaient le million de dollars en 1996.

Malgré ces efforts louables, la réalité est que les banques, qui dominent le secteur du prêt aux entreprises du savoir⁷³, éprouvent encore énormément de difficulté à les évaluer⁷⁴. Plus les entreprises sont jeunes plus le problème est aigu⁷⁵. De sorte que l'existence du collatéral, souvent personnel, est presque devenue la norme⁷⁶. Cette situation générale fait qu'en pratique, l'accès au capital est limité pour les PME de ce secteur⁷⁷, particulièrement pour celles au stade de la précommercialisation⁷⁸.

La conséquence de tout cela est manifeste, les PME en général, mais surtout celles axées sur le savoir et l'innovation sont obligées de se tourner vers le financement par action afin d'assurer leur croissance⁷⁹.

Une revue de la littérature sur le sujet confirme que ces entreprises doivent inévitablement s'orienter vers l'équité⁸⁰ comme forme de financement, compte tenu du caractère risqué de ces projets qui font fuir les sources de financement plus traditionnelles. En somme, l'innovation peut difficilement être financée à partir d'une source unique comme la dette⁸¹.

2.2 Le financement par actions

Le financement par équité est d'une importance fondamentale pour les PME. En effet, bien que le financement par dettes leur soit plus accessible, leurs revenus sont difficilement prévisibles, rendant le paiement à échéances fixes quasi impossible à gérer, compte tenu de l'absence de collatéral⁸². Par ailleurs, les institutions bancaires ont généralement comme stratégie de gérer un portefeuille à faible risque générant une source constante de revenus. L'apport substantiel de collatéral et de garantie personnelle est à la base de cette stratégie⁸³. D'où l'incompatibilité des deux visions. De sorte que l'équité est un mode

73. *Ibid.*, p. 19 ; *supra*, note 46, p. 25.

74. *Supra*, note 46, p. 19, 32.

75. *Supra*, note 46, p. 21.

76. *Ibid.*, p. 25, 33. On estime que près de 45 % des dirigeants de PME dans les industries du savoir ont dû fournir des sûretés personnelles.

77. *Supra*, note 18, p. 7, 15.

78. *Id.*

79. *Supra*, note 17, p. 3-4. Voir aussi Industry Canada, *supra*, note 69, p. 20, 21 ; *supra*, note 25, p. 8, p. 17 ; *supra*, note 13, p. 666.

80. *Supra*, note 68, p. 25.

81. *Id.*

82. Ontario Securities..., *supra*, note 1, p. 28. Voir aussi, *supra*, note 15, p. 15.

83. *Id.*

de financement incontournable pour la PME, surtout dans les stades de précommercialisation et de croissance rapide où l'investissement en recherche et développement est crucial⁸⁴.

Ce financement est fourni dans les premières phases par l'entrepreneur lui-même, des parents et amis, puis par des investisseurs privés de type informel appelés « anges financiers⁸⁵ ». Par la suite, des investisseurs de type formel comme les fonds de capital de risque et les investisseurs institutionnels prendront le relais.

2.2.1 Le financement de proximité (« Love money »)

L'on estime que ce type de financement représente la vaste majorité des financements de moins d'un million de dollars⁸⁶. À ce titre, il constitue une source de capital extrêmement significative pour les petites entreprises en phase de départ⁸⁷.

Cependant, plusieurs obstacles découlant de l'application de la loi et des règlements sur les valeurs mobilières placent l'investisseur potentiel dans une situation juridiquement douteuse. En effet, le professeur Jeffrey Macintosh conclut que : « Anecdotal evidence suggests that most love investments are made without compliance with securities law⁸⁸. »

La plupart de ces investisseurs ne rencontreraient pas les exemptions habituelles de prospectus, par exemple le placement privé pour un montant de plus de 150 000 \$ puisqu'ils investissent généralement moins de ce montant⁸⁹. Ce financement, bien que

84. E. Wayne Clendenning & Associates, « Issues Surrounding Venture Capital, Initial Public Offering (IPO) and Post-IPO Equity Financing for Canadian Small and Medium-Sized Businesses(SMEs) », prepared for Small Business Policy Branch Industry Canada, mars 2001, p. 9 ; Voir aussi, *supra*, note 83, p. 11.

85. *Id.*

86. *Supra*, note 40, p. 12, 59 ; voir aussi *infra*, note 111, p. 2 où l'on évoque 80 % à 90 % des investissements de moins d'un million de dollars provient de cette source.

87. *Supra*, note 82, p. 29.

88. J. G. Macintosh, « Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprises in Canada », Government and Competitiveness School of Public Policy Studies, Queen's University, octobre 1994, p. 59.

89. *Supra*, note 40, p. 51-52 ; J.-F. Bernier, « La société fermée et le financement public de la PME au Québec : un concept à repenser ? », dans « Développements récents sur les valeurs mobilières », *RFPBQ*, 2002, p. 82-83. Voir aussi l'article 47 *LVMQ* qui prévoit, lorsque les conditions sont remplies une dispense de prospectus pour les capitaux de lancement. Une notice d'offre dans la forme prescrite par règlement doit être produite auprès de la commission des valeurs mobilières du Québec. L'article 51 *LVMQ* traite quant à lui de la dispense de prospectus pour des placements de plus de 150 000 \$ par souscripteur.

théoriquement possible par le biais d'une dispense de société fermée, n'est disponible que si les statuts de la société interdisent l'appel public à l'épargne et restreignent la libre cession des actions. Autrement, les autorités réglementaires considèrent qu'il s'agit d'un appel public à l'épargne et qu'en l'absence d'une dispense statutairement applicable, la divulgation contenue dans un prospectus est requise.

Cette situation irrégulière place à son tour l'entrepreneur dans une situation juridique délicate puisque l'investisseur pourrait vraisemblablement profiter de l'illégalité de la situation pour se retirer d'une situation financière ayant mal tourné⁹⁰.

2.2.2 Les anges financiers (« Angel money »)

Les anges financiers, aussi appelés investisseurs providentiels, sont souvent des particuliers qui sont disposés à investir une partie de leurs économies dans des entreprises prometteuses en espérant un rendement supérieur aux placements traditionnels⁹¹.

Il s'agit d'investisseurs fortunés qui sont prêts à placer des sommes variant entre 50 000 \$ et 500 000 \$⁹². L'investissement se fera dans les stades précoces de développement⁹³, plus précisément après le « Love Money » et avant le capital de risque formel et l'appel public à l'épargne⁹⁴.

Ils apportent souvent une contribution qui dépasse l'apport strictement monétaire. Ils amènent de plus à l'entrepreneur des contacts, des conseils, de l'expérience, de l'information ainsi que de la crédibilité⁹⁵.

Au Québec, leur contribution annuelle représente plus de 250 millions de dollars, contre 630 millions pour le capital de risque. On estime qu'entre 65 % et 70 % des investissements le sont pour des sommes de moins de 100 000 \$⁹⁶. Au Canada, l'investisse-

90. *Supra*, note 40, p. 52.

91. P. Thérout, « L'entrepreneur doit prendre une part du risque », *Les Affaires*, 23 février 2002, p. A5.

92. J. M. Castonguay, « Les anges investisseurs : qui sont-ils, comment les intéresser », propos tenus au colloque de l'APFF intitulé « Financement nord-américain dans la turbulence », Montréal, 5 décembre 2001, p. 1.

93. A. Riding, J. Madill, G. Haines jr., « Practices and Patterns of Informal Investment », Industry Canada, 10 mai 2001, p. 1 du sommaire exécutif.

94. *Supra*, note 92, p. 3.

95. Equinox Management Consultants Ltd. (for Industry Canada), « Value Added by Informal Investors : Findings of a Preliminary Study », 31 mars 2001, p. 6 ; *supra*, note 92.

96. *Supra*, note 92, p. 4 ; Service de la recherche et de la Statistique Commission des valeurs mobilières du Québec, « Le financement de la PME québécoise », Rapport d'étape découlant des consultations préliminaires, 14 janvier

ment moyen dépasse légèrement le 100 000 \$, dans un marché estimé entre 500 millions et un milliard de dollars⁹⁷.

Généralement, les anges investisseurs exigent un retour sur l'investissement important, compte tenu du risque encouru. Il appert qu'un rendement de 20 % à 40 %, annuel, après impôt constitue la norme⁹⁸. La période moyenne du placement est de 5 à 8 ans⁹⁹.

Étant habituellement une personne rompue aux affaires, l'ange investisseur n'accepte pas d'investir dans plus de 5 % à 6 % des projets qui lui sont présentés¹⁰⁰. Cela constitue un empêchement majeur pour les PME qui peuvent difficilement compter exclusivement sur ce type de financement.

Par ailleurs, d'autres problèmes de fond entravent l'efficacité de cette source de capital. Par exemple, compte tenu du retour sur l'investissement requis, plusieurs entrepreneurs sont réticents, à ce stade précoce, à céder un contrôle important en guise de contrepartie.

Un des problèmes majeurs est que les anges financiers se font discrets et peuvent être difficiles à trouver¹⁰¹. Il s'agit essentiellement d'un marché fragmenté et inefficace qui ne comporte pas de lieu central de rencontre pour entrepreneurs et investisseurs¹⁰².

Finalement, tel que nous l'avons signalé plus haut¹⁰³, dans les cas d'investissement de type amical, la législation en matière de valeurs mobilières pourrait faire en sorte que beaucoup de transactions effectuées par les anges sont vraisemblablement faites en contrevention de la législation existante puisque de tels investissements se font pour des sommes de moins de 150 000 \$ et qu'en principe elles ne sont pas dispensées de l'obligation de produire un prospectus¹⁰⁴. De tels investissements sont considérés par l'auto-

2003, p. 10, où l'on évoque qu'une proportion de 68 % des financements le sont pour une somme de moins de 100 000 \$. Disponible en ligne : www.cvmq.com/Upload/bulletin/V34n03500.pdf.

97. *Supra*, note 40, p. 53, voir aussi *infra*, note 111, où l'on place l'investissement moyen à 125 000 \$.

98. *Supra*, note 93, p. 10 ; Voir *supra*, note 40, p. 53.

99. *Supra*, note 40, p. 53.

100. *Supra*, note 93, p. 6 ; *infra*, note 110, p. 3 où l'on évoque un taux d'approbation suivi d'investissement de l'ordre de 3 %.

101. P. Thérout, « Hommes d'affaires, quarantaine, discret, patient et adore le risque ! », *Les Affaires*, 16 mars 2002, p. C3.

102. *Supra*, note 40, p. 54. Voir aussi K. Corkery, A. Brennand, « Seed Stage Investment Activity in Canada », prepared for the Expert Panel on commercialization of University Research, janvier 1999, p. 5. Disponible en ligne : http://acst-ccst.gc.ca/comm/home_e.html ; voir, *supra*, note 83, p. 24-25.

103. *Supra*, notes 88-89-90.

104. *Supra*, note 40, p. 54, 55. Notons cependant la possibilité pour ces placements d'être dispensés de l'obligation de produire un prospectus en vertu de l'article 47 LVMQ. Cet article crée une dispense pour les capitaux dits de lancement. Quant au placement de plus de 150 000 \$ par souscripteur, ils sont régis par l'article 51 LVMQ.

rité des marchés financiers comme étant des appels publics à l'épargne nécessitant une divulgation appropriée.

2.2.3 Le capital de risque

Dans le présent cas de figure, le capital est offert par les fonds d'investissements institutionnels, privés ou paragouvernementaux dans le but de financer le développement, la commercialisation de produits et le début de la croissance¹⁰⁵.

En contrepartie de son investissement, l'investisseur formel obtient des actions qui, il l'espère, généreront un rendement de 20 % à 35 %¹⁰⁶. Quant à l'entrepreneur, il bénéficie de capitaux, de conseils et d'expertise, en retour de quoi il consent à céder une partie de la propriété et du contrôle de l'entreprise¹⁰⁷.

L'investisseur institutionnel a comme fonction économique d'investir dans de jeunes sociétés risquées qui démontrent un potentiel significatif. Pour ce faire, il est prêt à investir des sommes importantes, la moyenne canadienne étant d'un peu plus de 5 millions de dollars¹⁰⁸. Il sait que ses sommes seront placées pour des périodes de 3 à 8 ans, parfois plus. En ce sens, cet investisseur patient accomplit un rôle particulier dans le spectre des occasions de financement disponibles aux PME¹⁰⁹. Il est présent là où le financement par dettes est quasi inexistant.

Dans cette perspective, on ne sera pas surpris de constater que cet investisseur place près de 70 % de son argent dans les secteurs de l'industrie du savoir¹¹⁰.

Il existe sur le marché essentiellement trois types d'investisseurs institutionnels qui se différencient par la provenance de leur capital¹¹¹. Ceux provenant du secteur privé, qui

105. A. Mandron, « Le capital de risque... est-ce un risque ? », *La Presse*, 31 mars 2003.

106. *Id.*

107. *Id.* ; P. Brunet, « La logique financière entourant le choix du capital de risque comme mode de financement », publié dans *Les aspects juridiques du capital de risque*, Les journées Maximilien-Caron, éditions Thémis, 1998, p. 5, 7, 8.

108. R. Dupaul, « Capital de risque : le Québec s'en tire bien », *La Presse*, section les affaires, p. D3, 26 février 2003. Ce chiffre se compare au Québec où la moyenne est de 2,1 millions de dollars par transaction.

109. *Supra*, note 14, p. 1.

110. *Id.* ; R. Beaudoin, J. St-Pierre, « Financement de l'innovation dans les PME : Une recension de la littérature », Rapport de veille présenté à L'observatoire de Développement économique Canada, octobre 1999, p. 26. Où l'on évoque un taux de 60 % d'investissement. Voir aussi, *supra*, note 18, p. 30.

111. J. A. Lafton, « Venture Capital in Canada : Focus on Small and Medium Technology Enterprises », août 1998, p. 4. Disponible en ligne : www.idrc.ca/lacro/vencap/lefton.html#3.

sont habituellement des fonds indépendants, administrés par des gestionnaires de fonds professionnels dans lesquels investissent des fonds de pension, des compagnies d'assurances, des individus fortunés, ainsi que des fonds de nature corporatives appartenant aux banques et aux sociétés¹¹².

Puis les fonds d'investissement publics, qui sont administrés par les différents niveaux de gouvernements. Au niveau fédéral, la Banque d'Affaires et de Développement canadienne en est un exemple. Au Québec, des sociétés de capital de risque tel Innovatech qui appuie des initiatives technologiques créatrices d'emplois dans plusieurs domaines, notamment la biotechnologie¹¹³.

Finalement, il existe des fonds dits hybrides. Il s'agit de fonds formés à la suite de l'application d'un programme gouvernemental et qui auront obtenu au moins 50 % de leur financement du gouvernement¹¹⁴. Habituellement, ces fonds, tels la Caisse de dépôt et placement ou la Société générale de financement (SGF) ont un mandat mixte, soit celui de maximiser le rendement ainsi que de promouvoir la création d'emplois¹¹⁵.

Dans ce dernier groupe, il convient de noter l'importance des sociétés de capital de risque des travailleurs (SCRT), comme le Fonds de solidarité des travailleurs du Québec, qui se classent deuxième, parmi les fournisseurs de capitaux de risque, juste derrière les investisseurs étrangers, avec 13 % des investissements totaux au pays en 2001¹¹⁶.

Ce fonds, le plus important au pays, créé au Québec en 1984, est populaire entre autres à cause d'une déduction fiscale accordée à l'investisseur par les gouvernements provincial et fédéral¹¹⁷. Cet avantage, inaccessible aux fonds privés, lui a valu de vives critiques. On a considéré cet avantage comme étant anticoncurrentiel, et créant un

112. MacDonald & Associates Limited, « The Canadian Venture Capital Industry : Sources of Capital and Implications for Industry Structure », Research Prepared for the Task Force on the Future of the Canadian Financial Services Sector, septembre 1998, p. 5-6 Disponible en ligne : <http://finservtaskforce.fin.gc.ca>.

113. A. Morin, « Le financement a besoin de relève », *Le Soleil*, 22 mars 2003 ; *supra*, note 112 ; *infra* ; note 117, p. 16.

114. D. J. Cumming, Jeffrey Macintosh, « Venture Capital Exits in Canada and the United States », février 2002, p. 79. Disponible en ligne : www.bus.ualberta.ca/dcumming ou à l'adresse suivante : <http://papers.ssrn.com/abstract=218353>.

115. *Supra*, note 108.

116. *Supra*, note 25, p. 48 ; *supra*, note 18, p. 29.

117. G. Bayan, « Venture Capital Policy Review : Canada », STI Working Papers, Industry Issues, Directorate for Science, Technology and Industry, OECD, 2003, p. 5, 13. Disponible en ligne : www.oecd.org/sti/working-papers. Voir aussi, *supra*, note 114, p. 79 à 81.

désincitatif à l'investissement dans les PME au stade de précommercialisation aux dépens des plus matures¹¹⁸.

À cet égard, il faut inscrire cette critique dans une tendance généralisée au sein de l'industrie du capital de risque canadien, soit la propension à investir dans des rondes subséquentes de financement, où dans des entreprises déjà établies, plutôt que dans des nouveaux projets¹¹⁹.

Conséquemment, les PME espérant obtenir des fonds dans une première ronde de financement évoluent dans un environnement très difficile. En effet, on estime que près de 70 % des investissements vont vers des projets déjà existants¹²⁰.

Cette tendance est particulièrement troublante lorsqu'on considère que l'ensemble des sommes disponibles pour le capital de risque au pays a chuté de 35 %, passant de 3,8 milliards en 2001 à 2,5 milliards de dollars en 2002, alors que ce chiffre était de près de 6 milliards de dollars en l'an 2000¹²¹. Compte tenu de cette nouvelle réalité, peut-être cyclique, de nombreuses sociétés de capital de risque ont réduit à l'intérieur de leur portefeuille le profil de risque des sociétés dans lesquelles elles investissent, préférant celles qui ont déjà fait leurs preuves et dont les produits sont au seuil de la commercialisation¹²².

Ce phénomène est exacerbé par les coûts d'évaluation et de vérification diligente qui militent contre les investissements de petite taille donc de moins d'un million de dollars¹²³.

Il est important, dans ce contexte, de garder à l'esprit que le phénomène du capital de risque n'est accessible qu'à bien peu de sociétés. On évalue en effet que seulement 2,4 % des PME ont fait une demande auprès d'un fournisseur de capital de risque durant l'année 2000¹²⁴. Pendant l'année suivante, on dénombre 1007 transactions concernant

118. *Supra*, note 14, p. 3 à 5.

119. *Supra*, note 117 ; p. 3, 5, 8 ; *supra*, note 84, p. 17 ; *supra*, note 111, p. 4.

120. Macdonald & Associates Limited, « The Venture Capital Industry in 2001 : An Overview », février 2002, p. 3, voir aussi p. 1 et 6. Pour une opinion contraire, voir *supra*, note 84, p. 12.

121. *Supra*, note 108 ; *supra*, note 25, p. 11. Où l'on mentionne le chiffre 4,9 milliards de dollars pour 2001.

122. D. Akin, « Venture Capital Activity Declines », *Globe and Mail*, 18 mars 2003, p. 1.

123. *Supra*, note 40, p. 13 et 121 ; *supra*, note 83, p. 23 ; *supra*, note 15, p. 30 ; qui soutient qu'un investissement en capital de risque de moins de 5 millions de dollars américains ne peut être rentable eu égard aux frais de vérification diligente et aux frais accaparés par les intermédiaires.

124. *Supra*, note 25, p. 11, p. 39. Ce qui veut dire que 97,6 % des PME n'ont pas fait de demande de capital de risque durant l'année 2000.

du capital de risque formel attribuées à 818 PME à travers le Canada¹²⁵. Bien qu'il s'agisse là, indubitablement, des plus brillants espoirs du pays, qui deviendront assurément les grandes sociétés de demain, force est de constater que le nombre de transactions demeure limité.

Cette situation fait dire à plusieurs que bien que le capital de risque s'adresse davantage aux nouvelles entreprises dans le domaine du savoir et de la haute technologie qu'aux sociétés plus traditionnelles aux actifs plus apparents¹²⁶, il n'en demeure pas moins qu'il y a un manque de capital de risque au Canada et que les sommes disponibles à cet effet doivent être considérablement augmentées¹²⁷. D'autant plus que le capital de risque sert de tremplin menant à l'appel public à l'épargne. Or le PAPE constitue une étape permettant aux entrepreneurs d'effectuer un dégorgement et ainsi profiter du passage au statut de société publique pour se départir de leurs actions, après la période statutaire d'entiercement, et ainsi réaliser un profit sur l'investissement initial. Ce processus appelé « exit » en anglais est un incitatif économique important pour l'entrepreneur qui lui permet de matérialiser son investissement. De plus, ce processus est le reflet d'une économie dynamique qui crée de nouvelles entreprises, contribuant ainsi à la richesse collective.

3. L'écart de financement (*Financing Gap*)

Il est bien établi que les PME ont des difficultés importantes de financement. Ce phénomène, qui a été qualifié de « Financing Gap »¹²⁸, représente en quelque sorte un fossé financier entre les détenteurs de capitaux et ceux qui en cherchent, en l'espèce les PME. On a défini ce phénomène comme étant la troublante rareté de financement par

125. *Id.*, p. 39 *in fine*, p. 43.

126. *Supra*, note 15, p. 30, 32-33.

127. *Id.*, p. 29, 31-32 ; Voir aussi, « Risk Capital in Canada : Breaking Down Barriers, Increasing Access », Proceedings at Symposium, Sponsored by Department of Finance Canada and TSX Venture Exchange, Vancouver British Columbia, 7 novembre 2002, p. 18, Disponible en ligne : www.tsx.com/en/tradingServices/docs/3575RiskCapitalInCanada-ProceedingsAtSymposium.pdf.

128. *Supra*, note 82, p. 32. Où en 1996, l'on évoquait ce problème en s'appuyant sur les travaux du professeur Macintosh ainsi que sur ceux de la commission Berger.

équité disponible dans le bas de l'échelle, donc pour les transactions se situant généralement entre 50 000 à un million de dollars¹²⁹.

Plusieurs ont émis l'hypothèse que le fossé financier n'est pas tellement une question de disponibilité de fonds, mais plutôt une difficulté d'appareiller le bon projet avec le pourvoyeur de fonds approprié¹³⁰.

Que le problème du sous-financement causé par le fossé financier réside du côté de l'offre ou dans le jumelage de l'offre et de la demande, la plupart affirme sans ambages qu'un tel fossé est bel et bien présent au Canada¹³¹.

Ce problème de sous-financement est particulièrement apparent pour les entrepreneurs dans les sociétés au stade de la précommercialisation, ou au tout premier stade de croissance¹³².

Cette situation existe de façon marquée chez les entreprises qui évoluent dans le domaine du savoir, car ces entreprises ont les défauts occasionnés par leurs qualités. Elles sont jeunes, elles ont d'excellentes idées, peu d'actifs et des besoins de fonds importants pour financer leur développement technologique. Elles sont donc sujettes à un sous-financement chronique¹³³. À cet égard, il est acquis que le financement par actions est beaucoup mieux adapté à l'industrie du savoir que ne l'est le financement par dette classique¹³⁴.

Néanmoins, le chemin de l'accès au capital pour les PME est parsemé d'embûches, surtout pour les plus jeunes d'entre elles qui n'ont pas un historique financier développé. Ces sociétés constateront que le marché de la dette, notamment les banques, est plutôt frileux et peu enclin à leur consentir un prêt. Le marché de l'équité, soit privé ou institutionnel, bien que mieux adapté à leur condition serait aussi généralement réticent

129. *Ibid.*, p. 32 ; Small Business Quarterly, « Recent Developments », décembre 2000, vol. 2, n° 2, p. 1 ; Disponible en ligne : www.strategis.ic.gc.ca/SSG/rd00704e.html. Voir aussi : *supra*, note 18, p. 33-34.

130. Industry Canada, « Turning Learning into Action », Report on the Industry Canada, « Bridging the Investment Gap Conference », 13-14 juin, Montréal, Canada, p. 7. Disponible en ligne : <http://Strategis.ic.gc.ca/SSG/cw01100e.html>. Voir aussi *supra*, note 15, p. 24, voir aussi *supra*, note 83, p. 10. Pour une discussion sur ce sujet voir aussi, *supra*, note 40, p. 11.

131. *Supra*, note 15, p. 23, 26 ; *supra*, note 68, p. 37.

132. *Supra*, note 18, p. 6, 34-35 ; *supra*, note 127, p. 18 ; *supra*, note 15, p. 24 ; *supra*, note 102, p. 8.

133. *Supra*, note 84, p. 24, 15 ; *supra*, note 18, p. 8, où l'on mentionne la difficulté pour ses entreprises d'obtenir un financement initial d'entre 25 000 \$ et 250 000 \$. Voir aussi, Denis Arcand, « Le sous-financement menace le Québec biotech », *La Presse*, 24 avril 2002, p. D12.

134. *Supra*, note 15, p. 24.

à investir les sommes requises en quantité suffisante. De sorte que les PME généralement, mais plus particulièrement celles évoluant dans l'industrie du savoir, sont maintenues dans une position de financement suboptimale¹³⁵.

Compte tenu de cette situation insatisfaisante non seulement pour les PME elles-mêmes mais aussi pour la société canadienne en général, au niveau macro-économique, considérant l'importance de ces sociétés comme instrument générateur de richesse¹³⁶, il importe de se demander si les PME n'auraient pas avantage à tenter leur chance du côté du marché des capitaux publics. En somme, il convient de se demander si, compte tenu des limites évidentes du marché de la dette ainsi que celui du capital de risque¹³⁷, le financement par le biais de la bourse n'est pas une solution de rechange valable.

Cette question est d'autant plus critique qu'en matière de développement économique au pays, il n'est pas absolument essentiel que toutes les PME qui cherchent du capital puissent en obtenir. Cependant, il est primordial, en matière de politique économique, que les sociétés méritoires dans les industries de pointe puissent obtenir le financement nécessaire pour assurer leur croissance¹³⁸. Nous tenterons donc au prochain chapitre d'évaluer l'option du financement en bourse.

135. *Supra*, note 68, p. 36 ; *supra*, note 17, p. 3, 4 ; *supra*, note 15, p. 12.

136. *Supra*, note 83, p. 7.

137. *Id*

138. *Supra*, note 40, p. 11 ; *supra*, note 83, p. 16.

CHAPITRE 2

LÉGISLATION SUR LES VALEURS MOBILIÈRES

1. Buts de la législation sur les valeurs mobilières

La législation en matière de valeurs mobilières est entrée dans l'ère moderne en 1965 avec la publication du rapport Kimber¹. Ce rapport constitue la base de la réglementation actuelle². Les deux objectifs principaux de la législation telle qu'elle est identifiée par ce document sont la protection de l'investisseur ainsi que l'allocation optimale des ressources financières³ ou autrement dit l'efficacité du marché des capitaux.

Près de trente ans plus tard, la Cour suprême du Canada a eu l'occasion de réaffirmer ces principes dans l'affaire Pezim⁴. La cour a statué que le but premier de la loi est de protéger l'investisseur, et deuxièmement de veiller à l'efficacité des marchés ainsi que de promouvoir la confiance du public dans les marchés financiers⁵.

1.1 La protection des investisseurs

Il ne s'agit pas ici de protéger l'investisseur contre tous les risques liés à l'achat de titres sur les marchés financiers. Il s'agit plutôt de s'assurer que les sociétés émettrices soient contraintes de divulguer suffisamment d'informations sur leurs activités ainsi que sur le

1. D. Johnston, K. D. Rockwell, *Canadian Securities Regulation*, Second Edition, Toronto, Butterworths, 1998, p. 2.

2. M. R. Gillen, *Securities Regulation in Canada*, Second Edition, Toronto, Carswell, 1998, p. 79.

3. *Id.*

4. Pezim v. British Columbia, 1994, 2, R.C.S. 557.

5. *Ibid.*, p. 594-595.

titres, et d'autre part s'assurer que des initiés ne prennent pas avantage de leur situation pour transiger sur la base d'information non encore connue du public¹³.

Afin de veiller à l'intégrité des marchés financiers et au respect des principes ci-haut mentionnés, le législateur a chargé l'Autorité des marchés financiers (AMF) d'administrer la loi. À cet égard, l'on notera que cet organisme a comme mission de :

- 1) favoriser le bon fonctionnement du marché ;
- 2) assurer la protection des investisseurs contre les pratiques déloyales et frauduleuses ;
- 3) réglementer la divulgation de l'information provenant des émetteurs sur leurs activités et sur leurs titres ;
- 4) encadrer l'activité des professionnels du marché des valeurs mobilières et des associations et regroupements chargés d'assurer le fonctionnement du marché¹⁴.

2. Le premier appel public à l'épargne

2.1 Cadre réglementaire et technique de l'appel public à l'épargne

2.1.1 Le régime général

Les dispositions légales pertinentes sont, au Québec, contenues dans la Loi sur les valeurs mobilières (« LVMQ »), le Règlement (« RVMQ »), ainsi que l'Instruction générale Q-28.

D'entrée de jeu, la Loi mentionne que toute personne qui entend procéder au placement de valeurs mobilières est tenue d'établir un prospectus soumis au visa de l'Autorité des marchés financiers¹⁵. Notons que la définition de placement est extrêmement large et comprend notamment le fait pour un émetteur de rechercher ou de trouver des souscripteurs ou des acquéreurs de ses titres¹⁶. Mais de façon générale, on peut dire que le placement se produit lorsqu'un émetteur désire vendre ses titres en faisant appel au public afin d'obtenir du capital. Or, la loi exige que cette activité de placement, qui peut être effectué à l'aide d'un preneur qui souscrit l'émission, en pratique une maison de cour-

13. *Supra*, note 1, p. 101.

14. Art. 276 LVMQ ; *supra*, note 1, p. 42-43.

15. Art. 11 LVMQ.

16. Art. 5 LVMQ, voir la définition de « placement ».

tage, soit faite au moyen d'un prospectus. Le contenu de ce dernier ainsi que sa forme sont réglementés de façon détaillée par la législation ci-haut mentionnée¹⁷.

Il en va de même du prospectus provisoire qui constitue le premier pas permettant d'accéder au placement. En effet, le prospectus provisoire est soumis à l'AMF avant le prospectus proprement dit¹⁸. Il contient les informations qui seront données dans la version définitive du prospectus, sauf celles dont l'omission est permise par règlement. Sur réception du prospectus provisoire l'autorité accorde son visa¹⁹.

Une des propriétés importantes de ce type de prospectus, dès qu'il est visé, et ce jusqu'à l'obtention du visa sur le prospectus dans sa version définitive, est de permettre sa transmission à toute personne intéressée²⁰. Mais plus encore, il est permis de solliciter des souscripteurs ou des acquéreurs éventuels de ses titres, étant entendu qu'il est formellement interdit d'accepter un engagement ferme de leur part durant cette période²¹. Cela permet au courtier qui agit pour l'émetteur, en sollicitant des acheteurs, de leur fournir sur demande une copie du prospectus provisoire²², facilitant ainsi la mise en marché des titres concernés²³.

Durant toute cette période, il est interdit de faire de la sollicitation sur la base d'autres informations que celles présentées dans le prospectus provisoire²⁴. Si un autre document de type promotionnel, non interdit par règlement, est utilisé pour fin de sollicitation, il doit scrupuleusement refléter l'information utilisée dans le prospectus provisoire, sans la déformer par l'ajout ou la soustraction de déclarations susceptibles d'induire en erreur²⁵.

17. Art. 13 LVMQ Voir aussi *inter alia*, Instruction Générale Q-28, « Exigences Relatives aux Prospectus », Annexe 1, « Information à fournir dans le prospectus ».

18. J. M. Huot, « Premier appel public à l'épargne – l'entrée aux marchés publics », *Développements récents sur les valeurs mobilières*, Sherbrooke, Éditions Yvon Blais, 2002, p. 12.

19. Art. 20 *in fine* LVMQ.

20. Art. 21, al.1 LVMQ.

21. Art. 21, al.3 LVMQ.

22. Art. 23 LVMQ.

23. S. Rousseau, « The Future of Capital Formation for Small and Medium – Sized Enterprises : Rethinking Initial Public Offering Regulation after the Restructuration of Canadian Stock Exchanges », *Revue juridique Thémis*, n° 34, 2000, p. 671.

24. Art. 22, al.2 LVMQ.

25. *Id.*

Après l'envoi de commentaires provenant de l'Autorité des marchés financiers quant aux modifications souhaitées au prospectus provisoire, et à la suite de l'inclusion des correctifs désirés, l'émetteur doit déposer son prospectus en sa forme définitive auprès des autorités compétentes²⁶.

Quant au prospectus, il s'obtient par une demande de visa qui se fait par le dépôt du prospectus provisoire, accompagné des documents requis par règlement²⁷. L'information contenue dans le prospectus est aussi prévue par règlement²⁸. Notons à cet égard que l'AMF peut exiger la présentation d'éléments non prévus dans le règlement lorsqu'elle estime que la forme d'investissement proposée le requiert²⁹.

Le but du prospectus est de fournir à l'investisseur potentiel de l'information sur tous les faits importants susceptibles d'affecter la valeur ou le cours du titre d'un émetteur donné, afin qu'il soit en mesure de prendre une décision éclairée en matière de placement³⁰.

À cet égard, il est interdit de donner quelque information sur un fait important qui soit fausse ou trompeuse et donc susceptible d'influer sur le cours des titres faisant l'objet du placement³¹. À ce sujet, la législation considère qu'un fait est important s'il est vraisemblable que son omission ou son exactitude aurait comme conséquence d'influencer ou de modifier une décision d'investissement concernant les titres de l'émetteur³². Notons que cette dernière obligation s'applique tant au prospectus provisoire qu'au prospectus³³.

Dans le but de fournir à l'investisseur de l'information accessible, le législateur impose à l'émetteur l'obligation de s'assurer que l'information fournie soit compréhensible et soit présentée dans un format facile à lire³⁴. Elle doit de plus respecter les principes de

26. *Supra*, note 18, p. 13.

27. Art. 15 RVMQ.

28. Art. 16 RVMQ.

29. Art. 7 RVMQ.

30. Art. 13 LVMQ. Voir aussi, Instruction Générale Q-28, « Exigences générales relatives aux prospectus », Annexe 1, « Information à fournir dans le prospectus », Instructions n° 1 ; H. Bertosi, « Preparing Your Company For A Future Public Offering », dans « Financing For Emerging Companies », *Insight Press*, mars 1994, p. 3.

31. *Id.*

32. Instruction Générale Q-28, *supra*, note 30, al. 3.

33. *Id.*, al. 4.

34. *Id.*, al. 5. Voir aussi, « Instruction Complémentaires Q-28 », « Exigences générales relatives aux prospectus », Partie I, Art. 1.2, qui s'intitule « Style du Prospectus ».

rédaction en langage clair et simple. À cet égard, si des termes techniques sont employés, il faut veiller à en donner une explication claire et concise³⁵.

Sans entrer dans les détails des exigences de la Loi en matière de contenu du prospectus, mentionnons que ce dernier devra contenir des informations complètes sur, ainsi que, la production d'états financiers³⁶. La direction de l'émetteur devra de plus faire une analyse de la situation financière de la société³⁷. Le prospectus contiendra par ailleurs une énumération des facteurs de risques associés à un investissement dans les titres visés par le placement³⁸. Lorsque l'AMF se déclare satisfaite du prospectus définitif elle y appose son visa³⁹.

Dès lors, le prospectus devient l'outil principal pour effectuer un placement⁴⁰. Le courtier peut donc recevoir une demande d'achat d'un investisseur, à qui il doit faire parvenir une copie du prospectus au plus tard le deuxième jour ouvrable après la souscription ou l'achat⁴¹. Dès ce moment, le souscripteur dispose d'un droit de résolution qui lui permet d'annuler le contrat unilatéralement dans la mesure où il fait parvenir au courtier un avis à cet effet dans les 48 heures de la réception du prospectus⁴².

Notons par ailleurs que la loi prévoit des sanctions de nature civile qui comprennent outre des dommages et intérêts, la nullité du contrat ou la révision du prix lorsqu'une opération a été effectuée sans prospectus⁴³, ou avec un prospectus contenant des informations fausses ou inexactes⁴⁴. Cela en sus des recours de nature pénale⁴⁵ et administrative⁴⁶.

35. *Id.*

36. Instruction Générale Q-28, « Exigences générales relatives au prospectus », Art 4.1 à 4.11, et 10.1.

37. Instruction Générale Q-28, « Exigences générales relatives au prospectus », Annexe 1, « Information à fournir dans le prospectus », Art. 8.5.

38. *Id.*, Art. 1.8.

39. Art. 14 LVMQ, al.1. Notons que la loi accorde à l'autorité réglementaire une certaine discrétion pour refuser d'apposer son visa si elle l'estime nécessaire pour l'une des raisons évoquées à l'article 15 LVMQ.

40. Art. 16 LVMQ.

41. Art. 29 LVMQ.

42. Art. 30 LVMQ.

43. Art. 214 LVMQ.

44. Art. 217 LVMQ.

45. Art. 202 et ss. LVMQ.

46. Art. 271 et ss. LVMQ.

2.1.2 Le régime particulier (PME)

Par dérogation au principe général voulant que toute personne désirant effectuer un placement de valeurs mobilières soit tenue d'établir un prospectus, la loi crée un régime de dispense qui prévoit plusieurs exceptions. L'analyse de toutes ces exceptions dépasse largement le cadre de notre étude, de sorte que nous nous attarderons à celles qui concernent plus particulièrement les PME.

2.1.2.1 Les Capitaux de lancement

Le législateur permet à un émetteur non assujéti d'effectuer le placement de ses titres sans produire de prospectus lorsqu'il remplit certaines exigences statutaires⁴⁷. Notamment, on requiert que le placement se fasse sans publicité, auprès d'au plus 25 souscripteurs et que chaque opération soit constatée à l'aide d'un contrat qui contienne les dispositions prévues au règlement⁴⁸. Plus particulièrement, on exige que le souscripteur reconnaisse agir pour son compte et qu'il soit en mesure d'apprécier l'investissement proposé en raison de son expérience financière ou de conseils reçus par une personne inscrite autre que le promoteur. On requiert de plus que l'acheteur connaisse les buts et objectifs de l'émetteur et qu'il soit informé de la nature de son activité. Il doit avoir été informé de l'utilisation projetée dudit placement. De plus, il doit affirmer être en mesure d'apprécier les caractéristiques importantes du titre de l'émetteur notamment quant à son caractère spéculatif et du fait que ces titres ne pourront être revendus qu'en conformité des prescriptions de la loi⁴⁹. La notice aura été transmise aux éventuels souscripteurs, qui en auront pris connaissance avant que l'émetteur accepte un engagement ferme de leur part⁵⁰.

Quant au promoteur, sauf s'il est un courtier, il ne doit pas avoir participé à un placement sous le régime de la présente dispense durant la dernière année⁵¹. Quant à l'émetteur, il ne doit jamais s'être prévalu de cette dispense⁵².

47. Art. 47 LVMQ.

48. Art. 47 al.1, 3, 5 LVMQ.

49. Art. 103 RVMQ.

50. *Id.*

51. Art. 47. al.6 LVMQ.

52. Art. 47 al.7 LVMQ.

Lorsque ces conditions sont réunies, que l'autorité reçoit une notice d'offre conforme à ces exigences réglementaires, elle donne son accord à l'application de la dispense⁵³.

2.1.2.2 Capitaux : petite entreprise

L'émetteur qui a déjà procédé au placement de titres, en vertu des dispositions que nous avons examinées ci-haut (capitaux de lancement), peut se prévaloir d'un nouveau régime de dispense, pour une première fois, après un délai de 12 mois après le dernier placement⁵⁴. Par la suite, il peut se prévaloir de nouveau de ce régime de dispense après un délai de 12 mois depuis la fin du dernier placement⁵⁵.

Notons que les conditions d'application de cette nouvelle dispense ressemblent à peu de chose près à celles énumérées dans la dernière rubrique concernant les capitaux de lancement⁵⁶. Ainsi l'émetteur établit une notice d'offre soumise à l'examen de l'autorité des marchés financiers⁵⁷.

La dispense ne s'applique que lorsque l'AMF a donné son accord après avoir reçu la notice d'offre qui contient l'information prévue à l'annexe VI du règlement⁵⁸. Notons que l'information requise pour cette dispense est beaucoup plus complète et exhaustive que celle demandée pour la notice d'offre concernant les capitaux de lancement.

L'émetteur ou le courtier doit transmettre la notice aux personnes visées par le placement avant d'accepter un engagement de leur part⁵⁹. Cette notice doit contenir des états financiers et le rapport d'un vérificateur tel que prévu au règlement⁶⁰. Fait à souligner, le montant des titres placés ne doit pas excéder trois millions de dollars⁶¹.

53. Art. 47 LVMQ.

54. Art. 66 RVMQ.

55. *Id.*

56. Art. 67 RVMQ.

57. Art. 68 RVMQ.

58. Art. 70 RVMQ.

59. Art. 70.1RVMQ.

60. Art. 70.3 RVMQ.

61. Art. 70.2 RVMQ.

2.1.2.3 Placements de valeurs refuges

Notons brièvement que le législateur dispense un émetteur de l'obligation d'établir un prospectus lorsqu'il place une valeur dite de refuge, c'est-à-dire donnant droit à un avantage fiscal. Le placement doit se faire auprès d'au plus 50 souscripteurs. Quant aux autres conditions elles sont essentiellement les mêmes que celles prévues pour la dispense de lancement de capitaux⁶². Cependant lorsque la dispense de placement de valeurs refuges est utilisée, l'émetteur est forcé de se prévaloir de la dispense de lancement de capitaux⁶³.

2.1.2.4 Dispense de 150 000 \$

Une des demandes de dispense les plus populaires est nul doute celle qui permet d'être exempté de la production d'un prospectus lorsque l'émetteur fait un placement sans publicité, que la souscription correspondante soit pour un montant d'au moins 150 000 \$ par personne et que chaque acheteur agisse pour son compte⁶⁴.

À cet égard, plusieurs personnes, soit des parents, des amis, des connaissances d'entrepreneurs se regroupent pour réunir des sommes de 150 000 \$ et plus. Ces pratiques destinées à amasser du « love money » sont considérées par l'AMF comme étant un appel public à l'épargne illégal dans la mesure où elles ne respectent pas la condition du minimum de 150 000 \$ par personne⁶⁵.

Le personnel de l'autorité des marchés financiers note par ailleurs un usage abusif de ces placements privés qui fait que cette forme de placement est devenue pour certaines sociétés un mode de placement permanent⁶⁶.

62. Art. 48 LVMQ.

63. Art. 48.2 LVMQ.

64. Art. 51 LVMQ.

65. « Placement sans publicité d'au moins 150 000 \$ généralement appelé avis de placement en vertu des articles 46 et 51 de la loi », Avis du personnel de la Commission. Référence : *Bulletin hebdomadaire* : 2000-10-13, vol. XXXI, n° 41, p. 1.

66. *Id.*

2.1.2.5 Le prospectus « allégé »

Dans ce cas de figure, la société, habituellement une PME, est assujettie à l'obligation de produire un prospectus. S'il s'agit d'un petit émetteur au sens de l'Instruction générale Q-28, traitant des exigences générales en matière de prospectus, il bénéficiera d'un allègement quant à la production d'information requise.

La loi considère qu'un petit émetteur est éligible si celui-ci a un actif ou des produits consolidés inférieur à 10 millions de dollars, et si ces capitaux propres et la valeur marchande de ces titres sont inférieurs à ce même montant⁶⁷.

Dans ce cas, ces sociétés sont dispensées d'inclure un rapport du vérificateur dans leurs états financiers⁶⁸. Certaines exigences concernant la production et le contenu des états financiers sont allégées à leur égard⁶⁹. Quant à la nature des renseignements qu'ils incluent dans le prospectus, concernant les membres de la direction, ils font l'objet de dispositions particulières⁷⁰.

2.1.2.6 La dispense de société fermée

Il importe de mentionner qu'une société fermée — soit une société dont les documents constitutifs prévoient des restrictions à la libre cession de ses actions, interdisent l'appel public à l'épargne et limitent le nombre d'actionnaires à 50 — bénéficie d'une dispense⁷¹. En effet la loi considère que, dans la mesure où l'émission projetée n'est pas faite à l'encontre des documents constitutifs et que le placement ne se fait pas par la voie d'un appel public à l'épargne, la société sera dispensée de l'obligation de soumettre un prospectus⁷². Cette disposition est potentiellement utile pour les petites entreprises malgré l'incertitude posée par la définition de la notion d'appel public à l'épargne⁷³.

67. Instruction Générale Q-28, « Exigences relatives au prospectus », définitions « petit émetteur », Art.2.1, 2.7.

68. *Ibid.*, Art 4.11.

69. *Id.* ; voir généralement la partie 4, art. 4.1 à 4.12, Instruction Générale Q-28.

70. *Ibid.*, Art. 16.6 de l'annexe I.

71. Art. 5 LVMQ, voir la définition de « société fermée ».

72. Art. 3 LVMQ, al.2.

73. M. R. Gillen, *Securities Regulation in Canada*, Second Edition, Carswell, 1998, p. 214.

Une fois établie le cadre réglementaire de l'appel public à l'épargne ainsi que les principes qui sous-tendent la législation en matière de valeurs mobilières, une analyse des coûts inhérents à ce genre d'opération s'impose. Puis une évaluation des avantages et des désavantages impliqués nous permettra d'évaluer la pertinence de l'appel public pour les PME.

3. Les coûts du premier appel public à l'épargne

Faire appel au public pour obtenir des fonds est une aventure coûteuse⁷⁴. Il existe essentiellement trois catégories de coûts⁷⁵ que devra payer la future compagnie publique.

3.1 Les coûts directs

Dans cette catégorie sont incluses toutes les sommes déboursées directement par la société. Certains de ces coûts sont encourus à titre préparatoire, soit avant l'offre proprement dite afin de rendre la société plus apte à accéder au statut de compagnie publique⁷⁶. Puis s'ajouteront les coûts inhérents à l'offre elle-même. Il s'agit des coûts encourus pour l'embauche de firmes comptables et de vérificateurs, de conseillers juridiques, de coûts d'imprimerie, d'agents de transfert ainsi que des droits payables aux diverses commissions de valeurs mobilières au pays, ainsi qu'à la (ou les) bourses sur laquelle (lesquelles) se transigeront les titres⁷⁷. Si l'émission se fait dans plusieurs provinces incluant le Québec, il faudra ajouter des frais de traduction qui peuvent être élevés⁷⁸.

La partie la plus importante de ces coûts directs, qui sont par ailleurs fixes, est attribuée aux preneurs, dont la commission est habituellement un pourcentage du produit de l'émission, et représente approximativement les deux tiers des coûts directs totaux⁷⁹.

74. S. Rousseau, « Capital Formation For Small and Medium-Sized Enterprises », 2000, 34 R.J.T.661, p. 668 ; D. Johnston, K. D. Rockwell, *Canadian Securities Regulation*, Second Edition, Toronto, Butterworths, 1998, p. 114.

75. Conference Board of Canada, « Financing Emerging Business : Canada and U.S. Cost Comparisons of Initial Public Offerings (IPO) », 1994, Report 119-94, p. 5 à 7 ; D. Johnston, K. D. Rockwell, *supra*, note 74, 114-115.

76. Pricewaterhouse Coopers, « The Guide to Going Public », 1999, 1, p. 10. Disponible en ligne : www.pwcglobal.com/ ca. Voir aussi *supra*, note 18, p. 14 à 20.

77. *Supra*, note 1, p. 114-115.

78. *Ibid.*, p. 253 ; H. Bertosi, *supra*, note 30, p. 31.

79. *Supra*, note 76, p. 11.

3.2 Les coût indirects

Il s'agit ici de coûts qui ne nécessitent pas nécessairement de déboursés en argent, mais qui représentent néanmoins des dépenses qui peuvent être substantielles et dont on ne peut négliger l'impact lors de l'évaluation globale des investissements requis pour mener à terme un appel public à l'épargne⁸⁰.

Dans cette catégorie, on inclut les démarches nécessaires afin de trouver un preneur désireux de promouvoir et de placer les titres de l'émetteur⁸¹. Le temps que les membres de la haute direction devront consacrer à voyager pour rencontrer les investisseurs potentiels afin de promouvoir le placement⁸². Par la suite, ces dirigeants seront tenus de prendre une partie non négligeable de leur temps pour remplir les devoirs et responsabilités incombant à des administrateurs de société publique. Notamment envers leurs actionnaires, ce qui pourrait avoir des conséquences sur la gestion qui sera plus axée sur le rendement à court terme ainsi que l'octroi de dividendes⁸³.

Dans le même ordre d'idée, la nouvelle société devra publier des informations autrefois confidentielles sur ses activités commerciales, permettant ainsi à ses fournisseurs et concurrents d'en bénéficier⁸⁴.

Comme la société qui aspire au statut de société publique vend habituellement entre 30 % et 40 % de son capital-action⁸⁵, il en résulte inéluctablement une dilution ainsi qu'une diminution au moins temporaire de son pouvoir de réémission⁸⁶.

3.3 Les coûts intangibles (la sous-évaluation du prix des titres)

Il s'agit de coûts de nature indirecte mais plus difficilement définissables dont le plus significatif est la sous-évaluation chronique du prix des actions lors d'un premier appel

80. *Supra*, note 75, p. 6-7.

81. *Id.*

82. *Supra*, note 1, p. 115.

83. *Supra*, note 18, p. 5 ; *supra*, note 72, p. 6.

84. *Supra*, note 74, p. 674-675.

85. J. R. Ritter, « Initial Public Offering », *Contemporary Finance Digest*, vol. 2, n° 1, printemps 1998, p. 5-7.

86. *Supra*, note 1, p. 115.

public⁸⁷. Ce coût se définit comme étant la différence entre le prix auquel sont offerts les titres et le prix de clôture de ces mêmes titres à la fin de la première journée de transaction⁸⁸. Il s'agit d'un coût absorbé par l'émetteur puisqu'il est question « d'argent laissé sur la table », donc de fonds qu'il aurait autrement reçus, n'eût été de la pratique du preneur d'évaluer et de fixer le prix des titres au-dessous de sa réelle valeur au marché⁸⁹. Le phénomène est bien documenté en finance. Les recherches effectuées démontrent qu'il s'agit d'un phénomène international, omniprésent dans tous les pays possédant une bourse⁹⁰. Cette anomalie fait dire à certains auteurs qu'il s'agit là d'une preuve irréfutable de l'inefficacité du marché des premiers appels publics à l'épargne⁹¹.

Plusieurs tentatives d'explications du phénomène existent dans la littérature. La plupart de ces théories ne sont pas mutuellement exclusives⁹². À cet égard, les travaux du professeur Ritter font autorité. La vaste majorité des théories proposées pour analyser la sous-évaluation peuvent être divisées en deux catégories : celles qui assument la présence d'asymétrie informationnelle et celles qui postulent qu'il existe une symétrie de l'information entre les investisseurs eux-mêmes et aussi dans la relation entre l'investisseur et l'émetteur ou son preneur⁹³.

Les tenants de la thèse voulant qu'il existe une disparité d'information entre les investisseurs et les émetteurs se subdivisent entre ceux qui croient que l'avantage informationnel se situe du côté de l'investisseur et ceux qui pensent que cet avantage penche de l'autre côté⁹⁴.

87. *Supra*, note 1, p. 115 ; *supra*, note 9, p. 655 à 659.

88. S. A. Corwin, J. F. Harris, « The Initial Listing Decision of Firms That Go Public », printemps 2001, *Financial Management*, p. 7, 11, Disponible en ligne : www.findarticles.com/cf_0/m4130/1_30/75481855/print.jhtml. Voir aussi *supra*, note 85. Notons que l'expression anglaise la plus largement employée dans la littérature est « underpricing ». Voir aussi J. Ritter, « Money Left on the Table in IPOs », *Working Paper*, University of Florida, 14 janvier 2003, p. 1, disponible en ligne : <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.

89. M. Kooli, J. M. Surret, « How cost-effective are Canadian IPO markets », octobre 2002, *Cirano, Série Scientifique*, p. 6, disponible en ligne : www.cirano.qc.ca.

90. *Supra*, note 85, p. 4, voir aussi *supra*, note 89, p. 7. Voir aussi *supra*, note 74, p. 675-676.

91. J. A. Shayne, L. D. Soderquist, « Inefficiency in the Market for Initial Public Offerings », *Vand. L. Rev.*, 48, 1995, p. 965-966.

92. M. Kooli, J. M. Surret, « The Underpricing of Initial Public Offerings : Further Canadian Evidence », septembre 2001, *Cirano, Série Scientifique*, p. 4, disponible en ligne : www.cirano.qc.ca. Voir aussi, *supra*, note 85, p. 7.

93. J. R. Ritter, I. Welch, « A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations », *Working Paper*, 2002 p. 7, aussi publié dans *Journal of Finance* 57, 2002, p. 1795-1828. Disponible en ligne www.iporesources.org, voir aussi : <http://bear.cba.ufla.edu/ritter>.

94. *Id.*

L'analyse approfondie de ces différentes théories et de leurs implications dépasse évidemment le cadre de notre propos, nous nous contenterons donc d'évoquer les points saillants de ce débat.

Parmi les théories qui ont connu le plus de succès à expliquer la sous-évaluation au cours des dernières années, mentionnons celle du « winner's curse⁹⁵ ». Elle postule qu'il existe une asymétrie informationnelle entre les investisseurs. Les acheteurs potentiels les mieux informés obtiendront les titres de qualité à meilleurs prix que ceux moins bien informés.

Conséquemment, ce dernier segment refusera à l'avenir de souscrire à de nouveaux titres puisqu'ils craindront des résultats inférieurs aux investisseurs détenant une information supérieure. Ce modèle affirme donc que pour intéresser de façon permanente les investisseurs les moins bien informés et donc pour s'assurer de vendre toute l'émission, le preneur sous-évalue le titre pour que l'investisseur le moins bien informé obtienne un rendement suffisant⁹⁶.

Cette théorie fut plus tard raffinée grâce à une étude⁹⁷ démontrant une corrélation entre l'incertitude concernant le prix d'un nouveau titre, une fois qu'il a commencé à se transiger, et la sous-évaluation de ce même titre. De sorte que plus l'incertitude est grande, plus l'asymétrie est exacerbée et plus l'investisseur non informé risque de se retrouver avec des titres de moins bonne qualité et plus il exigera d'être compensé par le biais de la sous-évaluation pour qu'il accepte d'investir⁹⁸.

Le prochain pas fut franchi lorsque des études ont démontré que plusieurs facteurs, notamment le choix du preneur, ont une influence considérable sur la sous-évaluation des titres. En effet, des travaux effectués aux États-Unis montrent que, *ceteris paribus*, les placeurs prestigieux sont ceux qui sous-évaluent le plus le prix des titres⁹⁹.

95. *Supra*, note 74, p. 678.

96. *Id.* ; *supra*, note 93, p. 8 ; *supra*, note 96, p. 8.

97. R. P. Beatty, J. R. Ritter, « Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings », *J. Fin. Econ.*, 15, 1986, p. 216.

98. *Supra*, note 74, p. 679.

99. T. Loughran, J. Ritter, « Why has IPO Underpricing Changed Over Time ? », *Working Paper*, University of Florida, 16 janvier 2003, p. 25. Disponible en ligne : <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>. Voir aussi R. P. Beatty, I. Welch, « Issuers Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings », *J. Law & Econ.*, 39, 1996, p. 588-589.

Cela étant, il est légitime de se demander sur quel critère se base l'émetteur pour choisir le preneur, et surtout pourquoi il accepte de choisir un preneur qui volontairement laisse de l'argent sur la table et le prive donc de revenus additionnels lors de l'émission.

Les émetteurs choisissent un preneur pour essentiellement deux raisons. La première étant l'expérience de ce dernier, surtout dans l'industrie concernée¹⁰⁰. Deuxièmement, le prestige du placeur, incluant la capacité pour ses analystes de suivre l'émetteur et de produire des rapports positifs sur ses titres créant ainsi une demande accrue dans le marché secondaire, est un facteur déterminant¹⁰¹.

Or plus les émetteurs apprécient ces avantages, il va sans dire importants, plus ils sont prêts à payer, souvent par voie de sous-évaluation des titres¹⁰². D'autant plus que cette façon de procéder ne paraît pas au bilan de la société¹⁰³.

Finalement, les émetteurs et plus particulièrement les fondateurs acceptent d'autant plus cette situation qu'ils en profitent. Un exemple extrême permet d'illustrer notre propos. Au moment de son premier appel public, un cofondateur de la société Netscape, James Clark, possédait 9,34 millions d'actions de la société que, au moment du dépôt du prospectus préliminaire, l'on estimait pouvoir offrir entre 12-14 \$ l'action, pour une valeur de 121 millions de dollars.

À la clôture de la première journée de transaction, ses actions ont augmenté de 350 % pour s'établir à une valeur de 544 millions de dollars. De sorte qu'il a appris d'une part qu'une somme énorme a été laissée sur la table à la suite de la sous-évaluation, mais que d'autre part la valeur de ses titres a augmenté de plus de 420 millions de dollars après la fin de la première journée. Il y a fort à parier que peu d'émetteurs seraient offusqués d'une telle situation¹⁰⁴. Tous ces éléments expliquent en partie pourquoi les émetteurs acceptent d'engager des preneurs de prestige qui ont la réputation de laisser

100. *Supra*, note 85, p. 7-8.

101. W. K. Sjostrom Jr., « Going Public Through an Internet Direct Public Offering: A Sensible Alternative for Small Companies ? », 2001, 53 *Fla. L. Rev.* 529, p. 534 ; *supra*, note 100.

102. *Supra*, note 99, p. 7.

103. T. Loughran, J. R. Ritters, « Why don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPO's », *Working Paper*, University of Florida, octobre 2000, p. 11. Disponible en ligne : <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.

104. *Ibid.* p. 2.

de l'argent sur la table. En somme, l'intérêt personnel des fondateurs pourrait être un incitatif puissant à tolérer une situation moins avantageuse pour la société¹⁰⁵.

Cependant, toutes les théories basées sur l'asymétrie sont dépendantes de la prémisse qui veut que lorsque l'asymétrie approche zéro, la sous-évaluation disparaît complètement. Les études empiriques ont déterminé la fausseté de ce raisonnement¹⁰⁶.

De sorte que les nouvelles recherches s'orientent de plus en plus vers les problèmes d'agences entre les émetteurs et les preneurs pour expliquer la sous-évaluation constante des titres¹⁰⁷. Ces derniers, grâce à leur pouvoir discrétionnaire d'accorder des titres de sur-allocation à des clients favoris, ou aux proches d'émetteurs ou aux émetteurs eux-mêmes, technique connue sous le vocable de « spinning », contribueraient à maintenir des conflits d'intérêts dans le marché des appels publics à l'épargne. Cette situation semble être en voie d'être corrigée tel qu'en fait foi la récente entente signée entre le Procureur de l'État de New York, Elliot Spitzer, et les grandes firmes de courtage visant à mettre fin à ces pratiques douteuses¹⁰⁸.

Après avoir sommairement établi le cadre conceptuel des coûts impliqués dans un premier appel public, nous tenterons de chiffrer l'importance des trois catégories de coûts mentionnées ci-haut.

3.3.1 Estimation des coûts directs

Ces coûts, qui représentent un déboursé en argent, sont attribuables en grande partie, soit entre plus de la moitié¹⁰⁹ et les deux tiers¹¹⁰ à titre de commission des preneurs,

105. *Supra*, note 99, p. 5.

106. *Supra*, note 93, p. 10.

107. Notons cependant qu'il s'agit là d'une thèse controversée. En effet, certaines études ont démontré que même lorsque des courtiers effectuent eux-mêmes leurs propres émissions, il existe néanmoins une sous-évaluation initiale. De sorte que le problème d'agence ne peut à lui seul expliquer la sous-évaluation. Voir *inter alia* : D. P. Baron, « A Model of the Demand for Investment Bank Advising and Distribution of New Issues », 1982, 37 *J. Fin.* 955, Voir aussi C. Muscarella et M. Vetsuypens, « A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing », *J. Fin. Econ.*, 24, 1989, 125.

108. La copie de cette entente signée le 20 décembre 2002 et intitulée « Global Settlement », est disponible en ligne : www.sec.gov, pour une application particulière de cette entente contre une firme prestigieuse Salomon Smith Barney, voir : <http://sec.gov/litigation/litreleases/lr18111.htm>. Pour une analyse de cette pratique, voir *supra*, note 99, p. 30 à 32.

109. *Supra*, note 74, p. 681.

110. *Supra*, note 76, p. 11.

appelés « spread » en anglais. Il s'agit du coût direct le plus important à être assumé par l'émetteur¹¹¹. Ce sont des coûts fixes qui sont déboursés, peu importe l'importance ou la valeur de l'émission¹¹². De sorte que les émissions plus modestes coûtent proportionnellement plus cher aux émetteurs de petites tailles et rend le processus hors de portée de plusieurs PME¹¹³.

Aux États-Unis, une étude importante sur le sujet — qui examine les coûts directs attribuables aux preneurs et dont l'échantillon est de plus de 3200 premiers appels publics durant une période de plus de trois ans (1985-1998) — conclut que la commission moyenne représente exactement 7 % de l'émission¹¹⁴. Cette étude fut confirmée par de nombreux autres travaux de recherche subséquents¹¹⁵ qui ont conclu que ce taux est resté pratiquement inchangé depuis près de quinze ans.

Qu'en est-il au Canada ? On estime que la commission du preneur varie entre 5 % de la valeur totale pour émissions les plus importantes et 10 % pour les émissions les plus petites¹¹⁶. Récemment, on a évalué, plus précisément, la part du preneur pour les émissions à une moyenne de 6,8 % pour la période de 1997-1999¹¹⁷. Cette part décroît de 8,1 % pour les émissions les plus modestes (moins d'un million en dollars américains) à 5,5 % pour les grandes émissions de plus de 100 millions de dollars¹¹⁸.

Quant aux autres coûts directs, frais d'avocats, de comptable etc., on les évalue à 7,8 % pour les émissions modestes et à 1,7 % pour les émissions importantes de plus de

111. *Supra*, note 89, p. 12.

112. C. S. Bradford, « Securities Regulation and Small Business: Rule 504 and the Case for an Unconditional Exemption », 2001, 5 *J. Small & Emerging Bus. L.* 1, p. 24.

113. *Ibid.*, p. 4; *supra*, note 89, p. 11.

114. H. C. Chen, J. R. Ritter, « The Seven Percent Solution », *Working Paper*, University of Florida, 1999 p. 4. Disponible en ligne : <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>, publié aussi dans le *Journal of Finance*, juin 1999. Le texte mentionne que plus de 90 % des émetteurs ont versé 7 % de la valeur de l'émission à titre de commission aux preneurs. Ce résultat s'applique aux émissions d'entre 20 millions et 80 millions de dollars. Pour les plus petites, la proportion augmente. Voir aussi du même auteur « Some Facts about the 2002 IPO Market », *Working Paper*, University of Florida, janvier 2003, p. 9. Disponible en ligne : <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.

115. A. Rueda, « The Hot IPO Phenomenon and The Great Internet Bust », *Fordham J. Corp. & Financial L.*, n° 7, 2001, p. 31 à 34. L'article évoque la possibilité de coûts moyens atteignant 8 %. Voir au même effet *inter alia*, *supra*, note 89, p. 13, voir aussi R. P. Beatty, I. Welch, « Issuers Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings », *J. Law & Econ.*, 39, 1996, p. 561; *supra*, note 101, p. 535.

116. *Supra*, note 74, p. 681; *supra*, note 76, p. 11.

117. *Supra*, note 89, p. 12.

118. *Id.*

100 millions de dollars¹¹⁹. Ce qui fait des coûts directs totaux de 15,9 % pour les petites émissions et 7,2 % pour les plus grandes, avec une moyenne totale 11,7 %¹²⁰.

3.3.2 Estimation des coûts indirects

Bien qu'ils soient plus difficiles à quantifier, les coûts indirects, qui représentent en grande partie des coûts d'opportunité¹²¹ soit le temps que les membres de la haute direction doivent consacrer à la préparation au statut de société publique au lieu des affaires quotidiennes de la compagnie, certaines estimations existent.

Aux États-Unis, une étude récente, faite sous l'égide de la Securities and Exchange Commission, évalue que les membres de la haute direction doivent consacrer un minimum de huit semaines afin d'assurer la transition au statut de société publique¹²². Au Canada, une étude évalue ce temps moyen à vingt semaines¹²³.

Quant au pourcentage du total que représentent les coûts indirects, mentionnons que deux études récentes¹²⁴ les estiment à approximativement 8 % pour les émissions de moins de un million de dollars (américains). Quant aux émissions entre 100 et 200 millions (américains) l'une l'évalue à près de 1 %¹²⁵, tandis que l'autre étude va jusqu'à approximativement 5 %¹²⁶ du total.

3.3.3 Estimation des coûts intangibles (sous-évaluation)

L'ensemble des études américaines sur le phénomène de la sous-évaluation lors des premières émissions présente un portrait relativement homogène de la situation. L'étude la plus crédible effectuée par le professeur Ritter, qui a analysé un échantillon de plus

119. *Id.*

120. *Id.*; J. A. Rosenbloom, « Direct Public Offerings on the Internet: A Viable Means of Obtaining Capital ? », 2000 *Comp. L. Rev. & Tech. J.*, 85, p. 86; *supra*, note 85, p. 22.

121. *Supra*, note 74, p. 673.

122. *Supra*, note 109, p. 25 : soit 25 % des 1267 heures requises par le personnel tant interne qu'externe.

123. M. Andrews, « Initial Public Offerings – The Experience of Eight Canadian Growth Companies », Ottawa, Conference Board of Canada, 1995, p. 9-10.

124. *Supra*, note 85, p. 27 à 30, pour la deuxième étude voir *supra*, note 74, p. 673.

125. *Supra*, note 74, p. 673.

126. *Supra*, note 85, p. 27 à 30.

de 13 000 premiers appels publics de 1960 à 1996, conclut à une sous-évaluation moyenne de 15,8 %¹²⁷. Cette étude a trouvé écho dans de nombreuses études postérieures¹²⁸.

Concernant la situation canadienne, mentionnons qu'elle fait généralement état d'un pourcentage de sous-évaluation considérablement moindre qu'aux États-Unis. En particulier, les travaux de l'auteur Jog, qui a analysé le phénomène sur une période de plus de vingt ans (1971-1992), concluent que le taux de sous-évaluation, qui est en baisse constante depuis les années 1970, se situerait en moyenne à 5,4 %¹²⁹, alors qu'il était de 7,89 % pour la période de 1984 à 1992¹³⁰. Ces résultats indiquent que la sous-évaluation au Canada figure parmi les taux les plus bas du monde¹³¹.

L'analyse de ces chiffres doit cependant être empreinte de prudence puisque deux facteurs importants masquent la réalité. D'abord, la plupart de ces données sont issues d'émissions effectuées à la Bourse de Toronto, qui compte les sociétés les plus importantes au Canada, les plus petites sociétés y étant en minorité¹³².

Deuxièmement, la sous-évaluation se retrouve de façon disproportionnée chez les PME¹³³ et les jeunes sociétés¹³⁴. En effet, un auteur rapporte que plus la sous-évaluation décroît plus l'émission est importante, les petites émissions pourraient être sous-évaluées jusqu'à cinq fois plus que les plus grandes¹³⁵. De sorte que certains affirment que la sous-évaluation est essentiellement un problème de petites émissions¹³⁶. Dans ce contexte, il n'est pas étonnant de constater que les grandes maisons de courtage sont preneuses dans 82 % des cas lorsqu'il s'agit de larges émissions et qu'elles ne sont présentes que dans 14 % des situations où l'on retrouve de petites émissions¹³⁷.

127. *Supra*, note 85, voir les tableaux 1 et 2, aux p. 8 à 10.

128. Voir *inter alia* : T. Houge, X. Yan, « Divergence of Opinion, Uncertainty, and the quality of Initial Public Offerings », Winter 2001, *Financial Management*, p. 6. Disponible en ligne : www.findarticles.com/cf_0/m4130/4_30/82273330/print.jhtml. Voir aussi, *supra*, note 92, p. 2. Voir cependant R. Beatty, I. Welch, « Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings », 1996, 39 *J. Law & Econ.*, 545, p. 557 où les auteurs évoquent une sous-évaluation de près de 12 %.

129. *Supra*, note 85, voir tableau 1, p. 9-10 ; *supra*, note 92, p. 3.

130. *Supra*, note 92, p. 11.

131. *Supra*, note 129.

132. *Supra*, note 92, p. 3 ; *supra*, note 79, p. 567.

133. R. P. Beatty, « Issuers Expense and Legal Liability in Initial Public Offerings », 1996, 39 *J. Law & Econ.* 545, p. 583-584, 588.

134. *Supra*, voir note 99, p. 19.

135. *Supra*, note 74, p. 677.

136. *Supra*, note 92, p. 4, 13.

137. *Supra*, note 128, p. 8 ; *supra*, note 113, p. 7.

L'analyse de ces différents coûts nous permet maintenant de brosser un portrait plus juste des coûts totaux d'un appel public à l'épargne.

Chez nos voisins du Sud, l'on estime que pour une petite émission, soit moins d'un million de dollars, l'ensemble des coûts peut représenter plus de 25 %¹³⁸. Les émissions importantes, soit celles entre 100 et 200 millions peuvent voir des coûts totaux qui représentent plus de 12 %, alors que les très grandes émissions, 500 millions et plus, ont des coûts totaux de l'ordre de plus de 10 %¹³⁹. La moyenne se situerait autour de 18 %¹⁴⁰.

Au Canada, outre la rémunération du preneur qui peut représenter entre 5 % ou 6 % de l'émission pour les plus importantes et jusqu'à 10 % pour les plus petites¹⁴¹, l'entreprise désirant devenir publique devra dépenser plusieurs centaines de milliers de dollars pour atteindre son but. Plus précisément, une somme, entre 225 000 \$ à 400 000 \$ est à prévoir pour les petites émissions et approximativement entre 900 000 \$ à 1 000 000 \$ pour les plus importantes¹⁴². Une estimation des coûts totaux, à la lumière des informations livrées ci-haut nous amène à croire que les plus petites émissions devront supporter des coûts minimaux d'approximativement 18,5 à 20 %, alors que les émissions plus grandes devront s'attendre à des coûts d'environ 6 %¹⁴³.

Une conclusion s'impose, les coûts que représente l'appel public à l'épargne sont très importants surtout pour les PME¹⁴⁴. Tous les facteurs énumérés plus haut font qu'une émission de moins d'un million de dollars, ce qui représente 68 % de tous les appels publics au pays¹⁴⁵, est peu rentable et fait que l'appel public est l'apanage d'une minorité de PME¹⁴⁶. Le marché de l'appel public à l'épargne au Canada ne fonctionne favora-

138. *Supra*, 85, p. 27 à 30.

139. *Id.*

140. *Id.*

141. *Supra*, note 76, p. 11 ; *supra*, note 74, p. 681 ; *supra*, note 18, p. 5.

142. *Supra*, note 18, p. 10.

143. *Supra*, note 74, p. 673 et 681. L'auteur mentionne des coûts autres que ceux attribués au preneur de 8,5 % pour les petites émissions et de 0,9 % pour les plus grandes. Plus des coûts attribuables au preneur de l'ordre de 5 % pour les plus grandes et 10 % pour les plus petites. Voir au même effet, *supra*, note 75, p. 15 où l'auteur mentionne que le coût moyen d'un premier appel public à l'épargne pour les émissions de moins d'un million de dollars américains est de 18,6 % de l'émission. Pour celui de 1 à 10 millions, le coût est de 11,8 %, alors que pour ceux de 25 à 50 millions, le coût est de 8,5 % de l'émission.

144. S. J. Choi, « Gatekeepers and the Internet : Rethinking the Regulation of Small Business Capital Formation », *J.Small & Emerging Bus. L.*, 2, 1998 ; *supra*, note 89, p. 2.

145. *Supra*, note 92, p. 12, voir la note 11 en bas de page.

146. Canadian Labour Market and Productivity Center, « Generating Growth : Improving Access to Capital by Small and Medium-Sized Enterprises », décembre 1995, p. 11.

blement que pour les émissions de grandes tailles¹⁴⁷. À cet égard, d'aucuns considèrent que l'appel public à l'épargne constitue une des façons les plus coûteuses de réunir des fonds¹⁴⁸, et que les PME, particulièrement soucieuses d'obtenir du financement à moindre coût, devraient se tourner vers d'autres solutions de rechange comme les placements privés ou le capital de risque¹⁴⁹.

3.4 Avantages et désavantages de se financer par le biais de l'appel public à l'épargne

Hormis l'aspect souvent déterminant des coûts impliqués dans la décision d'accéder au statut de société publique, plusieurs autres considérations importantes méritent d'être mentionnées.

3.4.1 Avantages

Accès à une source de financement à long terme

Il s'agit sans doute de la raison la plus évidente pour accéder au statut de société publique¹⁵⁰. Le financement par le biais de la Bourse permet à la société d'être moins dépendante de ses revenus d'opérations ou d'emprunts grâce à l'injection immédiate de fonds et pave ainsi la voie à de futures émissions d'actions si les conditions futures le permettent. Il s'agit, somme toute, d'argent que la société n'aura pas à rembourser¹⁵¹.

Facilité de futures transactions, de fusions et d'acquisitions

Les actions de la nouvelle société publique permettent à cette dernière de se servir de ses titres comme d'une monnaie d'échange et facilitent ainsi l'achat ou la fusion avec

147. *Supra*, note 92, p. 19.

148. *Supra*, note 68, p. 662

149. *Supra*, note 89, p. 9

150. H. Bertosi, « Preparing your Company for a Future Public Offering » dans « Financing for Emerging Companies, 1994, *Insight Press*, p. 6 ; *supra*, note 76, p. 5.

151. M. A. Allebach, « Small Business, Equity Financing, and the Internet : The Evolution of a Solution ? » 1999, 4 *Va. J. L. & Tech.* 3, par. 20.

une autre société pour des considérations autres que monétaires¹⁵². Cela permet également de bénéficier de roulements fiscaux¹⁵³.

Avantages provenant d'une liquidité accrue

La valeur des titres d'une société publique tend à être plus importante que la société privée comparable en raison d'une plus grande facilité à les évaluer, à les transiger plus rapidement et plus efficacement¹⁵⁴. Cette nouvelle liquidité permet aux fondateurs de la société de pouvoir bénéficier d'un baromètre de la valeur de leurs avoirs et leur permettra de convertir plus tard leurs titres en argent dans le marché secondaire¹⁵⁵.

Outils de rétention du personnel

Ayant une valeur monétaire, les titres de la nouvelle société publique lui permettent de mettre en place un régime d'options d'achats d'actions qui aura une valeur d'incitatif servant à garder au sein de la société le personnel méritoire et d'attirer de nouveaux employés qualifiés¹⁵⁶.

Statut, prestige

La plus grande dissémination des titres de la société, la couverture médiatique accrue de la part des analystes financiers donnent de la visibilité à l'entreprise¹⁵⁷. Cela est de nature à conférer plus de crédibilité à la société et donc à améliorer son image corporative auprès de ses clients, fournisseurs et créanciers¹⁵⁸.

Moins de dilution

Dans la majorité des cas, le prix des titres obtenus sur le marché public est plus élevé qu'il ne le serait dans le cas d'un financement privé¹⁵⁹. De sorte que les fondateurs

152. J. G. Chiles, A. M. Levi, R. K. Mayerfield, « Preparing For an Initial Public Offering », Practising Law Institute, Corporate Law and Practice Course Handbook Series, 566 PLI/Corp .101, 101, p. 103 ; *supra*, note 9, p. 663 ; *supra*, note 149, p. 6.

153. *Supra*, note 18, p. 4.

154. *Supra*, note 76, p. 5 ; *supra*, note 150, p. 7.

155. *Supra*, note 150, p. 26 ; *supra*, note 76, p. 6 ; *supra*, note 150, p. 7, ainsi que *supra*, note 152, p. 104.

156. *Supra*, note 151, p. 26 ; *supra*, note 150, p. 8 ; *supra*, note 152, p. 103.

157. *Supra*, note 76, p. 6 ; *supra*, note 152, p. 104.

158. *Supra*, note 150, p. 8 ; *supra*, note 18, p. 4 ; *supra*, note 76, p. 6 ; *supra*, note 151, p. 26.

159. *Supra*, note 76, p. 5.

de la société publique conservent une part d'actionnariat plus grande que dans le cas du financement de type privé, tout en gardant un plus important contrôle de la société.

De plus, les titres émis dans le public sont répartis auprès d'un plus grand nombre d'actionnaires, donc le contrôle des actions détenues par le public est plus dispersé et moins immédiat que dans le cas d'une transaction privée¹⁶⁰. En somme, la valeur plus grande des titres cotés en Bourse que les fondateurs détiennent leur évite d'émettre un nombre trop important d'actions pour garder le contrôle de la société.

3.4.2 Désavantages

Les coûts

Comme nous l'avons vu plus haut, les coûts peuvent être importants, pour ne pas dire prohibitifs dans le cas des PME. Sans compter que les membres de la haute direction devront perpétuellement consacrer une partie importante de leur temps à la gestion inhérente à une compagnie publique, tel que les règles de régie d'entreprise, les exigences des lois sur les valeurs mobilières, les règles de la bourse etc.¹⁶¹. À cet égard, les coûts sont probablement le facteur déterminant.

Divulgence d'information

La société publique perd *ipso facto* le privilège de confidentialité que peut avoir une société privée. La société publique fait l'objet de divulgation d'informations continue de nature financière et autre auxquelles auront accès les concurrents et autres parties intéressées¹⁶².

Contraintes exercées sur la direction

Les gestionnaires de la nouvelle société seront constamment influencés par les attentes financières des actionnaires et du marché. Une gestion plus axée sur les résultats à court terme sera exigée pour être en mesure de procurer un retour sur l'investissement plus

160. *Supra*, note 150, p. 7.

161. *Supra*, note 18, p. 5 ; *supra*, note 76, p. 7 ; *supra*, note 151, p. 26.

162. *Supra*, note 150, p. 9 ; *supra*, note 152, p. 104-105.

rapide aux actionnaires. De plus, les changements majeurs tels que l'émission d'actions, les fusions et acquisitions devront être soumis à l'approbation des actionnaires¹⁶³.

L'entiercement

L'objectif principal de ces règles est de maintenir l'intérêt des fondateurs et veiller à ce que pour le bénéfice des souscripteurs, ils ne se départissent pas de leurs titres avant une période raisonnable durant laquelle, ils auront continué à contribuer au succès de l'entreprise¹⁶⁴. De sorte que la législation prohibe la vente par les fondateurs, directeurs et officiers de la société de leurs actions¹⁶⁵. Ce qui en affecte nécessairement la valeur et influence le moment de la revente dans le marché secondaire.

Responsabilité accrue des dirigeants

Lors de l'émission, la loi rend les administrateurs ainsi que la société elle-même responsables des représentations faites par l'émetteur aux investisseurs dans le prospectus préliminaire et le définitif. Par la suite, lors de la divulgation continue, obligatoire, ces mêmes parties seront tenues responsables du contenu des documents fournis au public¹⁶⁶.

Pertes de contrôle ou dilution

Dépendamment du nombre de titres émis, il peut en résulter une diminution du contrôle auparavant exercé par les fondateurs de la société. De même, une émission subséquente de titres risque d'entraîner une dilution des actions existantes¹⁶⁷.

Compte tenu de la constatation principale que nous avons faite plus haut, concernant les coûts importants impliqués dans un appel public, surtout pour les PME, et l'opinion répandue chez les observateurs qui veut que beaucoup de sociétés pour cette raison évitent la bourse comme source de financement¹⁶⁸, il nous faut déterminer s'il existe, comme le suggèrent certains¹⁶⁹, d'autres sources de capitaux plus efficaces et moins coûteuses.

163. *Supra*, note 150, p. 9 ; *supra*, note 151, p. 105 ; *supra*, note 151, p. 27.

164. L'instruction générale 46-201, « Modalités d'entiercement applicables aux premiers appels publics à l'épargne », Avis de publication. Référence : *Bulletin hebdomadaire*, 2003-05-16, vol. XXXIV, n° 19, p. 2.

165. *Supra*, note 150, p. 10.

166. *Id.*, p. 9.

167. *Supra*, note 76, p. 8 ; *supra*, note 18, p. 5 ; *supra*, note 150, p. 12.

168. *Supra*, note 9, p. 646-647.

169. *Supra*, note 150, p. 112 *in fine*.

teuses que l'appel public à l'épargne. À cet égard, l'appel public par le biais d'Internet fait miroiter la possibilité d'une réduction importante des coûts associés au financement public. Dans la prochaine partie nous tenterons de vérifier la validité cette assertion.

4.1 Offre publique directe

La technologie d'Internet met à la disposition de l'industrie des valeurs mobilières un outil de financement ayant le potentiel de disséminer une grande quantité d'information à un vaste auditoire¹⁷⁰, tout en réduisant les coûts de recherche et d'obtention d'information habituellement associés au financement des entreprises¹⁷¹. Cette nouvelle façon de procéder ouvre cependant une boîte de Pandore, en remettant en question la pertinence des intermédiaires entre l'émetteur et l'investisseur. Ce changement structurel¹⁷² laisse entrevoir la possibilité d'une réduction de l'asymétrie informationnelle entre les investisseurs institutionnels et les particuliers¹⁷³.

De plus, comme la sous-évaluation chronique des actions lors d'un PAPE est due à l'asymétrie informationnelle entre investisseurs, il est permis de croire que cette technologie réduira ce déséquilibre et favorisera une meilleure évaluation des titres¹⁷⁴. Ce faisant cette technologie offre la possibilité de révolutionner l'appel public à l'épargne en permettant une réduction importante des coûts traditionnellement associés à ce processus¹⁷⁵.

La popularité de l'usage d'Internet chez les PME ne fait plus de doute¹⁷⁶. En 1998, on estimait qu'un peu plus de la moitié des PME utilisait cette technologie, alors qu'à la

170. D. M. Cielusniak, « You Cannot Fight What You Cannot See : Securities Regulation on the Internet », *Fordham Int'l L. J.*, 22, 1998, p. 615.

171. J. E. Fisch, « Can Internet Offerings Bridge The Small Business Capital Barrier », *J. Small & Emerging Bus. L.*, 2, 1998, p. 58 ; G. Sinclair, « Internet Direct Public Offerings : New Opportunities For Small business Capital Finance », *Man. L. J.*, 27, 2000, p. 310.

172. S. Rousseau, « Internet-Based Securities Offerings by Small and Medium-Sized Enterprises : Attraction and Challenges », *Can. Bus. L. J.*, 35, 2001, p. 237-238.

173. *Supra*, note 172, p. 240.

174. *Id.*

175. *Ibid.*, p. 241.

176. T. Mallet, « Virtually a Reality : Results of 1999 CFIB Survey on Internet Use Among Small-and Medium-Sized Firms », 1999, publié par la *Canadian federation of Independent Business*, p. 1, Disponible en ligne : www.cfib/research/reports/virtual_e.asp.

fin de 2001 ce chiffre s'élevait à plus de 77 %¹⁷⁷. Chez les PME qui comptent entre 100 et 500 employés, ce chiffre atteint les 96 %¹⁷⁸.

Quant aux particuliers qui utilisent Internet pour faire des transactions sur les titres de sociétés, limitant ainsi le recours aux maisons de courtage, on estime aux États-Unis qu'ils sont plus de 10 millions et représentent près de 25 % de toutes les transactions au détail en 1999¹⁷⁹. D'où la pertinence de savoir si l'offre publique directe peut constituer une alternative valable à l'appel public traditionnel.

4.1.1 Avantages

Dissémination de l'information

Tel que nous l'évoquions plus haut, Internet permet aux sociétés en quête de capitaux de distribuer instantanément de l'information financière ou des documents de type prospectus à un nombre presque illimité d'investisseurs potentiels, et ce, sans égards aux frontières¹⁸⁰.

Ces prospectus électroniques ont la capacité technique d'inclure des vidéos, des graphiques ainsi que de prévoir des rapports interactifs. Ce faisant, ils réduisent considérablement le temps investi par la direction pour faire la promotion de l'émission, communément appelée « road-show », qui pourrait dorénavant se faire en cyberspace¹⁸¹, et être mis à jour continuellement¹⁸².

177. A. Dulipovici, « The Impact of Internet Use on Small and Medium-Sized Canadian Business during a Recession » octobre 2002, 6th International Francophone Congress on SME, Hautes Études Commerciales, Montréal, p. 2.

178. *Supra*, note 177, p. 5. Notons que la proportion des PME comptant moins de 5 employés qui utilisent Internet est de 63 %, l'auteur prévoit que si la tendance se maintient cet écart sera considérablement résorbé d'ici cinq ans. Voir aussi A. I. Anand, « Securities Law in the Internet Age : Is, "Regulating by Analogy" the Right Approach ? », *Queen's L. J.*, 2001, p. 144.

179. J. A. Rosenbloom, « Direct Public Offering on the Internet : A Viable Means of Obtaining Capital ? », *Comp. L. R. & Tech. J.* 2000, p. 87.

180. L. S. Unger, « Raising Capital on the Internet », *U. Cin. L. Rev.*, 69, 2001, p. 1205-1206.

181. S. S. Svahn, « Greater Investor Outreach at the Click of the Mouse : Internet and Closed-Circuit Roadshows should Reach Retail Investors », *Brooklyn L. Rev.*, n° 65, 1999, p. 251 ; *supra*, note 180 ; *supra*, note 144, p. 37 ; *infra*, note 183, p. 802-803. Notons qu'au Canada, cette possibilité est spécifiquement permise par la « Politique Nationale 47-201 ». Voir à ce sujet I. A. Anand, « Securities Law in the Internet Age : Is "Regulating By Analogy" the Right Approach ? », *Queen's L. J.*, 2001, p. 135.

182. *Supra*, note 171, p. 70.

Les coûts

L'une des caractéristiques les plus apparentes de l'offre publique directe tant pour l'investisseur que pour l'entreprise est l'accès gratuit à l'information¹⁸³. De plus, les frais des preneurs, des avocats, des comptables, de l'impression et de promotion (*i.e.*) « road-show ») sont substantiellement réduits¹⁸⁴. Il s'agit d'un avantage considérable pour la PME, dont ces coûts représentent une partie significative des frais d'émissions¹⁸⁵. En somme, cette technologie permet des économies importantes.

L'émetteur peut donc théoriquement s'adresser directement à l'investisseur¹⁸⁶. Cette « désintermédiation », constitue, outre les coûts, l'enjeu véritable de l'émission par le biais d'Internet.

Nous ouvrons ici une parenthèse pour souligner le rôle ainsi que les principales fonctions de l'intermédiaire. Ce dernier remplit essentiellement quatre services importants¹⁸⁷.

4.1.2 Rôles et fonctions de l'intermédiaire

Évaluation

La maison de courtage analyse la situation financière de l'émetteur, effectue une vérification diligente et est ainsi en position d'évaluer¹⁸⁸ le mérite de l'émission projetée et de le conseiller¹⁸⁹ quant à l'opportunité d'aller de l'avant ou de rechercher des sources alternatives de financement.

183. D. E. Giddings, « An Innovative Link Between the Internet, the Capital Markets, and the S.E.C. : How the Internet Direct Public Offering Helps Companies Looking to Raise Capital », *Pepp. L. Rev.*, 25, 1998, p. 788.

184. *Ibid.*, p. 794. Selon l'auteur, les coûts sont réduits de plus de la moitié soit de 13 % à 6 %. Voir cependant I. A. Anand, « The Efficiency of Direct Public Offerings », *7 Small & Emerging Bus. L.*, 2003, p. 454 où l'auteur évoque des coûts pouvant atteindre 20 % de l'émission.

185. *Supra*, note 180, p. 1206 ; *supra*, note 144, p. 36 ; *supra*, note 179, p. 88-89.

186. D. C. Langevoort, « Angels on the Internet : The Elusive Promise of « Technological Disintermediation » for Unregistered Offerings of Securities », *J. Small & Emerging Bus. L.*, 2, 1998, p. 2 ; *supra*, note 171, p. 64.

187. G. Sinclair, « Internet Direct Public Offerings : New Opportunities For Small Business Capital Finance », *Man. L. J.*, 27, 2000, p. 303-306.

188. *Ibid.*, p. 304.

189. *Id.*

Protection de l'investisseur

Lors de la revente des titres, la maison de courtage, par l'intermédiaire de son courtier, se doit de proposer et de vendre à l'investisseur des titres qui correspondent à ses objectifs de placement et qui sont appropriés à sa situation financière particulière¹⁹⁰. Il existe donc un système de filtration qui élimine les titres de très mauvaises qualités.

Distribution

Les maisons de courtage ou les banques auxquelles elles sont affiliées possèdent l'expertise requise pour favoriser la création et le maintien d'un marché pour les titres. D'abord parce qu'elles connaissent les clients susceptibles de les acquérir et deuxièmement parce que leurs services de recherche sont en mesure de surveiller le titre et de le recommander, maintenant ainsi un intérêt soutenu pour le titre¹⁹¹. Elles agissent donc comme conduit pour acheminer les titres de l'émetteur vers le souscripteur¹⁹².

Certification

La présence d'un intermédiaire connu lors d'une émission publique apporte de la crédibilité au processus quant à la fiabilité des renseignements ainsi que sur le potentiel de l'émetteur¹⁹³. Comme l'intermédiaire participe fréquemment aux émissions, sa réputation est en jeu de sorte qu'il a intérêt à vérifier la qualité des titres de l'émetteur¹⁹⁴.

Cette certification *de facto* est critique, compte tenu de la fréquente incapacité de l'investisseur moyen à évaluer correctement la valeur d'un titre¹⁹⁵. La présence d'un intermédiaire crédible est donc de nature à rassurer et à inciter l'investisseur à souscrire¹⁹⁶.

Fermons cette parenthèse en constatant qu'historiquement, les PME ont eu énormément de difficultés à convaincre les intermédiaires de prestige d'être preneurs de

190. Art. 161 L.V.M.Q. ; *supra*, note 187, p. 305.

191. *Supra*, note 187, p. 305.

192. *Supra*, note 172, p. 245.

193. *Supra*, note 172, p. 246.

194. *Supra*, note 186, p. 14 ; *supra*, note 172, p. 246.

195. *Supra*, note 171, p. 78 ; *supra*, note 144, p. 44.

196. B. S. Black, « Information Asymmetry, the Internet, and Securities Offerings », *J. Small & Emerging Bus. L.*, 2, 1998 ; *supra*, note 187, p. 304.

leurs émissions¹⁹⁷. Il s'agit d'une embûche de taille qui complique singulièrement l'accès au financement public pour ces sociétés¹⁹⁸.

4.1.3 Désavantages

La fraude

Internet procure à d'éventuels fraudeurs un terrain idéal. D'abord, ils ont le loisir de l'anonymat des communications, des coûts d'opérations réduits et l'accès à un vaste marché d'investisseurs potentiels¹⁹⁹. De plus, cette technologie transcende les frontières et les juridictions²⁰⁰, rendant la détection et les poursuites par les autorités réglementaires très complexes²⁰¹.

Par ailleurs, la qualité de l'information, instantanément disponible, est difficilement vérifiable dans l'immédiat et est donc sujette à la manipulation ainsi qu'aux affirmations fausses et mensongères, diffusées dans le but d'empocher un profit rapide²⁰². Cela constitue un désincitatif puissant à investir dans les PME qui sont plus fragiles face à ce genre de manipulations, puisque moins connues du marché²⁰³.

Manque de liquidité

Par définition, ces appels publics directs sont faits, raisons économiques oblige, sans la participation d'intermédiaires tels que les banques ou les firmes de courtage, or ces dernières possèdent l'expertise de mainteneur de marché, nécessaire afin de garder le titre actif²⁰⁴. Ce faisant, compte tenu de l'absence de ces participants, et malgré que ces titres soient offerts au public, il n'existe pas suffisamment de personnes qui s'échangent ces titres pour créer une masse critique qui en fera un marché liquide²⁰⁵. Ces émissions

197. *Supra*, note 187, p. 305.

198. L. A. Mondschein, « Solicitation and Marketing of Securities through the Internet », *Brooklyn L. Rev.* 65, 1999, p. 232, 240.

199. *Supra*, note 170, p. 630-631.

200. H. C. Fontana, « Securities on the Internet : World Wide Opportunity or Web of Deceit ? », *U. Miami Inter-Am. L. Rev.* 29, 1998, p. 314-315.

201. *Supra*, note 171, p. 81 ; *supra*, note 200, p. 309, *supra*, note 170, p. 627-628. Quant au caractère supranational d'Internet et aux problèmes de juridiction qu'il soulève, voir *supra*, note 144, p. 40 à 42, 48, 49, 50.

202. *Supra*, note 183, p. 809 à 812 ; *supra*, note 200, p. 310 à 314.

203. *Supra*, note 198, p. 237 -238.

204. *Supra*, note 183, p. 811.

205. *Supra*, note 179, p. 98, 101.

n'ont pas encore atteint le degré de liquidité caractéristique d'un marché secondaire dynamique²⁰⁶, de sorte que les actions demeurent très difficiles à transiger²⁰⁷.

Problème de crédibilité dû à l'absence d'intermédiaires

Lorsqu'une émission se fait avec la participation d'une banque ou d'une firme de courtage, le processus bénéficie d'un sceau de qualité institutionnel²⁰⁸. L'intermédiaire certifie l'intégrité de l'émission. À l'inverse, lorsque la certification n'est pas assurée par un intermédiaire, la crédibilité de l'émission diminue²⁰⁹ et la qualité de l'émission devient douteuse sinon suspecte²¹⁰.

L'absence d'intermédiaire entraîne plusieurs autres problèmes. Dans un premier temps, on observe le phénomène de l'entrepreneur qui ne possède pas les qualités de gestion requise ni la maturité pour gérer efficacement l'émission et par la suite l'argent reçu lors de l'offre directe au public²¹¹.

Par ailleurs, l'absence de tiers spécialisés dans la mise en marché se fait particulièrement sentir lorsque l'émetteur doit s'occuper de vendre et de promouvoir ses titres auprès d'investisseurs potentiels, alors qu'il manque de visibilité ainsi que de l'expertise requise, en plus d'être obligé de traiter simultanément des affaires courantes de la société²¹².

Finalement, du côté de l'investisseur, notons que lors d'un appel public traditionnel, il bénéficie des conseils de l'intermédiaire quant au choix du titre ainsi que de sa valeur. Sans l'aide du courtier, l'investisseur sera obligé de repérer l'offre publique sur Internet et ensuite de l'évaluer en faisant lui-même les recherches appropriées parmi la documentation fournie. Or beaucoup d'investisseurs sollicités directement sur Internet n'auront ni les connaissances ni la compétence voulue pour comparer les différentes offres et être en mesure d'évaluer adéquatement les titres proposés²¹³.

206. *Supra*, note 200, p. 305-306 ; *supra*, note 183, p. 791, p. 808 ; *supra*, note 198, p. 237, p. 240.

207. *Supra*, note 179, p. 95.

208. *Supra*, note 183, p. 808. On a, aux États-Unis, appelé cette fonction « gatekeeper », voir de façon générale l'article de Stephen J. Choi, *supra*, note 144.

209. *Supra*, note 183, p. 796, p. 809.

210. *Ibid.*, p. 796.

211. *Supra*, note 183, p. 809 ; *supra*, note 171, p. 87.

212. *Supra*, note 198, p. 237.

213. *Supra*, note 198, p. 234-235 ; *supra*, note 144, p. 39 ; *supra*, note 171, p. 78-79 ; *supra*, note 179, p. 95 ; *supra*, note 200, p. 3.

L'avenir de l'offre publique directe réside donc dans la capacité de l'émetteur de persuader l'investisseur de la qualité et de la crédibilité des titres proposés. Sans cette capacité de convaincre, ce dernier ne sera pas intéressé à souscrire et Internet ne sera que de peu d'utilité pour le convaincre du contraire²¹⁴.

Plusieurs auteurs affirment qu'à cet égard il demeure important que les sociétés utilisatrices du placement direct fassent appel aux services d'un intermédiaire. De sorte que la véritable question n'est pas de savoir si l'on doit recourir au service d'un tiers, mais plutôt de savoir quelle sera l'étendue des services de certification requis²¹⁵. La certification étant synonyme de sécurité et de protection pour l'investisseur, il est peu probable que le rôle d'intermédiaire disparaisse complètement. Il s'agit plutôt d'en définir la portée dans l'avenir²¹⁶. Mais avant d'analyser cette question, il importe d'évaluer la situation actuelle de l'offre directe.

4.1.4 Historique de l'offre publique directe

La première offre publique faite entièrement par le biais d'Internet a eu lieu aux États-Unis, en 1996, par la société Spring Street Brewery Company, une micro-brasserie new-yorkaise en quête de fonds, mais incapable d'intéresser un preneur de Wall Street et désirant éviter le capital de risque²¹⁷. La société a placé sur son site une notice d'offre ainsi qu'une convention de souscription que l'investisseur pouvait remplir et envoyer à la société avec un chèque pour couvrir le montant des titres souscrits²¹⁸.

Résultat, l'entreprise a réussi à attirer 3500 investisseurs qui ont souscrit des titres à la hauteur de 1,6 million de dollars américains, et ce, sans frais pour le preneur, ou autres intermédiaires²¹⁹. De plus comme les titres ne se transigeaient pas le biais d'une bourse reconnue, la société a aussi évité les frais associés à l'inscription en bourse ainsi que les règles habituellement applicables²²⁰.

214. *Supra*, note 198, p. 239-240.

215. *Supra*, note 196, p. 95 ; *supra*, note 198, p. 239-240.

216. *Supra*, note 144, p. 52-53 ; *supra*, note 198, p. 239-240 ; *supra*, note 171, p. 83.

217. *Supra*, note 170, p. 618.

218. J. A. Marson, « Surfing the Web for Capital: The Regulation of Internet Securities Offerings », *Santa Clara Computer & High Tech. L. J.*, 16, 2000, p. 289.

219. *Id.* ; *supra*, note 170, p. 618-619 ; *supra*, note 200, p. 303.

220. Voir *supra*, note 179, p. 97.

4.1.4.1 Qui utilise le placement direct ?

Depuis lors, plusieurs autres sociétés ont emprunté la même voie avec la bénédiction des autorités réglementaires américaines²²¹. On estime qu'à l'heure actuelle, bon an mal an, plusieurs centaines de petites sociétés se prévalent de cette procédure plus économique, qui permet d'éviter le recours au preneur qui se montre par ailleurs généralement peu intéressé par le financement de ces petites émissions proposées par les PME²²².

Quant aux investisseurs qui souscrivent par le biais de l'offre publique directe, ils sont en majorité des personnes qui sont familières avec la société émettrice. Il existe donc une relation basée sur la loyauté envers le produit fabriqué. En effet, on estime qu'aux États-Unis 95 % des acheteurs de ce type d'action achètent directement, donc sans passer par un courtier, ce qui confirme le profil du candidat moyen, soit celui du consommateur loyal²²³.

En ce qui concerne les sociétés qui sont le plus aptes à utiliser le placement direct, on observe qu'il s'agit généralement de petites sociétés qui désirent obtenir entre un et quatre millions de dollars et qui ont choisi cette voie en raison de la difficulté à recruter un preneur désireux de promouvoir l'émission²²⁴.

Notons à cet égard que lorsqu'elles réussissent à trouver un nouveau type de preneur, non traditionnel, qui se spécialise dans le placement direct, ce dernier pourra exiger des frais allant jusqu'à 100 000 \$ américains, plus de 5 % à 10 % des titres²²⁵.

En plus de ces coûts, qui bien que moins élevés que dans le cas d'une émission traditionnelle, ils n'en demeurent pas moins significatifs pour les PME. D'autant plus que le placement direct n'est pas une panacée qui garantit le succès. Au contraire, l'expérience récente américaine laisse plutôt entrevoir un taux de succès mitigé²²⁶. À titre d'exemple, on note que moins du tiers des sociétés ayant eu recours au placement direct ont réussi à atteindre le montant minimum de souscriptions visé, et que 60 % des émissions sont

221. *Ibid.*, p. 94-95.

222. *Supra*, note 171, p. 72, 73, 75 ; *supra*, note 101, p. 532, où l'auteur évoque pour l'année 1995, un chiffre de 336 offres directes. Ce chiffre est passé à 498 en 1996, pour atteindre 562 en 1999.

223. *Supra*, note 183, p. 794-795.

224. *Ibid.*, p. 792.

225. *Ibid.* p. 815.

226. *Supra*, note 171, p. 77.

vouées à l'échec²²⁷. À cet égard, notons que l'expérience canadienne s'est aussi montrée décevante²²⁸. De sorte qu'à l'heure actuelle, malgré une baisse des coûts d'émission de l'ordre de 10 % à 13 %²²⁹ par rapport à l'offre publique traditionnelle, l'offre publique directe, par le biais d'Internet, demeure un phénomène marginal qui relève de l'anomalie et qui serait utilisé comme moyen de financement de dernier recours²³⁰.

4.1.4.2 L'avenir de l'offre publique directe

Compte tenu de la croissance importante de l'usage d'Internet ces dernières années, le domaine des valeurs mobilières, bien que plus lent à adopter cette technologie, se dirige néanmoins de plus en plus vers un monde électronique où le support papier disparaîtra²³¹. À cet égard, certains, chez nos voisins du Sud, vont même jusqu'à prédire l'obsolescence du prospectus imprimé d'ici cinq ans²³². Dans le même ordre d'idée, on envisage dans un avenir rapproché, avec les ajustements nécessaires, la possibilité que les « road-shows » en cyberspace puissent devenir la norme en matière de promotion des émissions²³³. Dans ce contexte, d'aucuns prétendent que l'achat d'actions par Internet représente l'outil de financement de l'avenir²³⁴.

Malgré cet optimisme, il n'en demeure pas moins que de nombreux problèmes de fond, tels que la fraude, le manque de liquidité, de crédibilité, l'apathie de l'investisseur pour cette façon de procéder²³⁵, persistent et nous incitent plutôt à une plus grande réserve.

227. *Ibid.*, p. 77, 78 ; *supra*, note 183, p. 796. N.B. Il semble que ces statistiques départagent difficilement les offres directes publiques faites par le biais d'Internet et celles qui ont été réalisées différemment. Voir aussi au même effet, *supra*, note 101, p. 532, p. 581, où l'auteur indique que moins de 40 % des offres directes ont réussi à recueillir quelques sommes que ce soit.

228. *Supra*, note 172, p. 244.

229. *Supra*, note 101, p. 531, où l'auteur évoque une réduction de l'ordre de 13 % ; *supra*, note 151 où parle d'une réduction de 10 %.

230. *Supra*, note 151, p. 40, p. 69 ; *supra*, note 101, p. 533, p. 593.

231. T. A. Mazur, « Securities Regulation in the Electronic Era : Private Placements and the Internet », *Ind. L. J.* 2000, p. 389 ; *supra*, note 170, p. 617.

232. *Supra*, note 183, p. 812.

233. *Supra*, note 182, p. 278-279.

234. *Supra*, note 170, p. 640 ; *supra*, note 183, p. 789 ; *supra*, note 198, p. 247.

235. *Supra*, note 179, p. 100-101.

Plus particulièrement, outre l'existence d'autres problèmes tels que la difficulté de réglementer la conduite des participants et d'avoir une police efficace des marchés en cyberspace²³⁶ ainsi que l'absence de support *ex post facto* pour les titres²³⁷, il existe un scepticisme considérable parmi les observateurs à l'effet qu'Internet puisse remplacer totalement l'intermédiaire traditionnel²³⁸. Il est plus probable qu'une différente sorte d'intermédiaire offrant des degrés de certification plus ou moins grand émergera²³⁹.

Par ailleurs, il nous apparaît essentiel de noter que, pour que l'offre publique directe connaisse un essor qui soit à la hauteur des attentes, encore faut-il qu'il existe un cadre législatif accommodant. Or, plusieurs auteurs ont déploré les lacunes considérables dans ce domaine ainsi que l'absence de réformes significatives²⁴⁰.

Il est donc manifeste de ce qui précède qu'Internet n'est pas une solution magique²⁴¹ qui réglera le problème du financement des petites sociétés. Les problèmes auxquels nous avons fait allusion sont tout simplement trop nombreux.

Bien qu'Internet apparaisse comme une technologie prometteuse, il n'en reste pas moins que dans sa forme actuelle, elle ne constitue pas une révolution²⁴².

À court terme, il semble que la croissance du nombre des placements directs pourrait le plus bénéficier à des compagnies déjà matures, et suffisamment connues du grand public grâce à une inscription préalable à la cote d'une bourse d'importance²⁴³. Cela ferait en sorte que bon nombre des problèmes autrement incontournables, tels l'absence de liquidité, de certification, auxquels nous avons fait mention pourraient être évités²⁴⁴. Ce faisant, l'usage du placement direct par ces sociétés établies augmenterait jusqu'à ce qu'il devienne d'un usage généralisé qui pourrait alors bénéficier aux PME en légitimant ainsi le processus²⁴⁵.

236. *Supra*, note 200, p. 327-328.

237. *Supra*, note 101, p. 573, 574.

238. G. J. Lederman, « Initial Public Offerings in the Age of the Internet », *J. Legal Advo. & Prac.*, 2, 2000, p. 49, *supra*, note 148, p. 35, *supra*, note 183, p. 26 ; *supra*, note 172, p. 246 ; *supra*, note 196, p. 95.

239. *Supra*, note 144, p. 30, 54-55 ; *supra*, note 198, p. 241-242.

240. A. I. Anand, « Securities Law in the Internet Age : Is "Regulating By Analogy" the Right Approach ? », *Queen's L. J.*, 2001, p. 131, 143-144 ; *supra*, note 172, p. 247-248, p. 273 ; *supra*, note 187, p. 301.

241. *Supra*, note 196, p. 98.

242. *Supra*, note 151, p. 78.

243. A. I. Anand, « The Efficiency of Direct Public Offerings », *J. Small & Emerging Bus. L.*, 7, 2003, p. 449-450.

244. *Supra*, note 101, p. 594.

245. *Id.*

Dans l'immédiat l'avantage majeur du placement direct, soit la réduction des coûts, n'est pas compensé par les nombreux désavantages observés²⁴⁶. De sorte que la question de savoir si l'offre publique directe est un moyen de financement significatif, dans l'avenir pour les petites sociétés, est une question qui demeure toujours ouverte²⁴⁷.

Compte tenu de cette dernière conclusion, nous tenterons, au prochain chapitre, de voir si d'autres mécanismes de financement disponibles pour les PME pourraient constituer des avenues économiquement intéressantes pour ces dernières. Plus précisément, nous examinerons le programme de « Société de Capital de Démarrage » (SCD) mis de l'avant par la Bourse de Croissance TSX pour tenter de pallier les difficultés chroniques de financement que connaissent les petites et moyennes entreprises au Canada.

246. *Ibid.*, p. 584.

247. *Supra*, note 171, p. 89.

CHAPITRE 3

SOCIÉTÉ DE CAPITAL DE DÉMARRAGE (SCD)

Le 12 novembre 2002, la Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ), comme l'avait déjà fait son homologue ontarienne, permettait aux sociétés québécoises de participer au programme de « société de capital de démarrage » (SCD)¹. Ce programme géré par la Bourse de Croissance TSX est issu de l'expérience américaine des « Blind Pools » créé dans les années 1980².

Le concept américain a été importé en 1986 par la Bourse de l'Alberta sous le vocable de Junior Capital Pool (JCP)³. Puis dans la foulée de la fusion des Bourses de l'Ouest, soit celle de Vancouver et de l'Alberta, en novembre 1999⁴, ce programme dénommé SCD a vu le jour en mars 2000. La TSX Croissance s'est ainsi vu conférer le rôle d'incubateur pour les sociétés publiques à petite capitalisation à travers le Canada⁵. À cet égard, nous utiliserons dans le présent texte l'acronyme SCD pour désigner tant les Junior Capital Pool

-
1. Décision générale, « Instruction générale n° 41-601 Q, les sociétés de capital de démarrage » bulletin du 2002-11-01 vol. XXXIII, n° 43. Disponible en ligne : www.cvmq.com/Upload/bulletin/v33n43ch21.pdf. Voir aussi le communiqué de presse émis par le CVMQ le 7 novembre 2002, « CVMQ allows Quebec companies to participate in the TSX Venture Exchange's Capital Pool Company Program ». Disponible en ligne : www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/communique/rpcom424-anglais.pdf. Quant à la commission ontarienne, elle met en œuvre le programme le 15 juin 2002 ; « OSC Policy 41-601 Capital Pool Companies and Ministerial Approval of the CPC Operating Agreement ». Disponible en ligne : www.osc.gov.on.ca/en/Regulation/Rulemaking/Policies/pol_41-601_20020614_ap.
 2. M. Kooli, J. M. Surret, « The Underpricing of Initial Public Offerings :Further Canadian Evidence », septembre 2001, Cirano, p. 8-9. Disponible en ligne : www.cirano.qc.ca/publication/documents.html.
 3. M. Servant, « Alternative au financement par capital de risque traditionnel : le programme Junior Capital Pool de la Bourse de l'Alberta », dans « Les aspects juridiques du capital de risque », les journées Maximilien-Caron, Les Éditions Thémis, 1998, p. 25.
 4. J. M. Surret, C. Charpentier, « Securities Regulation in Canada », juillet 2003, Cirano, p.70 Disponible en ligne : www.fsa.ulaval.ca/html/fileadm/pdf/Ecole_comptabilité/Publications/2003-07-2.pdf.
 5. TSX, « Rapport annuel 2001 », p.1 Disponible en ligne : www.tsx-group.ca/AnnualReport01/fr/operational_review_cdnx_corporate.htm.

(JCP), que le Capital Pool Program (CPC) ou les Sociétés de Capital de Démarrage (SCD) puisqu'ils regroupent une évolution du même programme.

Le but du programme est de permettre à de petites sociétés d'obtenir du financement à un stade de développement antérieur à ce qui serait autrement possible par le biais du chemin plus traditionnel du PAPE⁶. Une société nouvellement formée, ni plus ni moins qu'une coquille⁷, peut réaliser un premier appel public à l'épargne et s'inscrire à la Bourse de Croissance en ayant comme seul actif son encaisse et cela même si elle n'a pas encore commencé ses activités commerciales⁸.

L'objectif principal du programme est de fournir aux entrepreneurs du capital de démarrage qui ne leur serait pas autrement accessible par le marché de la dette. En effet, leur manque d'actifs, de sources de revenus stables ainsi que la préférence des investisseurs de capital de risque pour les projets ayant atteint un stade de développement plus avancé limitent leur accès à ces capitaux de démarrage⁹.

Compte tenu de l'importance du financement public, indispensable pour assurer la croissance des PME, les pouvoirs publics ainsi que les organismes d'autoréglementation ont multiplié ces dernières années les initiatives pour améliorer l'accès au financement par actions¹⁰.

Dans ce contexte, on assiste à une diminution des normes minimales d'entrée en Bourse, témoignant ainsi d'une volonté de faciliter le financement boursier des entreprises en croissance au Canada¹¹. À cet égard, l'on constate que la TSX, la bourse principale au pays, a su tirer pleinement profit de cette situation. À titre d'exemple, mentionnons qu'en 2001, 42 % des sociétés qui ont migré de la Bourse de Croissance à la Bourse de Toronto

6. Bourse de croissance TSX, « Politique 2.4 Société de capital démarrage », 1^{er} janvier 2004, p. 1. Disponible en ligne : www.tsx.ca/fr/pdf/Policy2-4.pdf.

7. C. Charpentier, M. Kooli, J.-M. Suret, « Les émissions initiales au Canada : bilan, anomalies et dysfonctions », préparé pour Industrie Canada, p. 7, avril 2003. Disponible en ligne : http://fsa.ulaval.ca/html/fileadmin/pdf/Ecole_comptabilite/Publications/2003-04.2.pdf.

8. Voir *supra*, note 6.

9. C. Charpentier, J.-M. Suret, « Les sociétés de capital de démarrage Bilan et Analyse : 1995-2001 », Cirano, septembre 2003, p. 4. Disponible en ligne : [www.fsa.ulaval.ca/personnel/suretjm/documents/Capital %20pool %2023_9_03.pdf](http://www.fsa.ulaval.ca/personnel/suretjm/documents/Capital%20pool%202003_9_03.pdf) ; *supra*, note 3, p. 25.

10. *Ibid.*, p. 1.

11. *Id.*

sont d'anciennes SCD¹². Ce qui représente 28 % des nouvelles inscriptions à la TSX cette année-là¹³.

Cette situation a fait dire à plusieurs auteurs que la Bourse, constatant que ces nouvelles inscriptions constituent une source appréciable de revenus, aurait délibérément revu à la baisse les exigences minimales d'inscriptions ou du moins favoriser la mise sur pied de marché junior facilitant ainsi la migration vers la Bourse à grande capitalisation¹⁴. C'est donc dans ce contexte que s'inscrit la genèse du programme des Sociétés de capital de démarrage¹⁵.

Cela étant, l'importance des SCD dans le financement des PME est non équivoque. En 2002, on estime que depuis sa création en 1987, le programme a contribué à l'inscription en bourse de plus de 1250 sociétés qui ont réussi à obtenir des fonds à une hauteur de plus de 3 milliards de dollars¹⁶. Toujours pour l'année 2002, l'on constate que chaque opération de financement a une valeur moyenne de 750 000 \$¹⁷. De plus le produit brut moyen d'une émission de SCD est de l'ordre de 266 500 \$¹⁸. Fait significatif, les SCD représentent près de 58 % des PAPE au Canada¹⁹.

Compte tenu de l'importance de ce programme, il importe de se pencher sur le cadre juridique qui régit ce mécanisme, ce qui nous permettra ultérieurement d'en mesurer l'impact et conséquemment de juger du mérite de cette initiative boursière.

12. C. Deslandes, « Nouvel instrument de financement », p. 10, Finance et Investissement, octobre 2002 ; voir aussi la conférence prononcée à l'automne 2002 par Louis Doyle, vice-président TSX Croissance Montréal, p. 14 à 16. Disponible en ligne : www.reseaucapital.com/conferences/Rentree_02/Louis_Doyle_TSX.pdf. Notons que selon ce même auteur, le pourcentage de migration à la Bourse de grande capitalisation provenant de la TSX Croissance qui sont des anciennes SCD est en 2000 de 24 %. Voir L. Doyle, « Marché nord-américain des capitaux publics de petite capitalisation », p. 16, conférence prononcée le 6 décembre 2001, à Montréal dans le cadre du colloque « Financement nord-américain dans la turbulence », organisé par l'Association de planification fiscale et financière (APFF).
13. C. Desy, « Société de Capital de démarrage », *Bulletin BCF*, 17 janvier 2003, p. 2. Disponible en ligne ; [www.bcf.ca/francais/communiqués/pdf/Bulletin %20BCF_2003-01.pdf](http://www.bcf.ca/francais/communiqués/pdf/Bulletin%20BCF_2003-01.pdf).
14. *Supra*, note 9, p. 1.
15. *Id.*
16. C. Désy, « Enfin du financement public pour la PME québécoise ! », *Bulletin Réseau Capital*, vol. 12, n° 3, juillet 2002, p. 2 ; du même auteur, « Société de capital de démarrage », colloque « Financement nord-américain dans la turbulence », publié par l'APFF (l'Association de planification fiscale et financière), Montréal 6 décembre 2001, p. 2.
17. *Supra*, note 13, p. 3. Notons que pour l'année 2001, la valeur du financement moyen est de 700 000 \$, selon le même auteur.
18. *Supra*, note 9, p. 21.
19. M. Kooli, J.-M. Surret, « How Cost-Effective are Canadian IPO Markets ? », publié dans Série Scientifique, Cirano, Montréal octobre 2002, p. 5. Disponible en ligne : www.cirano.qc.ca/fr/publications.php?annee=2002&cat=CS&tri=au&filtrer=Ex%E9cutter ; C. Carpentier, J.-M. Surret, « How Useful is Venture Capital ? Evidence from Capital Pool Companies », p. 2 et 14, Cirano, 12 septembre 2003. Disponible en ligne : [www.fsa.ulaval.ca/personnel/suretjm/documents/On%20the%20Usefulness %20of %20Venture%20Capital.pdf](http://www.fsa.ulaval.ca/personnel/suretjm/documents/On%20the%20Usefulness%20of%20Venture%20Capital.pdf).

1. Cadre réglementaire

L'essentiel de la réglementation régissant les SCD se trouve dans la « Politique 2.4 » publiée par la Bourse de Croissance TSX²⁰ et subsidiairement dans « l'Instruction générale 41-601Q » émanant de la défunte Commission des valeurs mobilières du Québec²¹. La politique 2.1 indique clairement que le programme des SCD comprend deux étapes importantes²².

1.1 Prospectus et inscription en Bourse

La SCD doit dans un premier temps recourir au service d'un placeur pour compte, en pratique une maison de courtage qui signe le prospectus et qui accepte de vendre et de promouvoir l'émission au meilleur de ses compétences, contrairement au preneur ferme qui achète l'émission en sa totalité et en assume entièrement le risque. Puis, le prospectus provisoire de la SCD doit être déposé par l'intermédiaire de SEDAR auprès de la Bourse et des commissions des valeurs mobilières de la (des) juridiction(s) dans laquel(les) le placement doit être effectué²³. De façon concurrente au dépôt du prospectus provisoire, la SCD devra déposer une demande d'inscription de ses titres à la cote en vue d'obtenir l'approbation conditionnelle de la Bourse.

Une fois que la SCD a répondu de façon satisfaisante aux lettres d'observation formulées par la Bourse, elle recevra confirmation que son inscription est acceptée conditionnellement. Puis lorsqu'elle obtient le feu vert des différentes commissions, elle devra déposer son prospectus définitif, qui doit contenir à tout égard un exposé complet, véridique et clair de tous les faits importants se rapportant aux titres²⁴. Une fois que la (les) commission(s) concernée(s) a émis son visa, la SCD peut alors procéder à son premier appel public à l'épargne²⁵. Après la clôture de l'appel public, la SCD doit déposer auprès

20. Disponible en ligne : www.tsx.ca/fr/pdf/Policy2.4.pdf.

21. Disponible en ligne : www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/41-601fr.pdf.

22. *Supra*, note 20, p. 5 du texte anglais. Disponible en ligne : www.tsx.ca/en/pdf/manual.pdf. Pour un excellent survol du processus voir *infra*, note 28, p. 9 à 12 inclusivement.

23. *Id.*

24. *Supra*, note 21, p. 15, article 4.1 de la « Politique 2.4 ».

25. *Supra*, note 22, p. 6.

de la Bourse les documents finaux relatifs à l'inscription des titres. Cette dernière publie ensuite un bulletin attestant qu'elle accepte ces documents et que les titres visés se transigeront à la cote dans un délai de deux jours.

Dès ce moment, la Politique 2.4 de la Bourse de Croissance restreint les activités de la SCD. En effet, cette dernière n'aura pour mission que de repérer et d'évaluer des éléments d'actifs ou d'entreprise dans le but de réaliser un projet d'opération admissible²⁶.

1.2 Réalisation d'une opération admissible

Mentionnons d'entrée de jeu qu'une opération admissible est une opération par laquelle une SCD acquiert des éléments d'actifs importants d'une entreprise, autre que l'encaisse, à la suite d'un achat, d'un regroupement ou d'une fusion avec une autre société²⁷. Notons que dans la très vaste majorité des cas, cette opération admissible se fait au moyen d'une prise de contrôle inversée²⁸. On estime que depuis le début du programme, près de 80 % des SCD ont complété une opération admissible²⁹. Le délai imparti pour réaliser cette opération est en principe de 18 mois³⁰, sous peine de décote.

Dès qu'une SCD a conclu un accord de principe relatif à l'acquisition d'éléments d'actifs susceptibles de constituer une opération admissible, elle doit émettre un communiqué de presse faisant état des détails de l'opération. À cet égard, un avis de changement important doit aussi être déposé auprès des commissions des valeurs mobilières concernées³¹. Dans l'attente de la vérification de l'admissibilité à la cote, les négociations sur le titre sont suspendues³². Puis après avoir reçu un formulaire d'acceptation de parrainage dûment rempli, la Bourse voudra vérifier que les conditions minimales d'inscription au programme ont bel et bien été remplies.

26. *Supra*, note 22, p. 10.

27. *Supra*, note 20, p. 4.

28. C. Carpentier, J.-M. Suret, *supra*, note 19, p. 12 ; *supra*, note 9, p. 1 du « sommaire ».

29. L. Doyle, « Marché nord-américain des capitaux publics de petite capitalisation ». Colloque « Financement nord-américain dans la turbulence », Montréal, 6 décembre 2001, APFF (Association de planification fiscale et financière), p. 16.

30. A. Beach, M. Camilleri, « The Capital Pool Program, Emerging Global Business Bulletin », 2002, p. 2 et 4. Disponible en ligne : [www.fasken.com/WEB/FMDWEBSITEFRENCH.NSF/0/15DB72DB23C4F8F785256C6100749E68/\\$FILE/EGB_OCT_02](http://www.fasken.com/WEB/FMDWEBSITEFRENCH.NSF/0/15DB72DB23C4F8F785256C6100749E68/$FILE/EGB_OCT_02).

31. *Supra*, note 22, p. 6.

32. Article 2.3. (b) de la Politique 2.4. En pratique toute cette opération se fait simultanément, de sorte que l'arrêt des négociations sur le titre est de courte durée.

Une des principales exigences consiste à s'assurer que tous les administrateurs, ainsi que le conseil d'administration dans son ensemble, font preuve de hauts standards de qualité en matière de gestion. Ce qui signifie qu'ils devront avoir produit une feuille de route qui témoigne d'une expérience significative ainsi que de qualifications pertinentes démontrant des aptitudes à gérer une société publique. Concrètement, ils devront prouver qu'ils ont les acquis nécessaires pour mener à bien leur mission qui consiste à réussir une opération admissible³³. Cette obligation imposée aux administrateurs, quant à leur expertise en gestion, reflète la vision de la Bourse selon laquelle la compétence et la qualité des administrateurs sont considérée comme les principaux atouts de la SCD³⁴.

1.3 Les exigences quantitatives

1.3.1 Les capitaux de lancement

Les administrateurs ainsi que les dirigeants de la SCD doivent fournir une contribution minimale à titre de capitaux de lancement. Cette contribution doit être égale ou supérieure à 100 000 \$ sans toutefois excéder 500 000 \$³⁵.

Le produit brut émanant du PAPE ainsi que de la totalité des actions provenant des capitaux de lancement et de l'émission d'actions provenant de placements privés ne peuvent être supérieurs à 2 millions de dollars³⁶.

De plus la SCD doit, avoir après avoir complété son PAPE, posséder un flottant composé d'un minimum d'un million d'actions ordinaires émises et en circulation³⁷. À cette même période, elle doit avoir un minimum de 200 actionnaires possédant individuellement au moins 1000 actions libres de toutes restrictions quant à la revente. Ce nombre ne comprend pas les actionnaires qui ont un lien de dépendance avec la SCD³⁸.

Mentionnons que le nombre maximal d'actions pouvant être détenu directement ou indirectement par une personne ne peut dépasser 2 % des actions émises lors du PAPE³⁹.

33. Article 3.2. (a) et (b) de la Politique 2.4.

34. *Supra*, note 13, p. 12 ; *supra*, note 7, p. 8.

35. Article 3.2 (e) de la Politique 2.4.

36. Article 3.2 (j) de la Politique 2.4.

37. Article 3.2 (k) de la Politique 2.4.

38. Article 3.2 (l) de la Politique 2.4.

39. Article 3.2 (m) de la Politique 2.4.

Cependant une personne peut, avec le concours d'une autre personne avec qui elle a un lien où avec la SCD, acheter jusqu'à 4 % des titres émis lors du PAPE⁴⁰.

1.3.2 Les options pouvant être octroyées par la SCD

1.3.2.1 Au placeur pour compte

Ce n'est que dans des conditions très précises que la SCD peut accorder des options, communément appelées « Green Shoe », à titre de rémunération du preneur, ou d'autres droits permettant de souscrire des titres. Il doit d'abord s'agir d'un droit unique et non transférable. Ensuite, la quantité de ses titres est limitée à 10 % du nombre total d'actions émises lors du PAPE⁴¹. De plus, le prix d'exercice de ces droits ne doit pas être inférieur au prix de l'action émise lors du PAPE⁴². On impose par ailleurs l'impossibilité de lever l'option ou l'exercice du droit pendant une période de 18 mois suivant l'inscription des titres de la SCD à la Bourse⁴³. Qui plus est, avant la date de réalisation de l'opération admissible, un maximum de 50 % des actions découlant des droits exerçables ou des options pouvant être levées pourront être vendues⁴⁴.

1.3.2.2 Aux administrateurs et aux dirigeants

Une SCD ne peut émettre des options de nature incitatives à ses administrateurs ou dirigeants que dans la mesure où les lois sur les valeurs mobilières le permettent. De plus, ces derniers ne peuvent recevoir, par le biais des options, plus de 10 % des actions ordinaires qui seront en circulation au moment de la clôture du PAPE⁴⁵.

Par la suite, ces mêmes personnes ne peuvent espérer recevoir individuellement plus de 5 % du nombre total des actions ordinaires réservées par la société pour émission future après la clôture du premier appel public à l'épargne. Quant au prix d'exercice des options, il ne peut être inférieur à celui des actions émises lors du PAPE ou du prix

40. Article 3.2 (n) de la Politique 2.4.

41. Article 6.1 (a) et (b) de la Politique 2.4.

42. Article 6.1 (c) de la Politique 2.4.

43. Article 6.1(d) de la Politique 2.4.

44. Article 6.2 de la Politique 2.4.

45. Article 7.1 de la « Politique 2.4 ». Notons qu'une société peut émettre des titres auprès de ses administrateurs sans établir de prospectus si elle obtient une dispense en vertu de l'article 52 LVMQ.

permis compte tenu de l'escompte ordinairement applicable⁴⁶. De plus, aucune de ces options ne peut être exercée avant la date de réalisation de l'opération admissible⁴⁷.

1.3.3 Usage des capitaux tirés de la vente des titres

En règle générale, la SCD ne peut effectuer, jusqu'à la date de la réalisation de l'opération admissible, de paiement à une personne avec qui elle a un lien de dépendance⁴⁸. Les seules exceptions prévues sont pour des remboursements de débours raisonnables encourus dans le cadre normal des affaires, comme des équipements et des fournitures de bureau, etc.⁴⁹.

De façon plus générale, la SCD ne doit utiliser les fonds recueillis que pour repérer et évaluer des actifs d'entreprises susceptibles de constituer une opération admissible. À cette fin, l'on permettra que des fonds soient engagés pour produire ou préparer des rapports d'évaluation, des états financiers, des plans d'affaires ou pour payer des services juridiques⁵⁰.

Même pour ces fins légalement permises, la Politique 2.4 limite ce que la SCD peut dépenser. En effet jusqu'à la réalisation de l'opération admissible, il est interdit à la SCD de dépenser plus que le moindre de 30 % des revenus tirés de l'émission de titres ou d'une somme de 210 000 \$⁵¹.

1.4 L'entiercement

En règle générale, tous les titres détenus par les principaux intéressés de l'émetteur émergeant de l'opération admissible devront être entiercés conformément à la Politique 5.4 de la Bourse de Croissance. L'objectif de cette règle est de s'assurer que les prin-

46. Article 7.2 et 7.4 de la « Politique 2.4 ».

47. Article 7.5.

48. Article 8.1 de la « Politique 2.4 ». Mentionnons la définition de « personne ayant un lien de dépendance », à l'article 1.2 de la « Politique 1.1. », de la Bourse de Croissance qui définit ce rapport, dans le cas d'une société, comme étant le lien avec un promoteur, un administrateur ou un initié ou actionnaire dominant de cette société. Disponible en ligne : www.tsx.ca/fr/productsAndServices/listings/cdn/resources/resourcePolicies.html

49. Article 8.2 de la « Politique 2.4 ».

50. Article 8.3 de la « Politique 2.4 ».

51. Article 8.4 (a) de la « Politique 2.4 ».

cipaux intéressés, en particulier les fondateurs et les dirigeants, ne quittent pas l'entreprise avant une période raisonnable.

En principe, les actions sont libérées en tranches égales de 15 % à intervalles de six mois sur une période de trois ans, et ce, en plus d'une tranche de 10 % qui est libérée au moment de l'acceptation de l'opération admissible⁵².

Notons que dans certains cas, la Bourse exemptera de l'obligation de blocage, à certaines conditions, les titres émis aux principaux intéressés de la SCD, lorsque ceux-ci sont obtenus à l'occasion d'un placement privé⁵³. On exigera alors que le placement soit annoncé au moins cinq jours après le communiqué de presse faisant état de l'accord de principe concernant l'opération admissible. De plus, le prix du titre doit être au mois égale au prix du cours escompté⁵⁴.

1.5 Autres conditions

Dans les 75 jours suivants l'émission d'un communiqué de presse annonçant un accord de principe quant à la conclusion de l'opération admissible, la SCD doit faire parvenir aux autorités réglementaires un projet de circulaire de sollicitation de procurations de SCD⁵⁵. Si les autorités jugent ces documents satisfaisants et que les lettres d'observation ne soulèvent pas des points importants, elles permettront à la SCD de fixer la date de l'assemblée des actionnaires qui est tenue pour déterminer si le nombre de vote requis est suffisant pour obtenir l'approbation des actionnaires face au projet d'opération admissible⁵⁶. Si l'opération admissible n'est pas conclue à distance, le vote de la majorité des porteurs minoritaires est requise⁵⁷.

Si les actionnaires votent en faveur de la résolution proposant l'opération admissible, la SCD pourra conclure la transaction. Sur réception des documents confirmant les résultats du vote des actionnaires, la Bourse, après examen et résolution des déficiences,

52. Article 11.6 de la « Politique 2.4 ». Voir aussi L'Instruction Générale 41-601Q, Partie 3, 6d), p. 5. Disponible en ligne : www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/norme/41-601fr.pdf.

53. Article 11.7 de la « Politique 2.4 ».

54. Article 11.7 (a) de la « Politique 2.4 ».

55. Article 2.3 (d) de la « Politique 2.4 ».

56. *Id.*

57. Article 2.3 (g) de la « Politique 2.4 ».

émettra un bulletin confirmant la conclusion de l'opération admissible. Le bulletin indiquera que la nouvelle entité n'aura plus le statut de SCD et qu'elle commencera à transiger en Bourse sous une nouvelle forme après deux jours ouvrables⁵⁸.

Lorsque l'approbation des actionnaires n'est pas requise, c'est la déclaration de changement à l'inscription de SCD qui sert de document de divulgation. Après avoir reçu l'approbation conditionnelle de la Bourse, la SCD doit déposer cette déclaration par l'intermédiaire de SEDAR, au moins sept jours avant la clôture de l'opération admissible⁵⁹. Puis après avoir déposé les documents post-clôture, si ces derniers sont jugés satisfaisants, la Bourse émet un bulletin final attestant de son consentement définitif et confirme *de facto* la date de réalisation de l'opération admissible ainsi que le nouveau statut de l'ancienne SCD⁶⁰.

1.6 L'Instruction générale 41-601

Cette Instruction s'applique à toutes SCD qui comptent effectuer un PAPE au Québec ou qui font un placement dans la province dans le cadre d'une opération admissible⁶¹.

Ce document indique que l'Instruction doit être lue de concert avec la Politique 2.4. publiée par la Bourse de Croissance qui gère le programme des SCD depuis le 1^{er} mars 2000⁶².

L'intérêt principal de l'Instruction est qu'elle énonce les paramètres de la dispense générale de l'application de certaines dispositions de la Loi et du règlement sur les valeurs mobilières ainsi que de certaines instructions générales⁶³. Plus particulièrement, elle énonce que la SCD sera dispensée de l'Instruction générale Q-28 qui a trait aux

58. Article 2.3.(g) (h) de la « Politique 2.4 ». En somme, l'exigence de l'approbation des actionnaires est abolie lorsque l'opération admissible se fait sans lien de dépendance, sauf si cette approbation est requise par une autre loi. « Guide du Financement des sociétés », mise à jour du 15 janvier 2003, p. 1-2. Disponible en ligne : www.tse-cdn.com/fr/productsAndServices/listings/cdn/resources/resourcePolicies.html.

59. Article 2.3 (f) de la « Politique 2.4 ».

60. Article 2.3.(g),(h) de la « Politique 2.4 »

61. Instruction Générale 41-601 Q « Capital de Démarrage », Partie I, art.1.3 1), p. 2 Disponible en ligne www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf /norme/41-601fr.pdf.

62. *Id.*, Partie I, art.1.1 2), p1, voir aussi Partie I, art. 1.4, p. 2, de la même Instruction Générale.

63. Instruction Générale 41-601Q, Partie I art.1.3 ,2), p. 2.

exigences relatives au Prospectus⁶⁴. De sorte que l'obligation habituelle de confection du prospectus, parfois qualifiée de lourde, surtout pour les PME, est remplacée par l'obligation de fournir les renseignements exigés par le Formulaire 3A intitulé « Information à fournir dans un prospectus de société de capital de démarrage de la Bourse de croissance »⁶⁵. Ce qui allège considérablement non seulement le fardeau réglementaire de la SCD, mais aussi les coûts impliqués⁶⁶.

De plus, ce nouveau prospectus allégé doit être soumis simultanément à la Commission des valeurs mobilières (maintenant l'Autorité des marchés financiers) et à la Bourse de Croissance selon le principe du régime d'examen concerté⁶⁷. De sorte que la SCD doit satisfaire les exigences de ces deux autorités réglementaires.

Une fois les exigences réglementaires établies et le cadre juridique défini, conformément à notre démarche, qui consiste en partie du moins à évaluer les différentes avenues de financement offertes au PME, il nous faut établir, ne fut-ce que sommairement les coûts impliqués pour la société qui désire se prévaloir du programme de SCD. C'est ce que nous tenterons de faire dans la prochaine partie.

1.7 Les coûts

Les émetteurs se plaignent fréquemment de l'incidence des coûts directs et indirects engendrés par la réglementation sur les valeurs mobilières. L'impact négatif de ces coûts se répercute de façon plus importante chez les PME qui sont les moins aptes à en assumer les conséquences⁶⁸.

C'est pour pallier ces lacunes que le programme des SCD a été créé. Le programme se veut une façon de formaliser le processus habituellement informel des anges investisseurs et de celui du premier stade du capital de risque. Cet encadrement s'effectue par

64. Instruction Générale 41-601Q, Partie II, art.2.1 1) A., p. 2.

65. Instruction Générale 41-601 Q, Partie II, art.2.1 1) C, p. 2.

66. Voir la Décision Générale n° 2003-C-0014, sur les SCD, publiée par la Commission des valeurs mobilières du Québec, 2003-01-17, vol. XXXIV, n° 2, qui fait la nomenclature des dispenses dont bénéficient les SCD. Disponible en ligne : www.cvmq.com/Upload/bulletin/v34n02ch21.pdf. Voir aussi, L.-P. Séguin, « Les sociétés publiques junior ou Junior Capital Pool Companies », dans « Les Aspects juridiques du capital de risque », Les journées Maximilien-Caron, Éditions Thémis, 1998, p. 15.

67. Instruction Générale 41-601Q, Partie II, art.2.1 1), p. 2.

68. *Supra*, note 4, p. 35.

l'entremise d'un mécanisme réglementé soit le programme SCD. Les investisseurs peuvent ainsi soutenir financièrement de jeunes entreprises prometteuses qui, à leur tour, utiliseront ce capital pour poursuivre leur croissance et ainsi devenir des sociétés publiques, à une fraction du coût habituel du PAPE traditionnel⁶⁹.

Outre le coût de l'opération admissible qui se fait généralement par l'émission de titres de la SCD en faveur des actionnaires de la société visée, dans le but d'acheter la société privée ou les titres de cette dernière⁷⁰, il existe trois sortes de coûts inhérents à devenir une société publique SCD, nous aborderons ici les deux plus importants⁷¹.

1.7.1 La sous-évaluation

La sous-évaluation des titres des SCD lors de l'émission initiale représente le coût le plus substantiel auquel elle devra faire face⁷². Cette sous-évaluation initiale est un coût réel pour l'entreprise puisqu'elle représente un transfert de richesse des actionnaires actuels vers les investisseurs qui achètent ces titres lors de l'émission⁷³. Cet argent ainsi transféré représente une perte puisque ces sommes, n'eût été de la sous-évaluation, appartiendraient à la société émettrice. Bien que plusieurs explications et hypothèses aient été émises concernant ce phénomène, pourtant bien documenté, peu se sont avérées entièrement satisfaisantes⁷⁴.

Plus précisément dans le cas des SCD, la sous-évaluation serait liée à divers facteurs. Notamment, la très faible valeur des titres au moment de l'émission, leur petite taille⁷⁵, ainsi que la nature intrinsèquement risquée de tels investissements qui est exacerbée par la période limite de 18 mois fixée pour conclure l'opération admissible⁷⁶.

69. *Supra*, note 30, p. 1.

70. Catalyst Law, Capital Pool Companies : An Overview, « what is a Capital Pool Company, or CPC », p. 6. Disponible en ligne : www.catalyst-law.com/document/133.

71. *Supra*, note 7, p. 25, sous la rubrique 2.1 ; *supra*, voir note 72 à 83 de la partie précédente sur les « Appels publics à l'épargne ».

72. *Supra*, note 7, p.27, voir particulièrement le tableau n° 9 qui est éloquent à cet égard.

73. Y. Larose, « Mirages du court terme : Méfiez-vous des émissions initiales d'actions des petites sociétés de secteurs à risque », p. 1, 29 novembre 2001. Disponible en ligne : www.ulaval.ca./scom/Au.fil.des.evenements/2001/11.29/indexhtml.

74. *Supra*, note 7, p. 28.

75. *Supra*, note 7, p. 30. Plus particulièrement quant à la petite taille, voir *infra*, note 76, p. 12.

76. *Supra*, note p. 18.

Par ailleurs, on sait que la présence de placeurs de titres prestigieux a pour effet de faire diminuer le niveau de risque de l'émission. Plus la firme de courtage est prestigieuse, moins l'émission est jugée risquée⁷⁷. Or l'on constate qu'il est difficile d'intéresser des intermédiaires prestigieux, d'envergure nationale, lorsque l'émission se situe en deçà de 25 millions de dollars⁷⁸. Ce qui explique en partie qu'un PAPE traditionnel (*i.e.* non SCD) soit moins sous-évalué que la première émission dans le cadre du programme SCD⁷⁹.

La conséquence de cela est que la sous-évaluation demeure un problème considérable, non seulement pour les PME canadiennes en général, mais particulièrement pour celles issues du programme SCD⁸⁰.

Bien que le sujet n'ait pas, à l'heure actuelle, fait l'objet de beaucoup d'études, celles qui ont abordé le sujet font état d'une sous-évaluation chronique lors des émissions de SCD qui atteint des proportions anormalement élevées.

On constate d'abord que la sous-évaluation est beaucoup plus prononcée sur la Bourse de Croissance qu'elle ne l'est sur la TSX, particulièrement à cause de la présence des SCD⁸¹.

Une première étude publiée en 2001 quantifie la sous-évaluation des SCD lors de l'émission initiale à 142 % en période de haute réceptivité des marchés aux financements boursiers et de 122 % en période de faible réceptivité des marchés⁸².

C'est donc dire que le facteur de réceptivité influence non seulement le nombre d'émissions qui connaissent du succès, mais plus encore, le degré de sous-évaluation enregistré⁸³. Cette même étude conclut qu'outre les périodes de réceptivité des marchés, durant la période de 1991-1998, sur un échantillon de 433 cas, la moyenne de sous-évaluation des SCD a été entre 135 et 141 %⁸⁴.

77. *Ibid.*, p.15.

78. *Supra*, note 76, p. 15.

79. *Id.*

80. *Id.*

81. *Supra*, note 4, p. 42.

82. *Supra*, note 76, p. 15.

83. *Supra*, note 76, p. 5.

84. *Supra*, note 76 p. 33, tableau 7, deuxième colonne à partir de la gauche sous la rubrique « JCP IPO's ».

Ces chiffres sont compatibles avec une étude publiée par Kooli et Suret, sous l'égide de l'institut CIRANO qui, pour la période 1997 à 1999 détermine que la sous-évaluation moyenne de près de 300 émissions de SCD est de presque 162 %⁸⁵. Rappelons, pour fin de comparaison, que nous mentionnions antérieurement que la sous-évaluation moyenne au États-Unis est de l'ordre de 15,8 %, alors qu'elle approche les 8 % au Canada pour les émissions traditionnelles⁸⁶. Ces chiffres sont repris et confirmés par une étude récente, publiée par Industrie Canada, qui se penche sur les émissions initiales au Canada⁸⁷.

Finalement, mentionnons une dernière étude, très récente celle-là, qui estime que la sous-évaluation moyenne de titres de SCD est de 165 %. La sous-évaluation médiane étant de 100 % et ce pour un échantillon de 451 SCD entre 1995 et 2000⁸⁸. Les auteurs affirment que cette sous-évaluation est compatible avec une forte asymétrie informationnelle et un système de détermination des prix sous-optimal⁸⁹.

1.7.2 Les coûts directs

Ces coûts comportent plusieurs sous-éléments. D'abord, les sommes dépensées pour se conformer aux exigences réglementaires liées à l'émission. Cela comprend notamment les sommes engagées pour confectionner un prospectus ainsi que les honoraires de conseillers légaux et financiers qui auront été impliqués dans ce processus⁹⁰.

En ce qui concerne le prospectus, mentionnons que la SCD n'a, par définition, jamais eu d'activités commerciales, et elle ne doit pas avoir convenu au préalable d'une opération admissible. De sorte que le prospectus est relativement sommaire et ne change que très peu d'une émission à l'autre⁹¹. Ce faisant, les frais juridiques et comptables seraient relativement limités⁹². D'aucuns estiment que ces coûts ne devraient pas dépasser de beaucoup les 10 000 \$⁹³.

85. *Supra*, note 2, p.8 voir particulièrement le tableau n° 2.

86. *Supra*, note 127 et 130 de la partie II, sur l'appel public à l'épargne. Mentionnons que ces coûts ne comprennent pas les autres coûts, directs et autres.

87. *Supra*, note 7, p. 27, tableau 9.

88. C. Carpentier, J.-M. Suret, *supra*, note 9, p. 43 à 45.

89. *Id.*

90. *Supra*, note 7, p. 25.

91. *Supra*, note 34, p. 14 ; *supra*, note 3, p. 27 et 30.

92. *Id.*

93. M. Volker, « Capital Pool Companies(on CDNX) », 7 mars 2002. Disponible en ligne : www.sfu.ca/~mvolker/biz/cpc.htm.

Deuxièmement, les déboursés directs versés aux autorités réglementaires. À cet égard, on doit compter dépenser entre 15 000 \$ et 50 000 \$ à titre de frais d'inscriptions⁹⁴.

Puis, la commission versée au placeur qui représente habituellement un pourcentage du produit brut de l'émission, en plus des octrois d'options dont la firme de courtage peut se prévaloir. On estime que ce pourcentage tourne autour de 10 % du produit brut du placement⁹⁵. Plusieurs études ont estimé que les coûts directs de l'émission se chiffrent, dans le cas des SCD, à un pourcentage approchant les 23 % des coûts totaux de l'émission⁹⁶.

Donc, bien que ces coûts s'ajoutent à la sous-évaluation des titres et aux coûts intangibles qui consistent surtout en un coût d'opportunité comme le salaire versé au personnel cadre de la société qui doit voir à préparer l'émission, ils constituent, somme toute, une partie relativement peu importante des coûts totaux⁹⁷.

Gardant à l'esprit que la sous-évaluation représente une partie importante du coût d'une émission, il n'en demeure pas moins que l'ensemble des coûts d'émission sont très importants, surtout pour celle effectuée sur la Bourse de Croissance. En effet, pour de telles émissions, on estime que l'ensemble des coûts représentent près de 82 % de l'émission⁹⁸. De façon plus spécifique, pour les SCD ces mêmes coûts seraient de l'ordre de 184 % du coût total de l'émission⁹⁹.

Ces coûts, en particulier ceux relatifs à la sous-évaluation, font dire à certains auteurs, qu'afin d'obtenir des fonds à faible coût, les petites entreprises canadiennes auraient avantage à considérer se tourner vers d'autres sources de financement tels les placements privés ou le capital de risque¹⁰⁰.

94. TSE/CDNX (Products & Services Listings, CDNX Listing), « Costs of Going Public », p. 1. Disponible en ligne : <http://142.201.0.1/en/productsAndServices/listings/cdnx/listing/listingCost.html> ; voir aussi la grille de frais de la Bourse de Croissance prévue à la Politique 1.3 disponible en ligne : www.tsx.ca/en/pdf/manual.pdf.

95. J. Langton, « Canada's IPO market lingers on », *Investment Executive*, avril 2002, p. 16 ; *supra*, note 2, p. 8, tableau n° 2 ; *supra*, note 7, p. 27.

96. *Supra*, note 7, p. 27, tableau n° 9, *supra*, note 2, p. 8.

97. *Supra*, note 4, p. 39.

98. *Supra*, note 4, p. 42.

99. *Supra*, note 7, p. 27, tableau 9.

100. *Supra*, note 2, p. 9, 16.

1.8 Avantages/Désavantages

1.8.1 Avantages

Le programme est approuvé par une bourse reconnue

Il s'agit d'un programme géré par une bourse crédible qui garantit qu'un processus de révision réglementaire est mis en place. Le programme est le fruit de mûres réflexions alimentées par des observations du marché des petites émissions, et ce, depuis plusieurs années¹⁰¹.

Plusieurs mesures de nature à assurer la protection des investisseurs ont été mises en place. Plus spécifiquement, les administrateurs et les dirigeants doivent eux-mêmes effectuer une mise d'argent initiale qui risque d'être perdue si une opération admissible n'est pas complétée dans les 18 mois. Puis les actions qui seront émises à leur endroit seront subséquemment entiercées¹⁰².

Qualité de l'équipe de gestion

La Bourse de croissance s'assure, bien que nous n'ayons pas pu recenser d'émissions bloquées pour ce motif, que conformément à sa réglementation les dirigeants et administrateurs seront des personnes expérimentées en matière de gestion de sociétés publiques. Ce qui permet aux entrepreneurs de jumeler leur dynamisme à celui d'administrateurs aguerris qui seront à même de les faire profiter de leurs conseils. Cela permet à l'entrepreneur d'acquérir de l'expérience au sein d'une société publique.

Accès au statut de société publique

Ce nouveau statut confère à la nouvelle entité la plupart des avantages traditionnellement associés aux sociétés publiques. Plus précisément, le prestige et le rayonnement d'être une société cotée en Bourse ainsi que l'accès à des sources de capitaux plus variées en plus d'une liquidité accrue pour les actionnaires actuels¹⁰³.

101. C. Désy, « Programme de financement pour la PME », *Ca magazine*, octobre 2003, p. 3. Disponible en ligne : www.camagazine.com/index.cfm/ci_id/17305/la_id/2htm.

102. *Id.*

103. *Supra*, note 29, p. 2.

Procédures allégées, coûts réduits

L'allégement réglementaire, la réduction du niveau de divulgation requis dans le cadre du programme SCD, permet à des jeunes sociétés de taille modeste d'obtenir le statut de société publique, ainsi que du financement à des coûts directs moins importants, et ce, plus rapidement que ce qui autrement aurait été le cas¹⁰⁴. En ce sens la réduction des formalités, le coût raisonnable du financement permettent de réduire considérablement le recours aux services de conseillers légaux et financiers, permettant ainsi aux sociétés affichant un potentiel intéressant de tirer profit de ce nouvel outil qu'est le programme de SCD¹⁰⁵.

Tremplin permettant l'accès au marché senior de la TSX

Le processus permet à la société issue du programme SCD de migrer plus facilement vers la Bourse de grande capitalisation dès que les conditions financières le permettront¹⁰⁶. Rappelons à cet égard qu'en 2001, 42 % des inscriptions provenant de la Bourse de croissance vers la Bourse TSX provenait du programme SCD¹⁰⁷.

Démarche moins risquée que le PAPE traditionnel

Le succès du PAPE traditionnel dépend en grande partie de l'accueil des syndicats de courtiers en valeurs mobilières ainsi que des conditions qui prévalent dans le marché des capitaux au moment de l'appel public. Or le programme de SCD permet de diminuer considérablement l'incertitude entourant le lancement du premier appel public. Il s'agit là, outre le facteur coût, de la principale différence entre le programme SCD et le PAPE traditionnel¹⁰⁸. La démarche par le biais des SCD est donc moins risquée¹⁰⁹.

104. *Supra*, note 88, p. 53, 59.

105. R. Ikram, « Les sociétés de capital de démarrage : un pont vers la Bourse », *Les Affaires*, 24 août 2003, p. 23.

106. L. Doyle, « Bourse de croissance TSX : Une nouvelle option pour l'entreprise québécoise », p. 3, du 13 juin 2002, disponible en ligne : www.tsx.ca.

107. L. Doyle, Conférence prononcée par le Vice-président de la Bourse de Croissance, Montréal, septembre 2002, p. 1. Disponible en ligne : www.reseaucapital.com/conferences/Rentree_02/Louis_Doyle_TSX.pdf.

108. C. Désy, *supra*, note 16, p. 1 ; *supra*, note 101, p. 4.

109. S. Vézina, J. Duchesne, « Le programme des sociétés de capital de démarrage : un véhicule de financement novateur ! » *Revue La Fiche*, septembre 2003, publié par la Fédération des Chambres de commerce du Québec, p. 1. Disponible en ligne : <http://laverydebilly.com/pdf/FichesJuridiques/030901f.pdf> voir aussi www.cccq.ca.

Incitatif à l'embauche

La SCD étant devenue une société publique cotée en Bourse, ses actions ont donc une valeur monétaire et à ce titre peuvent dorénavant servir de monnaie d'échange. À cet égard, il est maintenant plus facile pour l'entreprise d'attirer des cadres de plus importante stature en leur offrant de participer au capital de la société et en leur proposant des octrois d'options d'achats¹¹⁰.

1.8.2 Désavantages

Les coûts

Paradoxalement, bien que le programme SCD ait comme objectif de réduire les coûts, ce qui peut être le cas pour les coûts directs, l'on ne peut passer sous silence l'importante sous-évaluation qui se produit lors de l'émission, ce qui peut indiquer que le programme contribue à une allocation suboptimale des capitaux.

Information publique continue

Le statut de société publique engendre des responsabilités dont celle de renseigner de façon continue le marché sur ces activités. Ces obligations d'information comportent *inter alia* l'obligation de produire des états financiers annuels, ainsi que la communication d'informations ponctuelles. De plus la société doit rendre accessibles tous les documents importants la concernant. Ceux-ci devront être disponibles sur Internet ou sur SEDAR¹¹¹. L'ensemble de ces obligations et responsabilités ajoutent au fardeau financier de l'entreprise.

Contrainte sur la gestion de la société

Étant maintenant publique, la SCD doit répondre de sa gestion devant les actionnaires. Ce qui créera de la pression sur les administrateurs pour que des résultats positifs se fassent sentir à court terme. Les gestionnaires de l'entreprise doivent donc se montrer plus conscients des enjeux à court terme qu'auparavant¹¹².

110. *Supra*, note 100, p. 8.

111. C. Déry, « Enfin un financement boursier pour la PME au Québec ! », *Bulletin d'actualité juridiques*, été 2002, n° 1, p. 2 ; *supra*, note 34, p. 2, du document post-annexe.

112. *Supra*, note 34.

Perte de contrôle des actionnaires

Les actionnaires fondateurs devront, comme dans le cas d'un appel public à l'épargne traditionnelle, composer avec une diminution de leur pouvoir comparativement au statut de société fermée. Le statut pré-SCD leur laissait les coudées franches. Ils devront maintenant tenir compte non seulement des nouveaux actionnaires mais aussi de l'Autorité des marchés financiers, ainsi que de la Bourse¹¹³.

1.9 Bilan du Programme SCD

Le but du programme SCD est indubitablement de faciliter l'entrée en Bourse de petites sociétés afin de favoriser leur accès à l'épargne publique tout en réduisant les coûts normalement associés à une première émission. Mais comment évaluer si le programme a rempli sa mission de façon adéquate ? Certainement, d'un point de vue de la politique publique et de la réglementation des valeurs mobilières, ce programme pourrait prétendre au succès s'il réussit à contribuer au développement de nouvelles entreprises ou si l'on peut constater un accroissement de l'emploi et de la richesse¹¹⁴.

Indiscutablement, il s'agit d'une question cruciale qui, compte tenu de l'importance de la PME comme moteur du développement économique, mérite une réponse de nature à satisfaire nos interrogations sur l'utilité et surtout l'efficacité d'un tel programme. Fort heureusement, de récentes études viennent jeter de la lumière sur ces questions. En effet, les récents travaux du professeur Suret sur le sujet sont maintenant incontournables. Nous nous inspirerons donc largement de ces écrits afin de tenter de répondre aux questions soulevées ci-haut. Cette démarche doit d'abord s'effectuer en traçant un bilan du programme.

1.9.1 Rendement quantitatif

Une récente étude sur la rentabilité des SCD, qui comprend un échantillon de 367 sociétés durant la période 1995-2001, démontre qu'en moyenne pour l'ensemble de la période d'observation, les entreprises classées dans la catégorie des émetteurs à faible croissance, ont affiché une perte égale à -53 % de leur chiffre d'affaires¹¹⁵.

113. *Id.*

114. *Supra*, note 104, p. 17, 30.

115. *Supra*, note 28, p. 32, voir le tableau n° 5. Pour des commentaires et analyse, voir *supra*, note 104, p. 33.

Dans cette même catégorie, une évaluation du rendement sur l'avoir (ROE) des sociétés ayant complété une opération admissible, démontre qu'en moyenne ces entreprises ont un ROE de -34,7 % pour la période d'observation. C'est donc dire que ces sociétés perdent en moyenne près de 35 % de leur avoir par exercice financier¹¹⁶.

Dans la catégorie des émetteurs résultant, dit en croissance, les chiffres sont tout aussi révélateurs. Dans le cas de la marge bénéficiaire, elle est en moyenne de -26,2 % pour l'ensemble de la période d'observation. Tandis que pour le rendement sur l'avoir, on observe un ROE annuel de -7,6 %, soit de -21 % sur trois ans¹¹⁷.

Ces données indiquent que la rentabilité de ces émetteurs est extrêmement faible¹¹⁸. De fait, elles démontrent aussi que la plupart des sociétés inscrites en Bourse par le biais du programme SCD ne sont généralement pas profitables¹¹⁹. On estime, à cet égard, que le taux de succès de ces entreprises est d'à peu près de 10 %¹²⁰.

Ces chiffres, particulièrement ceux qui indiquent des marges bénéficiaires et des ROE négatifs, démontrent que ces sociétés ne disposent pas au départ d'avantages concurrentiels, gage de succès de toute nouvelle entreprise. La non-viabilité initiale, ainsi que l'absence de croissance subséquente constituent des indicateurs sérieux que le problème de base n'en est probablement pas un de financement¹²¹.

Quant au taux de succès des SCD qui tourne autour des 10 %, les implications sont importantes. En effet si une société qui entre sur le marché boursier par le biais du programme de SCD a une chance sur dix de survivre, cela implique que neuf sur dix d'entre elles disparaîtront. Cela étant, une conclusion s'impose, le programme conduit à une allocation sous-optimale des fonds dans l'économie¹²².

Cela est évidemment inquiétant d'un point de vue économique, mais aussi d'une perspective de politique publique. En effet, il est certainement permis de se demander

116. *Id.*

117. *Supra*, note 28, p. 32, voir le tableau n° 5. Pour commentaires et analyse, voir *supra*, note 104, p. 35.

118. *Supra*, note 104, p. 33.

119. *Supra*, note 28, p. 26.

120. *Id.*

121. *Supra*, note 104, p. 34.

122. *Supra*, note 104, p. 57.

si un taux d'échec de 90 %, pour un investisseur éventuel, n'est pas incompatible avec la mission de protection des épargnants de l'Autorité des marchés financiers¹²³.

Par ailleurs, et de façon concomitante, le programme des SCD, permet à la société qui s'apprête à faire une première émission et donc de s'inscrire à la cote, de bénéficier d'un régime de divulgation allégé alors que le caractère extrêmement risqué du placement exigerait une divulgation accrue¹²⁴, afin de minimiser l'asymétrie informationnelle et ainsi permettre à l'investisseur d'apprécier pleinement la nature réelle de son investissement. Cela nous apparaît aller à l'encontre d'une autre mission qui est dévolue à l'Autorité des marchés financiers, soit celle de favoriser le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières¹²⁵.

En résumé, il nous apparaît que de favoriser l'accès à la cote de la Bourse de jeunes sociétés, peu matures, non rentables et dépourvues de potentiel de croissance adéquat, qui disparaîtront en nombre alarmant de la carte économique, constitue une façon douteuse pour les autorités réglementaires de s'affranchir des missions que la loi lui confie¹²⁶.

De plus, il est difficile de passer sous silence le fait que le programme SCD permette principalement l'entrée en Bourse de sociétés peu capitalisées et dont les titres sont peu liquides¹²⁷. Ces sociétés, dans le scénario le plus improbable, soit leur survie à moyen terme, auront une nette tendance à utiliser, comme source de financement subséquente au PAPE, le placement privé effectué majoritairement par des individus ou des investisseurs institutionnels¹²⁸. On peut donc s'interroger sur la pertinence de permettre à des sociétés non rentables d'accéder au statut de société publique si elles vont par la suite se financer sur le marché privé. Dans cette perspective, l'accès en Bourse n'est peut être pas le mode de financement approprié.

123. Article 276 2^e alinéa LVMQ.

124. *Supra*, note 104, p. 57, 60.

125. Article 276 ,1 alinéa, LVMQ.

126. *Supra*, note 104, p. 2, du sommaire.

127. *Supra*, note 104, p. 1, 2, du sommaire.

128. *Supra*, note 101, p. 3.

1.9.2 L'apport du capital du risque

La philosophie sous-jacente du programme de SCD est que les jeunes sociétés en croissance pourront combler rapidement leurs besoins de financement sans l'aide du capital de risque fut-il de nature privée ou institutionnelle¹²⁹. En somme, le programme prend le pari que l'accès au statut de société ouverte peut se faire sans l'apport d'intermédiaire, comme le capital de risque, désormais jugé non essentiel¹³⁰. Mais qu'en est-il au juste ?

Historiquement, le capital de risque a joué un rôle important dans le financement de jeunes sociétés qui, compte tenu de leur absence de feuille de route et d'éléments d'actifs, auraient eu autrement de la difficulté à attirer le capital requis¹³¹.

De plus, à titre d'intermédiaire financier, le capital de risque accomplit des tâches fondamentales de collecte d'informations au sujet des sociétés qu'il a comme fonction d'évaluer après une vérification diligente.

De plus, il prodigue des conseils, fruit de son expérience aux entrepreneurs choisis, en matière de financement et de planification stratégique. Ce faisant, le capital de risque est en mesure, *ex ante* d'éliminer les projets dont la rentabilité est douteuse¹³². De sorte qu'à titre d'intermédiaire, le capital de risque en particulier joue le rôle primordial de filtre, rôle d'autant plus important qu'il se joue au moment même où l'asymétrie informationnelle est à son apogée¹³³.

En somme, en mettant de côté le rôle essentiel du capital de risque en tant qu'intermédiaire qui donne de l'expertise ainsi que des fonds aux jeunes entreprises, le programme SCD court-circuite le cycle normal de financement en permettant aux sociétés issues du programme d'accéder prématurément au marché des capitaux.

Or les études démontrent que l'apport du capital de risque est un facteur de longévité et donc de survie des jeunes sociétés¹³⁴. Signalons à cet égard les travaux récents

129. *Supra*, note 28, p. 4.

130. *Supra*, note 104, p. 58.

131. *Supra*, note 28, p. 5.

132. *Supra*, note 28, p. 131.

133. *Supra*, note 104, p. 58.

134. *Supra*, note 28, p. 5, 6, 7 ; « Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe », 2002. Disponible en ligne : www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_37_att_333.pdf.

des auteurs Gompers et Lerner qui, aux États-Unis, ont évalué un échantillon 934 PAPE réalisé à l'aide de capital de risque sur une période de vingt ans et un autre échantillon de 3407 PAPE menés à terme sans l'aide de capital de risque, et ce, sur une période de dix-sept ans¹³⁵.

Ils ont conclu que les PAPE qui ont bénéficié de l'appui du capital de risque, ont sur une période de cinq ans, obtenu des rendements de l'ordre de 44,6 % contre 22,5 % pour ceux qui n'ont pas bénéficié d'un tel appui¹³⁶.

Ils concluent leur étude en affirmant que, généralement, les PAPE appuyés par le capital de risque ont des résultats significativement supérieurs à ceux qui n'en bénéficient pas¹³⁷. De même, les plus petites émissions, sans capital de risque, obtiennent les pires performances¹³⁸.

Des propos tenus ci-haut plusieurs constats doivent être tirés.

Premièrement, l'abaissement des normes d'accèsion au statut de société publique n'est pas en soi un moyen efficace de régler le problème de financement des sociétés en croissance et de promouvoir leur développement¹³⁹. Cela est mis en évidence notamment par le très faible taux de survie des sociétés issues de ce programme.

Deuxièmement, les jeunes sociétés en croissance ne devraient pas pouvoir, par le biais du programme SCD, faire un PAPE, en contournant toutes les étapes d'ordre réglementaire, financier et institutionnel qui agissent comme filtres. Particulièrement, le capital de risque qui, à titre d'intermédiaire, assure une certaine crédibilité au processus en se portant raisonnablement garant de la viabilité de l'entreprise dans laquelle elle investit¹⁴⁰.

Outrepasser le rôle essentiel que jouent les intermédiaires financiers, notamment du capital de risque, mène généralement à l'échec¹⁴¹.

Troisièmement, le très faible taux de succès des sociétés issues du programme SCD, ainsi que l'importante asymétrie informationnelle qui s'en dégage est difficilement com-

135. P. Gompers, J. Lerner, « The Venture Capital Cycle », Boston, Massachusetts Institute of Technology, 2000, p. 294.

136. *Ibid.*, p. 299.

137. *Ibid.*, p. 320.

138. *Ibid.*, p. 322-323.

139. *Supra*, note 7, p. 45.

140. *Supra*, note 104, p. 64.

141. *Supra*, note 28, p. ; *supra*, note 104, p. 65.

patible avec la mission dévolue aux organismes de réglementation par la loi et ne se justifie pas dans une perspective de politique publique. Cela exige un sérieux réexamen du programme.

1.9.3 Les pistes de solutions

Le professeur Suret propose dans ces écrits quelques éléments de réflexion sur le sujet.

Une augmentation des prix des titres lors de l'émission

L'asymétrie informationnelle étant biaisée en faveur des promoteurs, l'investisseur ne paie donc pas la juste valeur du titre. Cela favorise une sous-évaluation importante du prix des actions. Un meilleur processus de divulgation est donc nécessaire pour contrer ces phénomènes. Ce qui en bout de ligne augmenterait le produit du PAPE en diminuant la sous-évaluation, multipliant ainsi les chances de survie de l'entreprise¹⁴². Cela demeure vrai même si la survie à long terme des petites entreprises qui effectuent un PAPE est habituellement problématique et constitue un défi de taille.

Augmenter les fonds disponibles avant le PAPE

L'entrée précoce en Bourse favorise l'insuccès des sociétés en croissance. Les actions des autorités réglementaires et gouvernementales devraient donc tendre à retarder le moment de l'entrée en bourse des jeunes sociétés, tout en favorisant l'accroissement de l'offre de capital disponible avant l'émission soit par le biais du placement privé ou du capital de risque¹⁴³.

En somme, le recours au capital de risque particulièrement celui provenant du secteur privé, par opposition au fonds public, doit être encouragé. Cet incitatif pourrait se faire, par exemple, par le biais d'un réaménagement de la fiscalité en ce domaine, qui viserait à rééquilibrer les avantages dont jouissent les fonds du secteur public au détriment des fonds privés. Dans ces conditions, une participation accrue du privé pourrait être envisagée.

142. *Supra*, note 104, p. 61.

143. *Supra*, note 7, p. 53.

Deuxièmement, malgré des efforts de la réglementation actuelle en ce sens, la taille des SCD et des opérations admissibles devrait être augmentée, permettant ainsi l'apport de fonds disponibles avant le PAPE, ce qui augmente du même coup les chances de survie de l'entreprise¹⁴⁴.

L'imposition d'une capitalisation libre minimale après l'opération admissible

Le programme dans sa forme actuelle permet l'arrivée en bourse de sociétés dont les titres sont affligés d'une liquidité insuffisante. Cette nouvelle condition obligerait les entreprises qui ont complété leur opération admissible à procéder à un appel public traditionnel. Ce qui favoriserait la diffusion d'information dans le public, le suivi par les analystes ainsi qu'une baisse de l'asymétrie informationnelle et donc de la sous-évaluation des titres. Ce faisant, la société recevrait plus pour ces titres et la liquidité des ces derniers s'en trouverait accrue¹⁴⁵.

Enfin, les critiques formulées ci-haut à l'encontre du programme SCD dans sa forme actuelle méritent quelques caveats. D'abord, les observations du professeur Suret se sont échelonnées sur une période d'un peu plus de cinq ans soit de 1995 à 2001. Or cette période fut caractérisée par une bulle dans les titres du secteur technologique ainsi que l'effondrement subséquent de la valeur de ces titres¹⁴⁶. De sorte que les conclusions sont peut-être fragilisées par ces variations de nature cyclique. Notons cependant que les sociétés de nature technologique ont compté pour moins de 20 % de l'échantillon total des 451 émissions de SCD utilisés¹⁴⁷.

Un échantillon plus important ainsi qu'une période d'observation plus étendue permettraient de confirmer les tendances lourdes déjà observées.

Deuxièmement, le projet a un but premier louable. Cela étant dit, malgré les interrogations et les inquiétudes, voire le scepticisme qu'il peut engendrer, il n'en demeure pas moins que le programme possède d'indéniables qualités¹⁴⁸. De même, malgré un taux

144. *Supra*, note 104, p. 61.

145. *Supra*, note 104, p. 61, 62.

146. *Supra*, note 104, p. 63.

147. *Supra*, note 104, p. 42.

148. *Supra*, note 11, p. 10.

de succès très mitigé, il offre néanmoins la possibilité au public d'investir dans des sociétés à fort potentiel de croissance¹⁴⁹.

Puisque la majeure partie des opérations admissibles dans le cadre du programme SCD se font par le biais d'une prise de contrôle inversée, nous examinerons au prochain chapitre ce phénomène ainsi que le cadre juridique qui le définit.

149. F. Pouliot, « La CVMQ autorise les sociétés de capital de démarrage », *Le Soleil*, 12 juin 2002.

CHAPITRE 4

PRISE DE CONTRÔLE INVERSÉE

1. Présentation du phénomène

La prise de contrôle inversée (PCI), aussi appelée « reverse takeover (RTO) » ou « reverse merger » dans la littérature anglo-saxonne, connaît un essor considérable ces dernières années. En effet, la prise de contrôle inversée constitue une solution de rechange de plus en plus populaire auprès des petites et moyennes entreprises désireuses de se financer par le biais de l'appel public à l'épargne. Cela éviterait, selon les partisans et utilisateurs de ce procédé, les coûts et la lourdeur normalement associés au processus suivi lors du premier appel public à l'épargne (PAPE)¹.

Cette récente recrudescence du phénomène est due à une combinaison de facteurs. Mentionnons, en premier lieu, la récente baisse généralisée de l'activité économique en Amérique du Nord qui a contribué à l'éclatement de la bulle technologique et du même coup à la baisse des cours boursiers.

Conséquence directe de cette situation, le marché des PAPE s'est considérablement résorbé au cours des derniers mois. De plus, cet état de fait, combiné à une baisse importante des titres du secteur de la haute technologie, a permis à cette méthode éprouvée de fusion et d'acquisition qu'est la PCI, de refaire surface et d'offrir aux sociétés en manque

1. Business Wire « Texas Companies Go Public With Reverse Merger Process » ; 5 octobre 1999. Disponible en ligne à : www.findarticles.com.

de ressources financières une solution de rechange aux méthodes de financement traditionnelles².

Notons par ailleurs que cette situation économique accroît considérablement la volatilité du marché des capitaux et qu'elle a refroidi l'ardeur des preneurs (« underwriter ») quant à la perspective de participer à de nouvelles émissions, surtout pour celles de sociétés plus petites qui sont perçues par ces derniers comme étant plus risquées.

Compte tenu de ce contexte économique incertain, les PME ont donc beaucoup plus de difficultés à trouver des preneurs qui accepteront de commercialiser leurs émissions. D'où l'attrait croissant pour la PCI qui permet d'explorer une autre avenue que celle du PAPE traditionnel, entre autres parce qu'elle ne nécessite pas une implication aussi grande de la part d'un preneur, ce qui permet une baisse importante des coûts de financement³.

La technique en elle-même n'a rien de bien nouveau. Chez nos voisins du Sud, cet outil de financement est utilisé depuis au moins les années 1950. En effet, dès cette époque, le célèbre financier Arman Hammer a investi dans une « coquille » qui deviendra par la suite le puissante Occidental Petroleum⁴.

Dans les années 1970, Ted Turner a complété une prise de contrôle inversée avec Rice Broadcasting qui a par la suite pris de l'essor et est devenue l'importante Ted Turner Broadcasting Systems.

Plusieurs autres sociétés américaines bien en vue ont connu leur début de cette façon. Nous pensons notamment à des sociétés comme Radio Shack Corp., Blockbuster Entertainment Inc. ainsi que Waste Management Inc.⁵.

-
2. S. Lacey, « Shut Out of IPO Market, Trading at Low levels? Reverse Mergers May Work But Not for All: When a private company acquires a public Shell, it's a cheap liquidity event », *Investment Dealers Digest*, 4 juin 2001. Disponible en ligne à : www.findarticles.com.
 3. R. G. Heim, H. Meyers, « E-Practice: Alternative Methods of Going Public », *New York Law Journal*; 26 January 2001; p. 1; M. Kady II, E. Winig, « Reversal of Fortune: With IPO routes all but shut down, reverse merger offer another way to raise funds », *Washington Business Journal*, 28 juillet 2000. Disponible en ligne : <http://washington.bizjournals.com/washington/stories>.
 4. T. P. Halter, « The Reverse Merger Process », 1999. Disponible en ligne : <http://halterfinancial.com/articles>.
 5. A. Moore, « Merger Talk-Private Firms use Back-Door to Slip into Market », Reuters, 30 juillet 2001. Disponible en ligne : www.alteritypartners.com/reuters.htm.

La popularité des PCI n'a rien d'équivoque aux États-Unis. On estime en effet que près de la moitié des sociétés qui sont devenues publiques entre 1995 et 2000 y sont arrivées par voie de prise de contrôle inversée. En 1995, le pourcentage de prise de contrôle a atteint 53,4 %, alors qu'en 1985 elles atteignaient 36 % de toutes les nouvelles inscriptions en bourse⁶.

Par ailleurs, en Grande-Bretagne, on a constaté que durant l'année 2000, 18 % des nouvelles inscriptions au London's Alternative Investment Market s'étaient effectuées par voie de PCI. Soit une augmentation de 76 % comparativement à l'année précédente⁷.

Au Canada, on utilise cette technique depuis les années 1970. On a cependant constaté un engouement croissant pour cette méthode, plus particulièrement depuis 1985. De telle sorte qu'en 1993, on a noté à l'ancienne Bourse de Vancouver (VSE), qu'il y avait autant d'inscriptions à la cote par le biais de la prise de contrôle inversée que par voie de prospectus⁸.

Plus récemment, la vague de fond qui a affecté les marchés boursiers aux États-Unis s'est étendue jusque chez nous. La chute des marchés a créé une rareté des capitaux disponibles au Canada. À cet égard, la société comptable PriceWaterhouse Coopers estime que l'année 2001 pourrait être la pire des dix dernières années concernant les premiers appels publics à l'épargne⁹.

Dans un tel contexte économique, il n'est pas étonnant que les PCI connaissent un regain de popularité. Notons qu'au Québec, les prises de contrôle inversées ont eu lieu majoritairement dans le domaine minier.

En effet, plusieurs sociétés Internet ou de haute technologie ont approché des sociétés minières publiques peu actives pour tenter de les convaincre de vendre leurs entreprises. L'intérêt pour l'acheteur ne réside pas tant dans l'acquisition des actifs obtenus, que dans sa faculté de s'approprier le statut de société cotée en Bourse que lui confère la fusion avec la société publique¹⁰.

6. S. Petrova, « Playing a Less Risky IPO Game », octobre 2000 ; Inc Magazine. Disponible en ligne : www.jump.com

7. *Id.*

8. J. J. Matkin, G. D. Cowper, « Restructuring for the future : Towards a Fairer Venture Market », *The Report of the Vancouver Stock Exchange & Securities Regulation Commission*, 1994, p. 32. Aussi désigné comme le « Matkin Report ».

9. J.-F. Barbe, « Les RTO, pas pour tout le monde », *Les affaires*, 4 août 2001.

10. I. Petit, « Devenir une société publique par une prise de contrôle inversée », *Développements récents sur les valeurs mobilières*, Service de la formation permanente, Barreau du Québec, Les Éditions Yvon Blais, janvier 2001, n° 1, p. 39.

Compte tenu de la situation économique difficile qui sévit dans le domaine de la prospection minière, plusieurs administrateurs et membres fondateurs de ces sociétés se sont laissés tenter par l'occasion de rentabiliser leurs investissements stagnants, dans une société somme toute dormante.

C'est ainsi qu'en juillet 2000, la société Jitec (maintenant devenue Advantage Link), société privée œuvrant dans le domaine de la mise en marché de sous-composantes d'ordinateur, a acquis par voie de prise de contrôle inversée la société minière Altavista dont le titre était suspendu de la cote à la Bourse de Montréal. Grâce à cette transaction, Jitec est rapidement devenue une société publique ayant la capacité de solliciter l'épargne publique¹¹.

L'affaire a alimenté les discussions dans les pages financières des grands quotidiens, puisque le titre, qui valait 6,55 \$ à la fin juillet, n'en valait plus que 0,38 \$ en mars 2001, avant que le titre soit suspendu à cause d'irrégularités et de contraventions à la Loi sur les valeurs mobilières, imputées au jeune président du Conseil et fondateur, Benoît Laliberté. Cette saga a rouvert le débat sur la légitimité des PCI, sujet sur lequel nous aurons l'occasion de revenir.

Un exemple plus récent d'une prise de contrôle inversée nous permettra d'illustrer le phénomène sous étude. En décembre 2001, les promoteurs d'un projet, visant le tournage de films sur le site de la défunte usine Hyundai à Bromont, ont acheté l'usine de l'ancien fabricant automobile au coût de 21 millions de dollars, pour en faire un vaste complexe cinématographique. Comme l'entreprise visait surtout les productions américaines, elle a trouvé avantageux de s'inscrire à la cote de la bourse américaine NASDAQ¹².

Elle a donc acheté une coquille inscrite à la cote de cette bourse. Cette société, Patapeer Holdings, évoluait dans le domaine de la commercialisation de logiciels. Sa dernière création permet l'échange de dossiers entre les utilisateurs sur Internet. Cette société ne compte que trois employés et n'enregistre aucun revenu significatif.

La transaction s'est effectuée de la façon suivante. La coquille, Patapeer Holdings, fait l'acquisition des actions de Studio Bromont, pour 40 millions de dollars américains.

11. J. Brock, « Regulating the Reverse Takeover », *Faculty of Law Review*, vol. 60, n° 1, hiver 2002, p. 15.

12. M. Tison, « Studio Bromont franchit une nouvelle étape en s'inscrivant au NASDAQ », *La Presse*, 16 février 2002.

En contrepartie, elle verse 40 millions d'actions émises pour la circonstance, ayant une valeur de 1 \$ l'unité. De sorte, qu'en bout de ligne, les actionnaires de Studio Bromont prendront de facto le contrôle de la société qui vient de les acheter.

Avant d'aborder l'étude du cadre juridique qui régit les prises de contrôle inversées, il serait opportun dans un premier temps, d'en donner une définition. Cela étant fait, nous serons à même d'analyser les règles qui gouvernent les PCI.

2. Définitions

Mentionnons d'entrée de jeu que la Loi sur les valeurs mobilières du Québec (LVMQ) ne définit pas la PCI. Pas plus que le Règlement sur les valeurs mobilières du Québec ni les Instructions générales québécoises qui ne régissent pas directement cette méthode de financement¹³. C'est donc vers la réglementation boursière et, dans une moindre mesure, la doctrine, qu'il faut se tourner pour tenter de trouver une définition de la PCI.

Pour ce faire, nous examinerons plus particulièrement les règles de la Bourse de Toronto (TSX) ainsi que celles de la Bourse de Croissance TSX. Car c'est à la cote de ces deux bourses canadiennes que se font le plus de PCI.

Pour cette dernière, une PCI se définit comme étant une transaction ou une série de transactions qui a comme conséquence la réalisation d'au moins un élément de chacun des paragraphes (a) et (b), ou les deux, de la définition ci-dessous, que nous reproduisons *in extenso*.

- a)
 - (i) un changement dans les activités,
 - (ii) une acquisition fondamentale ;
- b) un ou plusieurs des événements suivants :
 - (i) un changement de contrôle ;
 - (ii) un changement de direction de l'émetteur,
 - (iii) l'émission d'un nombre de titres supérieur au nombre total de titres en circulation avant la ou les opérations,

13. *Supra*, note 10, p. 37-38.

- (iv) de nouveaux actionnaires deviennent propriétaires de plus de 50 % des titres ou exercent un contrôle sur 50 % des droits de vote de l'émetteur grâce à des titres nouvellement émis, à la cession de gré à gré ou par l'intermédiaire de la Bourse de titres préalablement émis, ou à une combinaison de telles émissions et cessions.

Mentionnons que l'expression « changement dans les activités » s'entend d'une opération ou série d'opérations à la suite desquelles l'émetteur réaffectera ses ressources à des activités d'une nature essentiellement différentes de ses activités actuelles. De sorte qu'au cours des 12 mois à venir, l'émetteur prévoit affecter à ces nouvelles activités au moins 25 % de ces éléments d'actifs et de passif *pro forma*, de ses produits et de ses dépenses prévus, du temps consacré par son personnel de direction ou de ses actions émises¹⁴.

En pratique, comme la Bourse de Croissance TSX vise la clientèle des sociétés à petite capitalisation ou les sociétés juniors, on constate que les PCI s'effectuent majoritairement sur cette bourse. Très souvent, il s'agit de cas de sociétés d'exploration minières ou pétrolières qui servent de coquilles. Il s'agit habituellement d'entreprises qui représentent un placement à risque élevé¹⁵.

Dans le cas des sociétés à grande capitalisation, ce sont les règles de la Bourse de Toronto (TSX) qui s'appliquent. Cette réglementation boursière traite de façon plutôt péjorative ce genre de transaction, en les qualifiant de « back-doorlisting » ou d'inscription déguisée.

Ces transactions se produisent pour la TSX, lorsqu' :

une émission de titres par une société inscrite donne lieu, directement ou indirectement, à son acquisition par une société non inscrite et à un changement dans le contrôle effectif de la société inscrite.

Ces opérations sont généralement considérées comme des inscriptions déguisées si, par la suite de leur réalisation, les actionnaires de la société inscrite détiendront (ou pourraient détenir) moins de 50 % des actions ou des droits de vote rattachés aux

14. Bourse de Croissance TSX, « Guide du financement des sociétés », Politique 5.2 intitulé « Changements dans les activités et prises de contrôle inversées ». Voir partie 1, section « Interprétation ». Disponible en ligne : <http://www.tsx.ca/fr/productsAndServices/listings/cdn/resources/resourcePolicies.html>.

15. A. Roy, « Prise de contrôle inversée », *Développements récents en droit commercial*, Service de formation professionnel du Barreau du Québec, Sherbrooke, Les Éditions Yvon Blais, 1996, p. 67, 69.

actions de la société issue de cette opération, et que la société inscrite subit du même coup un changement de contrôle effectif¹⁶.

Quant à la situation québécoise, depuis le changement de vocation de la Bourse de Montréal, le personnel de la Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ) considère qu'il y a prise de contrôle inversée lorsque les événements suivants se produisent :

- i) La société publique renforce ou modifie son secteur d'activité pour englober celles de la société privée ;
- ii) Les actionnaires de la société privée détiennent, à la suite de la transaction, plus de 50 % des titres comportant droit de vote en circulation de la société publique ;
et
- iii) Il survient un changement important au niveau des administrateurs de la société publique¹⁷.

Au-delà de ces définitions au caractère plus technique, on peut retenir qu'une prise de contrôle inversée se produit lorsqu'une compagnie publique, habituellement dormante et ayant donc peu, ou pour ainsi dire pas d'activités commerciales soutenues, achète les titres d'une compagnie privée. La transaction se fera habituellement grâce à une contrepartie d'actions nouvellement émises de la compagnie publique représentant une partie très importante de son actionnariat comparativement à sa situation pré-acquisition.

Le résultat étant que les actionnaires de la compagnie cible, bien qu'ils ne soient pas eux-mêmes formellement les initiateurs de la transaction, seront, à cause du nombre important d'actions reçues de la société publique, en mesure de contrôler cette dernière.

La prise de contrôle est qualifiée d'inversée parce que, dans ce cas, l'initiateur légal de l'achat (*i.e.* la compagnie publique) ne se retrouve pas propriétaire ou ne contrôle pas la nouvelle entité, ce qui constitue l'inverse du cas de figure habituel où l'initiateur obtient le contrôle de la société achetée. Il faut cependant comprendre que la vaste majorité des prises de contrôle dites inversées se font sur une base amicale¹⁸.

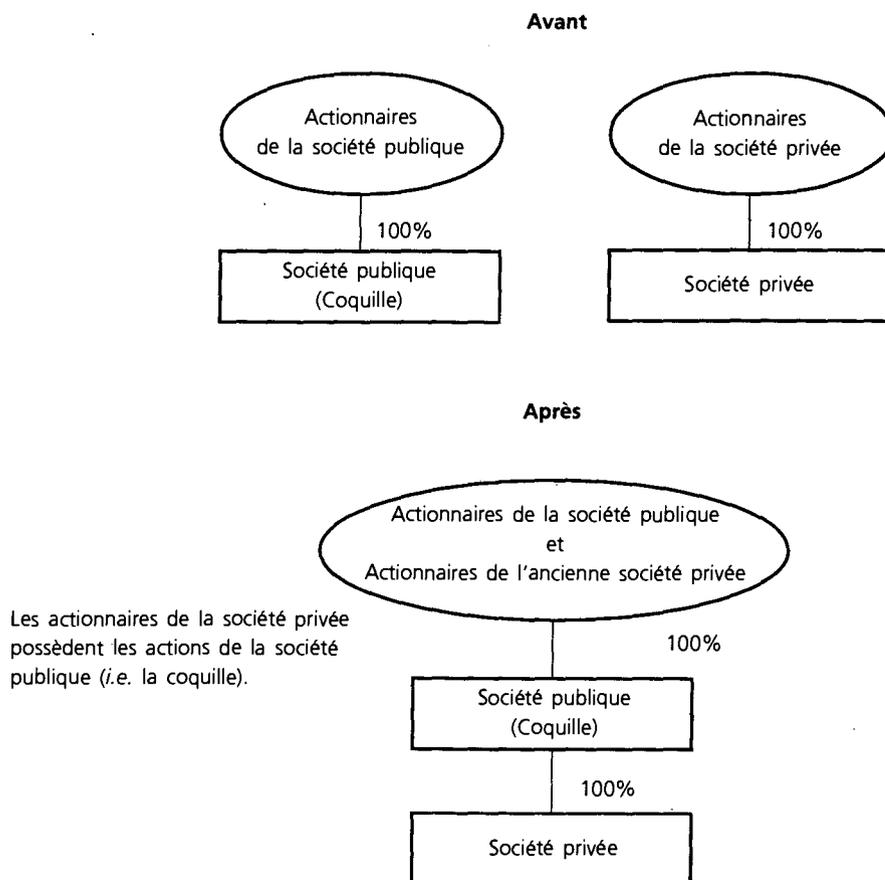
16. Guide à l'intention des sociétés ; Partie VI, « Changements dans la structure du capital des sociétés inscrites » Section H. « Inscriptions déguisées » Art.699.10. Disponible en ligne : http://www.tsx.ca/fr/pdf/FR_CompanyManual.pdf.

17. *Supra*, note 10, p. 38.

18. P. Neild, « Reverse Takeovers », *Comp. Law*, vol. 15, n° 4, 1994, Sweet & Maxwell Limited, p. 115.

Nous devons, de plus, noter que la prise de contrôle inversée décrite plus haut constitue le cas classique. À ce titre, c'est celui que nous retiendrons pour les bénéfices de notre analyse. Cependant, il existe au moins six (6) autres façons de conclure une PCI¹⁹.

Voici une illustration schématique de la transaction²⁰.



Source : « Reverse Takeover and Qualifying Transactions », décembre 2000 ; Catalyst : Corporate Finance Lawyers, p. 2-3 ; aussi disponible en ligne au www.catalyst-law.com.

19. *Supra*, note 10, p. 45-55 pour une analyse détaillée de chacune des six différentes méthodes.

20. « Reverse Takeover and Qualifying Transactions », décembre 2000 ; Catalyst : Corporate Finance Lawyers, p. 2-3 ; aussi disponible en ligne au www.catalyst-law.com.

3. Exposé de la technique

Nous nous proposons, dans la présente partie, de faire un survol des étapes conduisant à l'acceptation par les autorités boursières de la transaction menant à une prise de contrôle inversée. Nous voulons ainsi rendre plus concrète voire illustrer comment en pratique une telle opération est menée à terme.

Cette étape est nécessaire afin d'examiner subséquemment la réglementation boursière. Certaines étapes seront par la suite reprises plus en détail. Quant à la réglementation applicable, cela dépendra essentiellement sur laquelle des Bourses cette transaction s'effectue. Soit la Bourse de Toronto (TSX), soit celle du TSX Bourse de Croissance (anciennement CDNX).

La présente partie se veut donc de portée générale et représente les exigences communes aux deux Bourses.

Voici donc les étapes importantes du déroulement d'un tel dossier.

- 1) Une entente entre les principales parties impliquées ainsi que leurs conseillers financiers et juridiques sur les principaux éléments de la transaction envisagée. Notamment, la valeur de chacune des sociétés respectives ainsi que du nombre et de la valeur des actions à être échangées. À cet égard, l'on rédigera une convention de souscription et d'achats d'actions.

L'on déterminera la partie du capital-action de la nouvelle société publique à être détenue par les actionnaires de la société privée. Il sera subséquemment déterminé la composition du Conseil d'administration de la nouvelle entité²¹.

Cette entente devra être assortie d'une clause de confidentialité entre les parties. Ce document doit s'étendre de la période préliminaire d'échange de renseignements jusqu'à ce que l'on soit prêt à approcher de façon plus formelle la bourse choisie²².

- 2) Une fois l'entente intervenue entre les parties, il faudra aviser les autorités boursières de la transaction envisagée. Dès ce moment, les titres de la société

21. *Supra*, note 18, p. 116-117.

22. *Supra*, note 15, p. 87.

publique seront suspendus de la cote. La réglementation boursière prévoit en effet qu'un communiqué de presse émanant de la société publique doit être diffusé.

- 3) La Bourse exigera généralement que les conditions minimales d'inscription à la cote soient remplies à sa satisfaction.

Pour satisfaire ces exigences, il faudra habituellement qu'un courtier agréé soit engagé par la société inscrite à la cote de la Bourse avec comme mandat d'agir à titre de parrain. La tâche la plus importante de ce courtier est de procéder à une vérification diligente de la société privée.

On obtiendra de plus, grâce à un formulaire prévu à cet effet, des informations personnelles sur les membres de la direction de la nouvelle entité. Ensuite, la société qui a accepté de parrainer l'émetteur assujetti doit déposer tous les documents requis. Elle doit de plus demander à la Bourse que le titre de la société publique préalablement suspendu puisse de nouveau être transigé.

- 4) La Bourse approuvera de façon conditionnelle la transaction, sujet aux dépôts de documents et d'informations qu'elle pourra exiger. Dès lors, les titres pourront être à nouveau transigés.
- 5) La société publique devra déposer dans un délai imparti tous les documents requis par la Bourse, *i.e.* états financiers, plan d'affaires, frais exigibles, etc. La Bourse lui adressera des lettres d'observations l'invitant à modifier ou à corriger certaines lacunes dans sa demande. Si ces documents ne sont pas satisfaisants le titre pourra être suspendu.
- 6) La société fait parvenir aux actionnaires des documents, dont une circulaire contenant des informations de niveau prospectus, un avis d'assemblée extraordinaire, ainsi que des circulaires de procuration en vue de l'assemblée.
- 7) Sur approbation de la transaction par les actionnaires et transmission à la Bourse de documents constatant cette situation, cette dernière émettra une déclaration à l'effet qu'elle se dit satisfaite de la production de tous les documents requis. Puis elle donnera son accord définitif à la transaction.
- 8) La société émet un communiqué de presse à cet effet et les titres de la société résultant de cette fusion se transigent à la cote de la Bourse.

4. La réglementation boursière

4.1 La Bourse de Toronto (TSX)

L'essentiel de la réglementation concernant les « inscriptions déguisées » à la Bourse de Toronto est contenu dans le « Guide à l'intention des sociétés²³ ». Outre la définition de la PCI évoquée plus haut²⁴, la réglementation émanant de la Bourse torontoise impose quatre exigences majeures aux sociétés qui envisagent la possibilité d'effectuer une prise de contrôle inversée.

4.1.1 La société résultant de la PCI doit satisfaire aux conditions originales d'inscription à la cote de la Bourse²⁵

En effet, à moins que la société privée, initiatrice dans les faits de la PCI, ne satisfasse aux conditions normalement (ou « originalement ») exigées de toutes sociétés désirant s'inscrire à la cote, l'entité émergente devra être en mesure de s'y conformer.

Mentionnons brièvement que les conditions minimales d'inscription à la cote de la bourse dépendent de la classification attribuée à la société souhaitant s'y inscrire. Il existe essentiellement trois types de classifications²⁶.

4.1.1.1 Le secteur des sociétés de type industriel

Pour ce type de société, la réglementation boursière prévoit entre autres que la société requérante doit posséder un actif corporel net d'une valeur minimale de 2 millions de

23. « Guide à l'intention des sociétés », 2001 ; CCH Canadian Limited. Voir plus particulièrement la partie VI intitulée « Changements dans structure du capital des sociétés inscrites ».

N.B. La sous-section H, intitulée « Inscriptions déguisées » qui s'étend des articles 699.10 aux articles 699.15, traite spécifiquement de la prise de contrôle inversée.

24. *Supra*, note 16. Cette définition se retrouve à l'article 699.10 du « Guide à l'intention des sociétés » dont la référence plus complète peut être retrouvée à la note précédente (*i.e.* note 23).

25. Article 699.11 du « Guide à l'intention des sociétés ».

26. Article 308 du « Guide à l'intention des sociétés ». Article 309 du « Guide à l'intention des sociétés ». Notons par ailleurs, que cette catégorie dite « industrielle » comprend aussi les sociétés dites de technologies (« Technology Companies »), ainsi que les sociétés de recherches et de développements « Research and Development Companies ». Notons cependant que les exigences pour ce type de sociétés sont plus lourdes que pour les sociétés dites industrielles.

dollars, ainsi que de bénéfices avant impôts et postes extraordinaires d'au moins 200 000 \$.

De plus, dans l'année fiscale précédant la demande d'inscription, la société devra avoir eu des fonds autogénérés, avant impôts, de l'ordre de 500 000 \$. Elle doit de plus avoir un fonds de roulement jugé adéquat lui permettant de veiller à la bonne marche de l'entreprise. Finalement, elle se doit d'avoir mis en place une structure de capital équilibrée et jugée satisfaisante par le personnel de la Bourse²⁷.

4.1.1.2 Les sociétés minières

Sous cette rubrique, les règlements de la Bourse font une distinction entre la société qui se spécialise dans la production minière et celle qui fait de l'exploration.

Dans le premier cas, l'on exigera de la société un actif corporel net de l'ordre de 4 millions de dollars. Par ailleurs, l'on demandera que l'entreprise possède des réserves prouvées permettant d'assurer la viabilité de la mine pour une période de trois ans. Par surcroît, on voudra une preuve à l'effet qu'il existe une probabilité raisonnable de rentabilité future basée sur la production présente et le rendement financier antérieur²⁸.

Quant aux autres sociétés, celles qui s'adonnent à l'exploration minière, les autorités exigeront un fonds de roulement de l'ordre de 2 millions de dollars ainsi qu'une structure de capital adéquate.

Puis, l'on s'attend à ce que ces sociétés possèdent un actif corporel net d'une valeur de 3 millions de dollars.

Rappelons, à ce stade-ci, que beaucoup de prises de contrôle inversées se font, au Québec en particulier, par le biais des compagnies d'exploration minières qui servent souvent de coquille.

27. Article 309 du « Guide à l'intention des sociétés ».

28. Article 314 (a) i) et iv) du « Guide à l'intention des sociétés » pour les sociétés productrices. Tandis que pour les sociétés d'exploration, l'article 314 (b) trouve application.

4.1.1.3 Les sociétés pétrolières et gazières

Dans cette catégorie, la société issue de la prise de contrôle devra faire la preuve qu'elle possède des réserves ayant une valeur estimée d'au moins 3 millions de dollars. De plus, ses réserves devront être susceptibles d'extraction et de commercialisation dans un avenir rapproché.

Par ailleurs, cette entreprise devra démontrer qu'elle possède un fonds de roulement lui permettant d'assurer la bonne marche de l'entreprise pour une période minimale de 18 mois. En plus, les états financiers ainsi que les prévisions financières disponibles devront faire foi de la capacité de la société de développer et d'augmenter ses réserves actuelles²⁹.

Puis, l'on exigera de cette société qu'elle soit dotée d'une structure de capital permettant de présumer de son aptitude à assumer ses obligations financières.

Cependant, il y a lieu de noter que qu'elle que soit la classification à laquelle appartient la société issue d'une prise de contrôle inversée, il existe des exigences communes à toutes ces catégories.

Une des considérations jugées importantes par le personnel de la Bourse de Toronto, lorsqu'il évalue l'opportunité de permettre une PCI, est de s'assurer qu'il existe suffisamment de détenteurs d'actions parmi le public pour que se développe un marché pour le titre de la société requérante³⁰. En somme, l'on veut s'assurer qu'une liquidité minimale existe.

À cet égard, on exige que le système de distribution publique pour ces actions soit adéquat. Plus spécifiquement, on requiert qu'il existe un minimum de 300 détenteurs d'actions parmi le public. À cette fin, la réglementation impose l'existence d'un million d'actions librement échangeables. Ces dernières doivent avoir une valeur au marché de 4 millions de dollars³¹.

29. Article 319 du « Guide à l'intention des sociétés ».

30. Article 303 du « Guide à l'intention des sociétés », rendu applicable en vertu de l'article 699.11 (a) du guide.

31. Article 310 du « Guide à l'intention des sociétés » pour les sociétés industrielles. Article 315 du « Guide à l'intention des sociétés » pour les sociétés minières tant celles productrices que celles qui font de l'exploration. Article 320 du « Guide à l'intention des sociétés » pour les sociétés pétrolières et gazières.

Les dispositions pertinentes mentionnent spécifiquement que lorsque le système de distribution publique est mis en place par le biais d'une prise de contrôle inversée plutôt que par une offre publique conventionnelle, la Bourse peut exiger la preuve qu'un marché satisfaisant existe ou puisse se développer pour les titres de la société résultante.

À cet égard, la preuve que ces titres ont été préalablement transigés sur un autre marché organisé ou qu'un membre inscrit à la cote s'engage à contribuer à l'existence ou au maintien de ce marché organisé, est de nature à rassurer le personnel de la Bourse.

Un autre élément particulièrement important, utilisé pour évaluer l'acceptation d'une candidature à l'inscription à la cote, est la qualité de l'équipe de gestion qui sera mise en place³².

De plus, une des conditions requises lors d'une demande d'inscription originale, donc pour toutes les sociétés, est la présence d'un parrain ou d'un promoteur. Ce dernier verra à appuyer la candidature de la société requérante, tout en garantissant le sérieux de sa démarche. Cette condition rendue applicable au PCI, par le truchement de l'article 699.11, est décrite par le texte réglementaire comme étant significative³³.

Cette exigence peut s'avérer particulièrement importante si la requérante satisfait de peu aux autres conditions minimales requises. Dans ce cas, la présence d'un parrain, qui en pratique est une maison de courtage ou une autre société membre du TSX, agit comme caution morale pour la requérante et, qui par le fait même, engage sa réputation corporative, est de nature à apaiser les craintes du personnel de la Bourse.

Mentionnons en terminant que malgré la satisfaction de toutes ses exigences, l'autorité réglementaire conserve toujours une discrétion pour refuser une demande, nonobstant le fait que cette dernière ai rempli toutes les exigences³⁴. En somme, le personnel

32. Article 311 du « Guide à l'intention des sociétés » pour les sociétés industrielles. Article 316 du « Guide à l'intention des sociétés » pour les sociétés minières tant celles productrices que celles qui font de l'exploration. Article 321 du « Guide à l'intention des sociétés » pour les sociétés pétrolières et gazières.

33. Article 312 du « Guide à l'intention des sociétés » pour les sociétés industrielles. Article 317 du « Guide à l'intention des sociétés » pour les sociétés minières (de production et d'exploration). Article 321 du « Guide à l'intention des sociétés » pour les sociétés pétrolières et gazières.

34. Article 313 du « Guide à l'intention des sociétés » pour les sociétés industrielles. Article 318 du « Guide à l'intention des sociétés » pour les sociétés minières (de production et d'exploration). Article 323 du « Guide à l'intention des sociétés » pour les sociétés pétrolières et gazières.

de la Bourse peut évaluer autant le mérite de la demande d'inscription que l'aspect plus technique de la satisfaction des exigences minimales.

4.1.2 La transaction doit être approuvée par les actionnaires de la société publique lors d'une assemblée tenue préalablement à la conclusion de la transaction

Pour les besoins de cette assemblée, les détenteurs d'actions non votantes ou subalternes devront être habilités à voter au même titre que les autres détenteurs d'actions des autres catégories, sur une base proportionnelle au nombre de titres de la compagnie qu'ils possèdent³⁵. Habituellement, la majorité de la minorité doit être obtenue. C'est donc dire que la majorité des actionnaires restant après exclusion de ceux qui ne transigent pas à distance doit être obtenue.

En pratique, les sociétés désirant procéder par voie de PCI sont encouragées à soumettre leur demande au personnel de la Bourse afin d'obtenir leur assentiment avant de présenter la proposition aux actionnaires.

Si cela s'avère difficile ou impossible, la circulaire envoyée aux actionnaires en marge de l'assemblée devra obligatoirement spécifier que la transaction proposée est sujette à l'approbation des autorités réglementaires compétentes.

Il n'est d'ailleurs pas superflu de mentionner que toutes les transactions susceptibles d'entraîner l'émission de titres doivent être pré-approuvées par le personnel de la Bourse. À ce titre, la PCI ne fait pas exception à la règle dans la mesure où la contrepartie est payable en action et entraîne une émission nouvelle d'actions, ce qui est souvent le cas. De plus, l'information soumise aux actionnaires doit être du niveau de celle contenue dans un prospectus³⁶.

À ce titre, le personnel de la Bourse exigera plusieurs documents avant d'accepter que la transaction soit approuvée ou que la circulaire soit expédiée aux actionnaires, le cas échéant. Mentionnons, à cet égard, un document écrit confirmant que la société privée a transigé à distance avec la société publique.

35. Article 699.12 du « Guide à l'intention des sociétés ».

36. Article 626, 601 du « Guide à l'intention des sociétés ».

Elle demandera, de plus, des états financiers de la compagnie privée pour les deux dernières années, ainsi que des lettres d'experts comptables attestant de la véracité des renseignements fournis.

Souvent, des rapports ou des expertises d'ingénieurs sont requis, particulièrement dans les domaines miniers et pétroliers. De plus, un projet de déclaration d'inscription ou d'admission à la cote de la Bourse, comprenant des informations supposant la conclusion de la transaction, doit aussi être fourni au personnel de la Bourse.

Finalement, un formulaire rédigé spécifiquement à cette fin, contenant des renseignements personnels sur les futurs dirigeants de la société résultante ou de toute personne possédant plus de 10 % des titres de cette même société, est exigé³⁷.

4.1.3 La qualité de l'équipe de gestion de la société résultante est un critère déterminant

Cette condition dont nous avons fait état plus haut s'applique de façon générale à toutes sociétés cherchant à s'inscrire à la cote de la Bourse³⁸.

Dans le cas d'une prise de contrôle inversée, non seulement cette exigence s'applique-t-elle aussi, mais, par surcroît, on demande aux sociétés considérant réaliser une PCI, de faire la preuve que l'équipe de gestion qui aura la tâche d'administrer l'entité résultante est : « ... compétente et a fait ses preuves³⁹ ».

Cette exigence semble donc s'appliquer avec plus d'acuité aux sociétés formées grâce à une prise de contrôle inversée. Cela, non seulement au niveau du fardeau de preuve mais aussi en termes d'exigences.

En effet, les articles plus généraux stipulent que le personnel de la Bourse prendra en considération l'expérience et le profil de l'équipe de gestion dans le contexte de la nature de l'entreprise. On y ajoute que les gestionnaires ainsi que les membres de la haute direction devront avoir une expertise et une expérience adéquate⁴⁰.

37. « Listed Company Regulation of the Toronto Stock Exchange Procedures Manual » : Part II section 5 (Backdoor Listings), p. 2.

38. *Supra*, note 32.

39. Article 699.13 du « Guide à l'intention des sociétés ». Nos italiques.

40. *Supra*, note 32.

Il nous apparaît que ce dernier critère est moins contraignant que celui imposé aux hauts gestionnaires des sociétés issues d'une PCI. En effet, non seulement ces derniers doivent-ils posséder de l'expérience, mais leur feuille de route doit dénoter de solides aptitudes de gestion. Cependant, il y a plus, ils doivent de surcroît étayer un dossier démontrant des preuves tangibles de succès tout au long de leur carrière.

4.1.4 Les titres émis à la suite de la PCI devront être entiercés

Tant la réglementation boursière que les commissions des valeurs mobilières exigent en pratique l'entiercement des titres émis. On veut par là s'assurer que les membres fondateurs ainsi que les actionnaires importants ne profitent de la transaction pour faire un coup d'argent rapide aux dépens des nouveaux investisseurs.

En somme, on veut s'assurer de la participation des actionnaires fondateurs au développement à moyen et à long terme de l'entreprise. En principe et de façon générale, mentionnons que les actions pourront être libérées sur une période trois ans. Un tiers étant libéré annuellement. Ajoutons que chaque cas est un cas d'espèce, la Bourse conserve en ce domaine un grand pouvoir discrétionnaire.

Dans un autre ordre d'idée, il est important pour une société publique impliquée dans une PCI de déterminer à quel moment il est opportun de divulguer au personnel de la Bourse, et par la suite aux médias, les négociations entourant la conclusion de la transaction.

En effet, pour maintenir son privilège d'inscription à la cote, chaque société s'engage comme condition de maintien de son statut à un certain nombre d'obligations notamment celles de divulgation sur une base continue de toute information susceptible d'affecter la valeur de son titre⁴¹.

Notons à cet égard, qu'outre les exigences plus générales prévues aux articles 407 et suivants du guide, les sociétés minières doivent de plus suivre des règles particulières qui leur sont applicables concernant notamment les découvertes et les gisements qu'ils

41. Article 401et ss. du « Guide à l'intention des sociétés ».

exploitent. Par ailleurs, la façon dont les communiqués de presse relatifs aux découvertes doivent être rédigés et annoncés au public est également réglementée⁴².

De façon plus générale, disons que le guide fait une distinction entre l'information dite matérielle et le changement matériel. L'information étant considérée plus large et donc englobant le changement. En effet, une information n'implique pas nécessairement un changement matériel, alors qu'un changement implique nécessairement une information⁴³.

Donc, la société dont les titres sont inscrits à la cote de la Bourse doit divulguer une information dès qu'elle devient matérielle⁴⁴. Dans le cas d'une prise de contrôle, il appert qu'une telle divulgation doit être faite au plus tard au moment où le Conseil d'administration de la compagnie entérine la décision de conclure la transaction⁴⁵.

Dans le cas de sociétés dites « junior » dont les actions sont inscrites à la cote de la Bourse, elles devront rapporter sans délai tout changement matériel⁴⁶, notamment toute décision de procéder à une prise de contrôle inversée⁴⁷.

4.2 La Bourse de Croissance TSX

L'ensemble de la réglementation se trouve dans un document intitulé « Guide du financement des sociétés » (ci-après, le manuel)⁴⁸.

La partie cinquième du manuel traite presque exclusivement de la prise de contrôle inversée. En fait, il s'agit d'un petit code complet sur les règles ainsi que sur la démarche procédurale à suivre pour obtenir l'approbation des autorités boursières relativement à la transaction menant à la PCI. Ce sont donc ces règles, ainsi que d'autres contenues dans le manuel, qui s'appliquent au sujet sous étude que nous nous proposons d'examiner dans la présente partie.

42. Article 406 in fine du « Guide à l'intention des sociétés ». Voir aussi l'annexe B intitulée « Disclosure Standards for Mining Companies ».

43. Article 407 du « Guide à l'intention des sociétés ».

44. Article 408 du « Guide à l'intention des sociétés ».

45. Article 410 (b) (d) et (q) du « Guide à l'intention des sociétés ». Voir aussi l'article 423.1(a) et (c) du guide.

46. Article 502 et 509(e) et (f) du « Guide à l'intention des sociétés ».

47. Article 610 du « Guide à l'intention des sociétés ».

48. « Guide de financement des sociétés : Politiques de la Bourse de Croissance TSX » ci-après appelé le manuel. Disponible en ligne à : <http://www.tsx.ca/fr/productsAndServices/listings/cdn/resources/resourcesPolicies.html>.

Disons, en guise d'introduction, que le manuel représente un ensemble de règles et de politiques (« Policy ») mises de l'avant par la Bourse de Croissance TSX, afin d'éclairer les divers intervenants sur les attentes des autorités en matière de financement des sociétés par le biais de l'appel public à l'épargne.

Mentionnons d'entrée de jeu que toutes les sociétés inscrites à la cote doivent satisfaire, à l'instar de leur contrepartie à la Bourse de Toronto(TSX), des exigences minimales. L'inscription par voie de PCI est spécifiquement mentionnée à cet égard, de sorte que ces exigences dites minimales devront être satisfaites par la société résultant de la transaction⁴⁹.

Il s'agit en somme de conditions de nature financière ou d'exigences ayant trait au système de distribution publique des titres de la société. Ces conditions seront considérées comme minimales, et donc obligatoires, pour toutes les sociétés. Le but étant de promouvoir le bon fonctionnement ainsi que de veiller à l'intégrité du marché des capitaux.

Mentionnons au sujet de cette réglementation que les sociétés désireuses de s'inscrire à la cote doivent être conscientes que cette dernière divise les compagnies par segment d'activités économiques. À cet effet, il existe cinq types de sociétés ainsi classées :

- les sociétés minières ;
- les sociétés pétrolières et gazières ;
- les sociétés technologiques et industrielles ;
- les sociétés de recherche et de développement ;
- les sociétés immobilières et financières.

Puis, à l'intérieur de chaque segment, il existe au moins deux catégories de sociétés (parfois trois) qui y évoluent. Plus particulièrement, la catégorie I (« 1st Tier ») et la catégorie II (« 2nd Tier »).

Nous pouvons ici résumer en disant que la Bourse classifie les sociétés dans une de ces catégories en examinant l'historique de la performance financière, l'étape de développement qu'a atteinte la société ainsi que les ressources financières dont elle dispose au moment de l'inscription à la cote⁵⁰.

49. *Supra*, note 48, « Politique 2.1 ; Exigences minimales d'inscription », p. 1.

50. *Supra*, note 48, « Politique 2.1 ; Exigences minimales d'inscription ; n° 1.1 », p. 2.

La catégorie I est réservée aux sociétés les plus matures dont le stade de développement est avancé et dont les ressources financières sont plus considérables. Ces sociétés, habituellement bien établies, bénéficieront de conditions de divulgation continue allégées⁵¹.

Quant à la catégorie II, mentionnons que c'est là où l'on retrouve la majorité des sociétés inscrites à la cote. Il s'agit de sociétés dites « juniors » ou en émergence. L'encadrement réglementaire y est plus exigeant que pour les sociétés du groupe I. L'on estime que plus de 80 % des sociétés inscrites à la cote appartiennent à cette catégorie⁵².

D'où la constatation que le Bourse de Croissance TSX cible les sociétés en émergence comme sa clientèle principale, contrairement au TSX qui vise surtout les sociétés à grande capitalisation. À ce titre, nous examinerons surtout les conditions applicables à la vaste majorité des sociétés inscrites à la cote de la Bourse de Croissance, soit ceux de la deuxième catégorie.

4.2.1 Conditions minimales

Il existe donc certaines règles minimales applicables à toutes les sociétés quel que soit leur statut au moment de l'inscription à la cote de la Bourse. En voici un bref aperçu.

4.2.1.1 Exigences quantitatives

Toutes les sociétés doivent rencontrer les exigences minimales qui sont requises par le segment d'activité économique auquel elles appartiennent. De plus, elles doivent obligatoirement se conformer aux éléments applicables à la catégorie dans laquelle elles ont été classifiées à l'intérieur dudit segment.

Pour fin de comparaison avec la rubrique correspondante de la Bourse de Toronto, nous nous proposons d'examiner les exigences quantitatives applicables aux sociétés de type industriel, minier et pétrolier de la deuxième catégorie, soit la plus courante.

51. *Ibid.*, n° 1.2(a) », p. 2.

52. L. Doyle, « Bourse de croissance TSX : Une nouvelle option de croissance pour l'entreprise québécoise ». Sommaire d'une conférence prononcée par le vice-président de la TSX, à Montréal le 23 avril 2002, à la section du Conseil québécois de l'Association canadienne des courtiers en valeur mobilière (ACCOVAM), p. 8.

Nous omettons donc volontairement d'y inclure les comparaisons avec les sociétés de recherches et de développement ainsi que celles œuvrant dans le secteur immobilier. Dans le même ordre d'idée, nous n'incluons pas les exigences applicables à la première catégorie.

Les sociétés de type industriel

Pour ce genre d'entreprise, on exige des actifs corporels net d'une valeur minimale de 500 000 \$, ainsi que des ressources financières pouvant permettre à l'entreprise de couvrir ses coûts pour une période de 12 mois. De plus, elle devra avoir eu des revenus net d'au moins 50 000 \$ avant déduction pour éléments extraordinaires et charges, et ce, à l'exclusion de l'impôt sur le revenu dans l'année précédant l'inscription⁵³.

Les sociétés de type minier

Il n'existe aucune exigence quant aux actifs corporels net que doit rencontrer ce type de société. Cependant, chaque société devra obligatoirement bénéficier d'un investissement de l'ordre de 100 000 \$ dans l'exploration et le développement d'une propriété admissible.

La société devra aussi produire un rapport géologique recommandant un investissement additionnel de 200 000 \$ dans ladite propriété. Puis, on demandera à cette société qu'elle possède un fonds de roulement qui lui permette de veiller à la bonne marche de l'entreprise pour une période de douze mois, tout en lui permettant de mener à bien les travaux recommandés dans le rapport géologique.

Finalement, une somme de 100 000 \$ devra être dans l'encaisse et disponible pour des besoins non encore définis⁵⁴.

Les sociétés de type pétrolier et gazier

Il n'existe, ici non plus, aucune exigence en matière d'actifs corporels nets. La société devra cependant se conformer aux deux critères suivants :

53. *Supra*, note 48, « Politique 2.1 ; Exigences minimales d'inscription », n° 4.5 p. 11-12.

54. *Supra*, note 48, « Politique 2.1 ; Exigences minimales d'inscription », n° 4.5, p. 15.

- être en possession d'un rapport géologique démontrant l'existence de réserves prouvées actuellement évaluées à 750 000 \$. Ce rapport doit de plus recommander l'exploitation d'un programme de mise en valeur des ressources pour un montant minimal de 300 000 \$;
- d'avoir des ressources financières disponibles, suffisantes pour couvrir les dépenses courantes. On exige, de façon plus spécifique, qu'une somme de 100 000 \$ soit disponible à cette fin⁵⁵.

4.2.1.2 Répartition de titres dans le public

Les sociétés doivent aussi se conformer à des exigences précises en ce qui concerne le système de distribution publique de leurs titres. Notons que ces exigences sont tributaires de la catégorie à laquelle elles appartiennent, indépendamment de leur segment d'activité.

Si la société appartient à la catégorie I, elle devra avoir au moins un million d'actions en circulation détenues par le public. La valeur de ces actions doit être d'au moins 1 million de dollars. Elles doivent être détenues par au moins trois cents actionnaires. Puis, 20 % des actions inscrites à la cote doivent être disponibles pour le public.

Si la société appartient à la catégorie II, elle aura 500 000 actions qui devront avoir une valeur totale d'au moins 500 000 \$. Elles doivent être détenues par au moins trois cents actionnaires. De plus, 20 % de ces actions seront disponibles pour le public⁵⁶.

4.2.1.3 La régie d'entreprise

La société inscrite à la cote de la Bourse de Croissance TSX doit se conformer aux normes minimales concernant la régie d'entreprise. Elles sont contenues dans la « Politique 3.1 » qui contient les normes applicables en matière d'administrateurs, de dirigeants et de régie d'entreprise.

55. *Supra*, note 48, « Politique 2.1 ; Exigences minimales d'inscription » n° 4.7(b), p. 15.

56. *Supra*, note 48, « Politique 2.1 ; Exigences minimales d'inscription », n° 5.1 et 5.2, p. 19.

4.2.1.4 Obtenir l'appui d'un parrain

Les autorités réglementaires édictent que plusieurs des demandes, qui leur sont adressées par les sociétés inscrites à la cote ou celles qui tentent de le devenir, ne seront étudiées que si la société requérante bénéficie de l'appui d'un parrain. La prise de contrôle inversée est l'une de ces opérations spécifiquement mentionnées⁵⁷.

En pratique, il faut que la société qui agisse à titre de parrain remplisse des documents faisant état de son désir de jouer ce rôle pour l'opération particulière qui y est mentionnée. Le parrain doit être un membre de la Bourse. Il doit, de plus, s'engager à effectuer une vérification diligente de la société privée pour le compte de la requérante. Après avoir rempli ses diverses obligations, elle doit faire parvenir aux autorités un rapport détaillant ses activités et ses conclusions⁵⁸.

4.2.1.5 Les documents

Remise de tous les documents requis par la Bourse, incluant tous les contrats et ententes, les rapports d'experts et autres, ainsi que toute documentation exigée par la section sur la procédure d'inscription⁵⁹.

4.2.2 La prise de contrôle inversée

Lorsque se produit une PCI au sens de la définition prévue par le manuel, et que nous avons évoquée plus haut, plusieurs obligations s'imposent à la société requérante⁶⁰.

4.2.2.1 Obligations réglementaires

Le communiqué de presse

Lorsqu'une entente de principe est intervenue entre les parties quant à l'accomplissement d'une PCI, le premier devoir de la société publique est de préparer et de sou-

57. *Supra*, note 48, « Politique 2.2 ; Parrainage et exigences connexes, n° 3.1, p. 3.

58. *Supra*, note 48, « Politique 2.2 ; Parrainages et exigences connexes », n° 4. 3, p. 5 à 7.

59. *Supra*, note 48, « Politique 2.1. Exigences minimales d'inscription », n° 3.1, p. 4.

60. *Supra*, note 14.

mettre au service du financement des sociétés de la Bourse de Croissance TSX pour approbation, un communiqué de presse.

Ce dernier sera détaillé. Il doit comprendre entre autres, des informations sur les termes de l'entente, le prix payé, la façon dont le paiement sera effectué (en argent, en actions, etc.), ainsi qu'une description de toute entente de financement relative à la prise de contrôle. De plus, ce communiqué devra obligatoirement mentionner que cette entente est sujette à l'approbation des autorités boursières, ainsi que de celles des actionnaires⁶¹.

Une fois le communiqué approuvé par le personnel de la Bourse, il sera émis de concert avec l'émetteur afin d'assurer une diffusion maximale de l'information.

Dès qu'un émetteur a ainsi prévenu les autorités de la Bourse, le titre de la société publique sera immédiatement sujet à un arrêt des opérations⁶².

Désignation d'un parrain

Dès ce moment, si ce n'est déjà fait, la réglementation exige que l'émetteur soit parrainé. En fait, toutes les sociétés du groupe II, soit 80 % des sociétés inscrites à la cote, se verront obligées de se trouver un parrain qui préparera un rapport de parrainage à l'intention du personnel de la Bourse.

Sur réception par la Bourse d'une lettre de parrainage en bonne et due forme ainsi que d'une demande dudit parrain ou promoteur, demandant à ce que les titres de l'émetteur soient habilités à être transigés de nouveau, la Bourse annulera l'ordre de suspension des opérations⁶³.

Avant que le personnel de la Bourse donne son approbation à la transaction et que l'émetteur ne soit autorisé à envoyer une circulaire d'information aux actionnaires, elle devra avoir reçu un rapport préliminaire du parrain. Sur la foi d'un tel rapport qui mentionnerait en substance que la vérification diligente est avancée et que l'on ne s'attend pas à ce que des problèmes significatifs ne surgissent d'ici la fin de la vérification, la Bourse donnera son accord conditionnel à la transaction⁶⁴.

61. *Supra*, note 48, « Politique 5.2 ; Changement dans les activités et prises de contrôle inversées », n° 2.1, p. 5.

62. *Supra*, note 48, « Politique 5.2 ; Changements dans les activités et prises de contrôle inversées », n° 3.2, p. 7.

63. *Supra*, note 48, « Politique 5.2 ; Changements dans les activités et prises de contrôle inversées », n° 3.4(a), p. 7.

64. *Supra*, note 48, « Politique 5.2 ; Changements dans les activités et prises de contrôle inversées », n° 3.4 (a), p. 7.

Puis, un rapport final de parrainage devra être déposé afin que la Bourse donne son aval et n'émette un communiqué confirmant la date de clôture de la transaction.

Approbation des actionnaires

Avant la date de clôture de la transaction, l'émetteur doit obtenir l'assentiment des actionnaires. Ces derniers doivent avoir été dûment convoqués à une assemblée où ils sont invités à voter sur une résolution proposant de ratifier l'entente de prise de contrôle. Lors de ce vote, la majorité de la minorité devra approuver la transaction.

4.2.2.2 La procédure

L'émetteur doit préparer un projet de circulaire d'information contenant de l'information d'un niveau habituellement retrouvé dans un prospectus⁶⁵. Ce projet doit donc contenir, en conformité avec la législation sur les valeurs mobilières, tous les faits matériels relatifs à la prise de contrôle inversée.

Ce document, ainsi que d'autres exigés par la Bourse, devront être remis dans les 75 jours du dépôt du communiqué de presse annonçant l'entente de principe relative à la prise de contrôle. Si les documents ne sont pas déposés dans le délai imparti, le titre pourrait faire l'objet d'un arrêt des opérations⁶⁶.

Au nombre des documents requis par la Bourse, outre la circulaire d'information, mentionnons *inter alia*, une copie du contrat conclu entre les parties, une copie des rapports d'expertises géologiques ou autres, ainsi que des états financiers et des rapports d'évaluation des actifs de la société privée.

Puis, le personnel de la Bourse envoie, le cas échéant, une lettre à l'émetteur lui soulignant les carences dans sa demande. Lorsque les déficiences constatées dans la lettre d'observation ont été réglées à la satisfaction de la Bourse, celle-ci fait parvenir à l'émetteur une lettre d'approbation conditionnelle. Cette dernière constate que la demande d'inscription a été acceptée, sujet à la réception par le personnel de la Bourse des

65. *Supra*, note 48, « Politique 5.2 ; Changements dans les activités et prises de contrôle inversées », n° 5.2 (b), p. 10.

66. *Supra*, note 48, « Politique 5.2 ; Changements dans les activités et prises de contrôle inversée », n° 5.1, p. 10.

documents pré-assemblée des actionnaires pertinents ainsi que d'autres documents post-assemblée⁶⁷.

Documents pré-assemblée des actionnaires

La Bourse exige que, à la suite de l'approbation conditionnelle de la transaction, l'émetteur dépose plusieurs documents pour évaluation par son personnel.

- Une copie de la circulaire d'information, incluant un avis de convocation à une assemblée ainsi que des formulaires de procuration. La circulaire doit contenir les états financiers finaux les plus récents, signés par des administrateurs de la société.
- La copie de l'entente ou du contrat prévoyant la PCI et qui a pu être déposée sous forme de projet ou d'ébauche lors des étapes antérieures.
- Une lettre de consentement des experts ou de professionnels (comptables, évaluateurs, ingénieurs, etc.) qui ont préparé les rapports auxquels il est fait allusion dans la circulaire d'information.

Ces personnes doivent indiquer par écrit qu'elles ont pris connaissance des informations contenues dans la circulaire, et qu'elles n'ont aucune raison de croire qu'il existe de fausses représentations dans ce document.

- Copie d'une résolution du Conseil d'administration approuvant la circulaire.
- Copie finale du rapport de parrainage.

Lorsque le personnel de la Bourse est d'avis que tous les documents pré-assemblée ont été déposés de façon satisfaisante et qu'ils sont jugés conforme aux exigences réglementaires et autres, l'émetteur est autorisé à faire parvenir par courrier aux actionnaires l'avis de convocation, les formulaires de procuration ainsi que la circulaire d'information en vue de l'assemblée des actionnaires⁶⁸.

Documents post-assemblée des actionnaires

L'émetteur doit déposer auprès du personnel de la Bourse une dernière série de documents qui permettra la concrétisation de la transaction.

67. *Supra*, note 48, « Politiques 5.2 ; Changements dans les activités et prises de contrôle inversées », n° 5.5, p. 13.

68. *Supra*, note 48, « Politiques 5.2 ; Changements dans les activités et prises de contrôle inversées », n° 5.7, p. 14.

- Une copie certifiée de l'officier chargé de compiler le résultat du vote de l'assemblée. Le document devra attester du fait que le résultat du vote sur la résolution d'entériner la transaction aura exclu de la compilation tous les actionnaires ayant un lien avec l'émetteur.
- Une opinion légale attestant du fait que toutes les conditions de clôture de la transaction ont été remplies, excluant l'approbation finale de la transaction par le personnel de la Bourse. Ce document devra de surcroît confirmer que la société résultant de la transaction est dorénavant la légitime propriétaire des actifs obtenus à la suite de la PCI.

Finalement, si ces documents sont jugés conformes et satisfaisants, la Bourse émettra un communiqué confirmant que la transaction est complétée. Elle attribuera par la même occasion un nouveau nom ou symbole boursier à la société, de sorte que dès le surlendemain, les titres de l'entité résultante pourront généralement se transiger⁶⁹.

4.2.2.3 L'entiercement

Toutes les personnes considérées comme possédant des intérêts immédiats dans la société résultante au sens de la réglementation boursière, et qui détiennent des titres de cette dernière au moment où la Bourse émet le communiqué final approuvant la transaction, verront leurs titres faire l'objet d'entiercement⁷⁰.

Les termes de l'entiercement, ainsi que les dates de libération des titres, sont essentiellement basés sur la catégorie dans laquelle se retrouve la société, indépendamment du segment dans lequel elle évolue. Fidèle à notre prémisse de départ, nous examinerons le cas de la société appartenant à la deuxième catégorie de sociétés, soit de loin la situation la plus fréquente.

Il faut préalablement noter que la première date significative dans la computation des délais de libération des titres, est la date où le personnel de la Bourse émet le communiqué final confirmant l'acceptation définitive de la transaction. Dès cette date, une

69. *Supra*, note 48, « Politiques 5.2 ; Changements dans les activités et prises de contrôle inversées », n° 5.11 et 5.12, p. 16.

70. « Politique 5.4 ; « Entiercement, contrepartie du vendeur et restrictions relatives à la revente », n° 3.1, p. 7.

tranche d'actions sera ainsi libérée, puis le reste suivra graduellement. Pour notre société de la deuxième catégorie, cela devrait se passer comme suit⁷¹ :

%	Date de libération
10	Au moment du communiqué final
15	6 mois après l'émission du communiqué final
15	12 mois après l'émission du communiqué final
15	18 mois après l'émission du communiqué final
15	24 mois après l'émission du communiqué final
15	30 mois après l'émission du communiqué final
15	36 mois après l'émission du communiqué final

De sorte, qu'après trois ans, l'ensemble des titres entiercés devraient être libres de toute entrave à la revente.

5. Comparaisons

Ce bref aperçu de la réglementation boursière nous permet de faire quelques constatations. D'abord, mentionnons qu'il existe beaucoup de similarités au niveau des règles applicables par les deux autorités boursières que nous avons examinées. En fait, il existe beaucoup plus de similarité que de différences entre les deux régimes.

Au nombre de ces similitudes, mentionnons l'existence d'un régime général de conditions minimales d'inscription devant être satisfaites par tous les candidats à l'inscription à la cote. Par exemple, les exigences quant au système de distribution publique.

De plus chaque société requérante devra bénéficier de l'appui d'un parrain, qui effectuera une vérification diligente, étape nécessaire pour mener à terme sa demande auprès des autorités réglementaires. Puis, l'information envoyée aux actionnaires doit être d'un niveau similaire à ce que contient un prospectus.

Le vote des actionnaires majoritaires au sein de la minorité est requis afin de concrétiser la transaction. L'entiercement est d'une durée approximative de trois ans sous les deux régimes.

71. « Politique 5.4 ; Entiercement, contrepartie du vendeur et restrictions relatives à la revente », n° 6.2, p. 12.

Les sociétés devront, tout au long de leurs démarches, informer non seulement les autorités boursières mais aussi le public investisseur des derniers développements pouvant affecter la valeur des titres.

Puis, durant la vie active de la nouvelle société, cette dernière sera tenue de se conformer aux règles applicables en matière de régie d'entreprise.

Ces dernières sont cependant plus élaborées du côté du TSX. Compte tenu de la grande similarité entre les deux régimes, il nous apparaît que les différences sont plus révélatrices que les similitudes.

À ce chapitre, mentionnons certaines différences majeures entre les deux systèmes.

5.1 Les actifs corporels nets exigés par la réglementation boursière

Les sociétés de type industriel

Bourse de Toronto (TSX)

- Actifs corporels nets de 2 millions
- Revenus de l'année fiscale antérieure de 200 000 \$
- Flux monétaires de 500 000 \$

Bourse de Croissance (TSX)

- Actifs corporels nets de 500 000 \$
- Revenus de l'année antérieure de 50 000 \$
- Fonds de roulement nécessaire pour couvrir les dépenses pour douze mois.

Les sociétés de type minier

Production

Bourse de Toronto (TSX)

- Actifs corporels nets 4 millions.
- Réserves permettant d'assurer la viabilité pour trois ans.

Bourse de Croissance (TSX)

- Aucune exigence d'actifs corporels nets tangibles.
- 100 000 \$ investis dans une propriété admissible.
- Rapport de géologue recommandant un investissement de 200 000 \$.
- Fonds de roulement permettant d'assurer la viabilité pour douze mois et permettant de faire effectuer les travaux recommandés dans le rapport de géologie.

Exploration

Bourse de Toronto (TSX)

- Actifs corporels nets de 3 millions
- Fonds de roulement de 2 millions

Bourse de Croissance (TSX)

Les sociétés de type pétrolier et gazier

Bourse de Toronto (TSX)

- Aucune exigence d'actifs corporels nets
- Réserves de 3 millions dont la commercialisation est imminente.
- Fonds de roulement permettant d'assurer la survie pour 18 mois.

Bourse de Croissance (TSX)

- Aucune exigence d'actifs corporels nets.
- Rapport géologique démontrant l'existence de réserves prouvées de 750 000 \$.
- Fonds de roulement ou somme disponible de 100 000 \$.

5.2 L'équipe de gestion

Nous l'avons vu, il existe différents niveaux d'exigences entre les réglementations boursières applicables. En ce qui concerne les PCI, la Bourse de Toronto, par le biais de l'article 699.14 du manuel, requiert un haut niveau de compétences et de succès passés de la part des membres de l'équipe de gestion qui dirigera l'entité résultant de la prise de contrôle.

Alors que la Bourse de Croissance TSX a des exigences moindres dans la mesure où l'on demande que les gestionnaires soient expérimentés et qu'ils aient appartenu ou travaillé pour des sociétés ayant fait preuve de bons résultats financiers.

6. Conclusion

Le premier constat qui s'impose est que les exigences financières de la Bourse de Toronto, plus particulièrement en ce qui concerne le niveau des actifs nets tangibles qu'elle impose, sont nettement au-dessus des possibilités de la vaste majorité des PME.

En effet, l'imposition d'actifs corporels de l'ordre de plusieurs millions de dollars (deux à quatre) sera de nature à exclure beaucoup de petites entreprises qui devront satisfaire aux exigences dites minimales pour pouvoir s'inscrire à la cote. La situation est évidemment la même si une société privée recherche une coquille pour tenter une prise de contrôle inversée, puisque l'entité résultante de la PCI devra rencontrer les exigences minimales d'inscription à la cote. Dans une telle hypothèse, la société publique ou la coquille devra donc déjà posséder des actifs considérables. Cela aura indubitablement comme conséquence d'augmenter le coût de la transaction.

Une société privée de plus petite taille en quête d'une coquille pour consommer une prise de contrôle inversée aura donc avantage à se tourner vers la cote de la Bourse de Croissance TSX pour espérer réaliser cette transaction. De sorte que l'on peut affirmer que la cote du TSX n'est pas une option réaliste pour la plupart des PME.

En effet, les PME ont par définition un chiffre d'affaires de 5 millions de dollars et moins⁷². Dans de telles circonstances, leur demander de posséder en plus des actifs nets

72. A. Riding, « Financing Entrepreneurial Firms : Legal and Regulatory Issues », September 1998, Research Paper prepared for the Task Force on the Future of Canadian Financial Service Sector, p. 9 ; S. Rousseau, « Internet-Based Securities Offering by Small and Medium-Sized Enterprises : Attractions and Challenges », *Canadian Business Law Journal*, 2001, p. 227.

corporels de plusieurs millions de dollars, aura pour effet d'éliminer les plus petites sociétés. D'où l'attrait des PME pour la cote de la Bourse de Croissance TSX.

La situation que nous venons de décrire est exacerbée par une autre exigence de la Bourse de Toronto, soit celle relative à la qualité de l'équipe de gestion. Les exigences de la bourse torontoise ont, à toutes fins utiles, comme conséquences de faire en sorte que seulement les sociétés les mieux nanties puissent recruter les gestionnaires de qualité exigés pour pouvoir contempler une PCI. En effet, rarement les petites sociétés auront-elles les ressources pour attirer des gestionnaires d'expérience ayant une feuille de route démontrant un historique de succès.

Ces deux éléments nous amènent donc à penser que seules les sociétés ayant atteint un stade d'évolution plus avancé pourront considérer une PCI à la Bourse de Toronto. La majorité des petites et moyennes sociétés opteront donc pour la cote de la Bourse de Croissance TSX.

CHAPITRE 5

ÉVALUATION PRATIQUE DES PRISES DE CONTRÔLE

1. Structures des coûts

Bien qu'il y ait une pénurie d'études portant précisément sur les coûts engendrés par une prise de contrôle inversé (PCI), quelques articles comparent la situation du PAPE à celle des PCI, de sorte qu'il est possible d'estimer à l'intérieur d'une fourchette, les sommes requises pour compléter une telle transaction. Nous nous pencherons d'abord sur la situation qui prévaut aux États-Unis pour ensuite examiner celle qui existe au Canada.

1.1 *Situation américaine*

Mentionnons d'entrée de jeu que le prix payé pour l'acquisition dépend de la nature de la coquille qui sera utilisée pour effectuer la PCI. On en distingue deux sortes. D'une part, la coquille qui abrite ce qui était autrefois une société commercialement active (« Trading and Reporting Shell ») et, d'autre part, la coquille vide qui est inactive et qui n'a jamais eu d'activité commerciale proprement dite (« Virgin Shell » aussi appelée « Non-Reporting Shell »)¹. De plus, le prix de la coquille pourra varier considérablement en fonction de ses actifs, notamment de l'importance de ceux-ci et du potentiel économique perçu².

Bien que les coûts d'une prise de contrôle inversée soient généralement considérés moins importants que ceux requis pour un PAPE traditionnel, il n'en demeure pas moins

1. Southard Investments L.L.C., « How Shells and Reverse Mergers Work », p. 1. Disponible en ligne : www.swi-investments.com.

2. Venture Vest Capital Corporation, « Shells – Reverse and Exchange Mergers », 2000, p. 1, p. 3. Disponible en ligne : www.venturevest.com.

qu'il s'agit d'une entreprise coûteuse³. On estime que pour faire l'acquisition d'une coquille vide l'acheteur devra déboursier entre 35 000 \$-60 000 \$ dollars américains ainsi que des frais équivalents (entre 30 000 \$-60 000 \$) pour des frais légaux et comptables versés à titre de vérification diligente⁴.

Si la coquille a déjà complété cette dernière procédure de vérification diligente et qu'elle est en règle avec la Securities and Exchange Commission (SEC) sans toutefois être inscrite à la cote de la Bourse en tant que « Reporting Issuer », elle peut généralement être acquise pour une somme variant entre 95 000 \$ et 150 000 \$ en plus des 85-90 % de ses actions qu'elle émettra à la société privée⁵.

C'est cependant lorsque la coquille possède déjà le statut de société publique que sa valeur est à son apogée. En effet, dès lors, la rapidité avec laquelle la transaction peut être conclue est augmentée⁶. La nouvelle entité peut ainsi commencer à transiger dans des délais parfois très courts. Dans ce cas de figure, nous avons pu constater qu'il existe trois niveaux de prix. Dans le haut de la fourchette, l'on rapporte des prix pouvant atteindre les 500 000 \$ et 650 000 \$⁷. Dans le milieu de la gamme, les prix se situent entre 200 000 \$ et 400 000 \$⁸. Quant à la médiane, elle se situe aux alentours de 100 000 \$ américains pour espérer compléter ce genre de transaction⁹.

3. E. Pofeldt, « Jiffy Corp.(going through a reverse merger), *Success*, 1998, p. 2. Disponible en ligne : http://articles.findarticles.com/p/articles/mi_m3514/is_n5_v45/ai_20799880.

4. En effet, les coquilles vides ne peuvent aux États-Unis transiger sans cette procédure ainsi qu'une divulgation similaire à ce que l'on retrouverait dans un prospectus. Ce qui lui donne le statut de Reporting company, lui permettant ainsi de devenir publique. FS Capital Markets Group Inc., « Time & Money IPO vs. Reverse Merger : the Reverse Merger Alternative », 2000, p. 2. Disponible en ligne : www.fscmg.com/timemoney.html.

5. *Id.*

6. *Id.*

7. Mergerstation, « Go Public Now ! », voir la rubrique intitulée « F.A.Q. », p. 1. Disponible en ligne : www.mergerstation.com/go1005.htm. Pour consulter d'autres articles mentionnant la possibilité de prix pouvant atteindre des prix de 500 000 \$ voir les références suivantes disponibles en ligne : W. H. Shawn, « Access to U.S. Capital Markets for Foreign Business Interests-Private and Public Opportunities in the United States for Europe's Business », 2001, p. 12, www.shawncoulson.com ; voir aussi N. Klarish, « Planting Pearls in Shells : Evaluating the Possibilities In a Reverse Merger », vol. 12, n° 3, janvier/février 2003, *Business Law Today* ; www.abanet.org/buslaw/blt/2003-01-02/klarish.html ; A. J. Sherman, « Cost and Benefits of Reverse Mergers », 2001, p. 2, www.nwen.org/pdf/artventurer-1101_feature4.pdf.

8. T. P. Halter, « The Reverse Merger Process », 1999, p. 3, www.reversemerger.com/best_method.html ; S. Mosher, « Smaller Firms Looking to Reverse Mergers », *The Deal*, mars 2002, p. 1. <http://law.com/jsp/pc/LawArticlePC.jsp?id=-1019508858143> ; A. Moore, « Merger Talk – Private firms use back door to slip into market », juillet 2001, p. 1, www.alteritypartners.com/reuters.htm.

9. Otctraders, « Steps for a Reverse Merger », 2002, p. 1, disponible en ligne : www.otctraders.com/steps.html ; voir aussi en ligne « Reverse Merger-Overview », p. 1, sous la rubrique « Step-by-Step Public Merger » ; www.mergers-us.com/sbs.html ; A. Beroff, D. Moyers, « Put it in Reverse : Are there too many twists in the road to IPO ?

1.2 Situation canadienne

La PCI canadienne, bien qu'elle soit moins coûteuse que le PAPE traditionnel, reste tout de même coûteuse, donc une opération nécessitant un apport financier important afin d'acquérir la coquille¹⁰. De plus, les sommes que l'on aura évité de déboursier pour la production d'un prospectus lors de la PCI pourront être contrebalancées par les frais nécessaires à la préparation de la circulaire d'information en plus des honoraires de conseiller juridique ainsi que des frais comptables inhérents à la production d'états financiers de façon à mettre la coquille « en ordre » et ainsi la rendre présentable aux autorités réglementaires¹¹. Il faudra en plus compter les coûts d'opportunité engendrés par le temps consacré par la direction à rendre possible la PCI, ainsi que les frais d'inscription exigés par la Bourse¹².

Quant au coût de la coquille, le professeur MacIntosh l'a estimé, il y a de cela quelques années, entre 200 000 \$ et 250 000 \$ canadiens, si la société publique est cotée à la Bourse de Toronto¹³. Si elle ne possède pas d'inscription à la cote, le prix varierait entre 60 000 \$ et 75 000 \$¹⁴. Des estimations plus récentes placent le prix de la coquille entre 60 000 \$ et 300 000 \$¹⁵, pour des frais totaux d'environ un demi-million de dollars¹⁶, comparativement aux coûts totaux d'un petit PAPE, qui avoisinent le million de dollars¹⁷. Notons cependant que les coûts de la PCI peuvent être compensés par des liquidités qui seraient présentes dans la coquille nouvellement acquise.

Consider a smoother route : Reverse Mergers », *Entrepreneur Magazine*, juin 1999, p. 2-11, www.entrepreneur.com/mag/article/0,1539,230320,00.html ; *supra*, note 3, p. 2 ; Mentionnons plusieurs sources qui évoquent des prix inférieurs à 100 000 \$: Entre 50 000 \$ et 100 000 \$; « Reverse Merger : Take your Company Public the Easy Way by Purchasing a Dormant, Public Company », *Entrepreneur*, juin 2002, p. 1. Disponible en ligne : www.entrepreneur.com/article/0,4621,300886,00.html ; Keating Investments, « A Quicker, Simpler Way to Go Public », 2001 ; www.keatinginvestments.com. Finalement mentionnons une source qui évoque un prix fixe de 80 000 \$ américains. C. Aman, « Going Public Through the Back Door : The Old Reverse Merger gets a new Lease on Life », p. 2, www.law.com/jsp/pc/LawArticlePC.jsp?id=1015973978847.

10. J. F. Barbe, « RVBS prend le chemin de la prise de contrôle inversée », *Les Affaires*, 2 août 2001, p. 1.
11. J. Brock, « Regulating the Reverse Takeover », *University of Toronto Law Review*, vol. 60, hiver 2002, p. 3, 10.
12. *Id.*
13. J. G. MacIntosh, « Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprises in Canada », 1994, p. 54, Discussion Paper Series, Government and Competitiveness School of Policy Studies, Queen's University.
14. *Id.*
15. *Supra*, note 11, p. 10.
16. J.-F. Barbe, « Les RTO, pas pour tous », *Les Affaires*, 4 août 2001, p. 16 ; *supra*, note 10, p. 1.
17. *Supra*, note 11, p. 10.

Un premier constat s'impose. Bien que la PCI permette à la PME d'éviter d'avoir à engager et à rémunérer un courtier, il n'en demeure pas moins que l'opération est coûteuse. Cependant la littérature sur le sujet concède du point de vue financier un avantage en termes de coût à la PCI versus le PAPE. Or dans le cas d'une PME qui cherche à se financer et qui essaye de survivre d'une ronde de financement à l'autre, même un moindre avantage peut se révéler extrêmement important¹⁸.

Consécutivement à notre analyse de la structure des coûts d'une PCI, il nous faut maintenant énoncer les avantages comparativement aux désavantages de procéder par voie de prise de contrôle inversée. Cette démarche nous permettra par la suite de porter un jugement critique sur la pertinence de cette option pour les PME en mal de financement.

2. Avantages et désavantages de la PCI

2.1 Avantages

Coûts moindres

Compte tenu de la divulgation allégée, comparativement au PAPE, de la non-nécessité de produire un prospectus traditionnel ainsi que de l'absence de commission devant être versée au courtier, les coûts de la PCI sont beaucoup moins importants que ceux du PAPE¹⁹.

Rapidité d'exécution et efficacité accrue

Le nombre d'exigences réglementaires n'est pas aussi élevé que lors d'un PAPE traditionnel. En effet, comme la société achetée est déjà inscrite à la cote, les étapes administratives exigées par les autorités réglementaires sont réduites²⁰.

18. *Id.*

19. A. Roy, « Prise de contrôle inversée » *Développements récents en droit commercial*, dans *Service de la formation permanente du Barreau du Québec*, Les Éditions Yvon Blais, 1996, p. 95-96 ; M. D. Brender, « Prises de contrôle inversée canadiennes et américaines », 6 février 2002, colloque de l'APFF « Financement nord-américain dans la turbulence », p. 3 ; J. Pitrat, « Beware of Risks When Playing "Shell" Merger Game », *Los Angeles Business Journal*, 3 juillet 2000, p. 1, disponible en ligne : www.findarticles.com/cf_0/m5072/27_22/63543576/print.jhtml.

20. G. Dubé, « Fiscalité d'un appel public au Canada », 6 décembre 2001, colloque de l'APFF, « Financement nord-américain dans la turbulence », p. 34.

La procédure du PCI est donc plus expéditive que le PAPE²¹. Ce faisant, la nouvelle entité fusionnée sera en mesure de transiger ses titres dans un délai beaucoup plus court que dans le cas d'un PAPE²². De plus, la PCI ne nécessite pas une société ayant un historique ou des antécédents financiers stables contrairement au PAPE. D'où l'attrait pour les petites sociétés émergentes.

Procure un marché pour les titres de la société, ce qui facilite le financement

La PCI permet à la société autrefois privée, de bénéficier du statut public de la nouvelle entité. Ce faisant la société privée améliore sa capacité de se financer puisqu'il existe dès lors un marché pour son titre²³. De plus cette liquidité accrue facilite le financement par placement privé²⁴.

Elle permet aussi à la nouvelle entité de se servir de son titre, publiquement transigé, comme d'une monnaie d'échange aux fins de financer de nouvelles acquisitions²⁵.

Permet aux fondateurs de garder le contrôle de la société

La PCI permet aux fondateurs de la société privée de conserver une importante part des actions de la société publique contrairement au PAPE, où ils ne détiennent en général qu'une fraction des titres²⁶. Ces derniers évitent donc l'importante dilution normalement associée au PAPE.

21. M. Finnegan, « Reverse Takeovers And The Alternative Investment Market », 2002, p. 2, disponible en ligne : www.klegal.com.

22. J. Applegate, « Reverse Mergers Help Companies Raise Cash Quickly », *Los Angeles Business Journal* 30 octobre 2000, p. 2, disponible en ligne : http://findarticles.com/cf_0/m5072/44_22/66940127/print.jhtml ; S. McDonell, « Reverse Mergers », mars 2001, p. 1, disponible en ligne : www.computerworld.com/printthis/2001/0,4814,58924,00.html ; *supra*, note 19.

23. M. Brender, « Prises de contrôle inversées canadiennes et américaines », février 2002, colloque « Financement nord-américain dans la turbulence », p. 3.

24. G. Kaplan, « Going public in reverse... a strategy for today's market ? », *San Diego Transcript News Story*, mai 2003, p. 1, disponible en ligne : www.sddt.com/Commentary/article.cfm?Commentary_ID=143&SourceCode=20030520tbi.

25. *Id.* ; *supra*, note 23.

26. E. Dufresne, « Les prises de contrôle inversées », *Journal du barreau*, vol. 34, n° 4, mars 2002, p. 2 ; *supra*, note 16, p. 1. Voir aussi, I. Petit, « Devenir une société publique par une prise de contrôle inversée », *Développements récents sur les valeurs mobilières*, Sherbrooke, Éditions Yvon Blais, 2002, p. 63.

Permet de neutraliser la réceptivité cyclique du marché face aux appels publics

Le PAPE est une opération incertaine qui est sujette à la volatilité des marchés. Si le marché n'est pas réceptif, la société ne pourra procéder à l'appel public, perdant ainsi des sommes parfois importantes à titre de commission payée au courtier²⁷. Or, comme la PCI est une fusion de sociétés menant au statut de société publique, elle évite l'incertitude inhérente au PAPE²⁸. En somme, le résultat est très prévisible car les conditions du marché sont peu importantes.

L'autorité réglementaire est moins exigeante

L'autorité réglementaire principale est la Bourse. Elle contrôle le processus par le biais de l'inscription des actions additionnelles de l'émetteur à sa cote. Elle s'assure que la documentation est conforme à ces règles et politiques²⁹. Or cette dernière est perçue par les sociétés comme étant plus « raisonnable » que ne le sont les commissions des valeurs mobilières³⁰ (ou l'Autorité des marchés financiers). Cela est probablement dû au fait que les bourses entretiennent une relation de nature commerciale avec les sociétés qui sont aussi leurs clients. Et non pas strictement à titre de régulateur comme c'est le cas des commissions, dont l'intervention est par ailleurs minime dans ce processus. Cela est toujours le cas, malgré la récente scission des opérations de réglementation des marchés et les autres activités de la Bourse. Le service de réglementation des marchés n'intervient en principe qu'en cas d'abus flagrant. De sorte que la Bourse conserve toujours une discrétion à cet égard.

La société privée peut obtenir les fonds de la société publique

Une fois la PCI complétée, la fusion des deux sociétés fait en sorte que la société privée aura accès aux liquidités ainsi qu'aux autres actifs de la coquille³¹. À ce titre, cela

27. C. K. Gleason, L. Rosenthal, R. A. Wiggins III, « Reverse Mergers : Alternative For Obtaining an Exchange Listing, or Mechanism for Wealth Expropriation ? », novembre 2002, p. 4, 8, Working Paper, Dept. of Finance Bentley College, Disponible en ligne : <http://web.eur.nl/fbk/dep/dep5/research/seminar2003/rosenthal030311.pdf>.

28. N. Klarish, « Planting Pearls in Shells :Evaluating the Possibilities in a Reverse Merger », American Bar Association, Business Law Section, vol. 12, n° 3, janvier/février 2003, p. 2-3. Disponible en ligne : www.abanet.org/buslaw/blt/2003-01-02/Klarish.html.

29. *Supra*, note 19, p. 97.

30. *Supra*, note 13, p. 5.

31. *Supra*, note 26, p. 63.

pourrait faire baisser le prix de la transaction, et ainsi contribuer à la rendre plus intéressante qu'un PAPE.

Les titres de l'entité fusionnée lui permettront d'attirer du personnel qualifié

La possibilité pour la nouvelle société d'utiliser ses titres cotés en bourse à titre d'incitatif, en plus du salaire de base, sera de nature à intéresser des candidats de haut calibre à se joindre à ses rangs³².

Avantages divers pour l'investisseur

L'investisseur moyen possède la faculté d'investir avant la prise de contrôle dans une des deux compagnies participantes et ainsi réaliser un profit lors de l'opération³³.

De plus l'actionnaire de la société publique peut profiter de la PCI pour obtenir une valeur monétaire pour le titre de la coquille, laquelle est souvent une société dormante qui serait autrement vouée à une faillite probable, et ce, à court ou à moyen terme³⁴.

2.2 Désavantages

Le passé de la coquille

Un des désavantages majeurs lors de l'achat d'une coquille est sans contredit la présence de dettes non dévoilées, de poursuites pendantes ou d'autres formes de passif caché qui affligeront la nouvelle entité³⁵. Malgré une vérification diligente complète et un examen approfondi de la situation antérieure, il est très difficile d'obtenir une certitude quant à l'inexistence de réclamations éventuelles contre la société³⁶. Les réclamations de nature environnementales qui refont surface quelques années plus tard n'en sont qu'un exemple³⁷.

32. *Supra*, note 24, p. 1.

33. *Supra*, note 31, p. 63.

34. *Supra*, note 27, p. 4.

35. R. G. Heim, « E-Practice :Alternative Methods of Going Public », *New York Law Journal*, janvier 2001, p. 1 ; J. B. Vincent, « Going Public : Researching Options is Crucial for Device Companies », *Medical Device & Diagnostic Industry Magazine (MD&DI)*, avril 1997, p. 3. Disponible en ligne : www.devicelink.com/mddi/archive/97/04/013.html ; *supra*, note 19, p. 2 ; *supra*, note 24, p. 1.

36. C. Désy, « Société de Capital de Démarrage », 6 décembre 2001, p. 1.

37. *Supra*, note 7, p. 4-5 ; J. McCafferty, « Shell Games (reverse mergers) », *CFO Magazine*, avril 1999, p. 3. Disponible en ligne : www.findarticles.com/cf_0/m3870/4_15/54291256/print.journal.

La PCI ne permet pas de recueillir des fonds additionnels

Une fois l'opération de PCI complétée, l'émetteur assujetti doit procéder à un placement privé ou à un appel public afin de pouvoir se financer³⁸. En effet un désavantage important du PCI est qu'elle permet l'accession de la société privée au statut de société publique mais contrairement au PAPE, la nouvelle entité ne bénéficie pas *ipso facto* d'une entrée de fonds³⁹. De sorte que le problème de financement demeure entier.

La PCI se déroule sans la participation d'un courtier

L'absence des maisons de courtage pose problème à plusieurs égards. Dans un premier temps, l'exclusion de ces maisons du processus rend le suivi par les analystes des firmes de courtage beaucoup plus difficile. Ces derniers ont, après tout, tendance à investir leurs efforts dans des opérations ayant fait l'objet d'une participation d'une maison de courtage. Or, un faible niveau de suivi diminue l'intérêt pour le titre. Cela rend donc les efforts pour attirer les investisseurs institutionnels beaucoup plus ardu, réduisant d'autant plus la liquidité potentielle du titre⁴⁰. Cette situation contribue à créer un manque de visibilité pour la société nouvellement formée⁴¹.

Finalement l'absence d'une maison de courtage qui agit à titre de preneur fait que le titre de la société ne bénéficie pas de la publicité habituellement générée par les « road-show » comme lors d'un PAPE. De plus la réputation d'une firme de courtage envoie un signal de qualité qui constitue un gage moral, du sérieux de l'émission. L'absence de ces divers éléments ci-haut mentionnés crée une spirale négative qui diminue d'autant la valeur, la liquidité et conséquemment l'intérêt pour le titre.

Manque de liquidité

Beaucoup de titres sont détenus par les fondateurs. Comme ils doivent être entiercés pour une période d'à peu près 12 mois⁴², s'il n'y a pas de dispense, il peut en résulter une

38. *Supra*, note 19, p. 98 ; *supra*, note 23, p. 3.

39. *Supra*, note 35, p.2 ; OTC Journal, « What is a Reverse Merger », 2004, p. 2, disponible en ligne : www.otcjournals.com/reverse_merger.html.

40. A. L. Hahn, « Reverse Merger on the Rise », *Investment Dealer's Digest*, 21 juillet 2003, p. 2. Disponible en ligne : www.iddmagazine.com/idd/NYTSSstories/nytsstories.cfm?id=7721&issueDate=current ; *supra*, note 27, p. 9-10.

41. A. Moore, « Private firms use back door to slip into market », *Reuters*, 30 juillet 2001, p. 2, disponible en ligne : www.alteritypartners.com/reuters.htm.

42. *Supra*, note 19, p. 98 ; *supra*, note 21, p. 3.

liquidité insuffisante pour soutenir le titre⁴³. Cette baisse de liquidité aura un effet d'entraînement à la baisse sur le prix du titre.

Absence d'évaluation indépendante de la société privée

L'absence d'évaluation avant l'arrivée au marché des capitaux cause plusieurs problèmes. Notons d'abord que l'évaluation, même dans le meilleur des cas, est difficile compte tenu que ces sociétés sont habituellement très jeunes. Cette situation contribue à l'asymétrie informationnelle.

De plus, la PCI est tributaire d'un processus qui évite le regard attentif des banquiers d'affaires (*i.e.* maison de courtage) et du capital de risque⁴⁴. Or ces filtres éliminent *ex ante* les candidats non méritoires⁴⁵. Le résultat est que plusieurs sociétés privées arrivent à la cote de la Bourse alors qu'elles sont affligées d'un manque de maturité évident⁴⁶ et qu'on ne devrait pas leur permettre de devenir des sociétés publiques⁴⁷. Ce manque de maturité a comme conséquence que plusieurs de ces sociétés arrivent en Bourse sous-capitalisées. Conséquemment, une fois inscrite à la cote, elles doivent consacrer une partie démesurée de leur temps à chercher du financement plutôt qu'à gérer la société⁴⁸. Ce phénomène est souvent exacerbé par la mise en place d'administrateurs qui n'ont pas l'expérience requise pour gérer une société publique⁴⁹.

Le caractère illusoire des recours légaux

Les sanctions civiles contre le courtier, la société et le promoteur en cas de représentations fausses ou trompeuses incluses dans la circulaire sont en pratique difficiles à mener à terme⁵⁰.

43. *Supra*, note 26, p. 3 ; *supra*, note 23, p. 3.

44. *Supra*, note 27, p. 4.

45. N. Klarish, « Planting Pearls in Shells: Evaluating the Possibilities in a Reverse Merger », American Bar Association, Business Law Section, vol. 12, n° 3, janvier/février 2003, p. 4 ; J. M. Surret, C. Charpentier, « Les sociétés de Capital de démarrage : bilan et analyse : 1995-2001 », septembre 2003, p. 58-59. Disponible en ligne : [www.fsa.ulaval.ca/personnel/suretjm/documents/Capital %20pool %2023_9_03.pdf](http://www.fsa.ulaval.ca/personnel/suretjm/documents/Capital%20pool%2023_9_03.pdf)

46. *Supra*, note 31, p. 63.

47. *Supra*, note 40, p. 1.

48. D. Rousseau, « L'inscription en Bourse : une bonne chose pour les compagnies bien préparées », *Le journal économique*, juin 2002.

49. *Supra*, note 26, p. 3.

50. *Supra*, note 31, p. 63 *in fine* ; *supra*, note 26, p. 3.

Il en va de même quant au recours éventuel du nouvel actionnaire de contrôle contre l'émetteur assujéti, pour fausses représentations sur l'état du passif ou des dettes et obligations non divulguées. En effet, ce nouvel actionnaire obtient habituellement de 85 à 90 % des titres et il ne voudra pas prendre ce qui, dans les faits, est une poursuite contre lui-même⁵¹.

3. Mauvaise réputation des PCI

3.1 *Le rapport Matkins*

Depuis déjà longtemps, les PCI font l'objet de vives controverses au pays. D'ailleurs, en mai 1993, le gouvernement de la Colombie-Britannique mettait sur pied la commission Matkins⁵². Cette dernière avait pour mandat d'évaluer et de proposer des pistes de réformes réglementaires pour améliorer le fonctionnement du marché des capitaux de cette province⁵³. La Bourse de Vancouver (BV), la principale Bourse de la province, dont le mandat était de faciliter la levée de fonds par le biais de l'appel public à l'épargne était dominée par des sociétés dites « junior » opérant majoritairement dans le domaine de l'exploration minière⁵⁴. Ce faisant, la BV avait attiré beaucoup de petites sociétés de qualités douteuses dont plusieurs d'entre elles avaient utilisé la PCI comme véhicule pour atteindre le statut de société publique⁵⁵.

La commission Matkins conclut que la PCI est particulièrement vulnérable aux abus pouvant être commis sur une bourse junior⁵⁶, qui est de par sa nature plus accommodante pour les petites sociétés émergentes qui sont parmi les plus grands utilisateurs de cette procédure. Pour contrer ce potentiel d'abus, la commission recommanda que toute PCI soit complétée à l'aide d'un prospectus avant de pouvoir accéder au marché des capitaux⁵⁷.

51. *Supra*, note 19, p. 98-99 ; *supra*, note 26, p. 3.

52. The Report of the Vancouver Stock Exchange & Securities Regulation Commission, « Restructuring for the Future : Towards a Fairer Venture Market », Rapport Matkins, 1994, p. 1.

53. *Id.*

54. *Supra*, note 52, p. 19, p. 23.

55. *Supra*, note 52, p. 32.

56. *Supra*, note 52, p. 35.

57. *Supra*, note 52, p.35, p. 64.

Cette position de la commission, si draconienne puisse-t-elle apparaître, l'est en fait peu lorsqu'on garde à l'esprit que déjà en 1979 la commission Schroder préconisait l'abolition pure et simple de la prise de contrôle inversée⁵⁸.

Mais qu'est-ce qui peut bien valoir si mauvaise presse à la PCI ? Mentionnons d'entrée de jeu que le financement de sociétés émergentes en phase de précommercialisation est par définition une aventure risquée où le taux d'échec varie entre 80 et 90 %⁵⁹. Ce taux est donc extrêmement élevé, et ce, indépendamment du contexte et du cycle économique traversés⁶⁰. Dans le cas particulier de la BV, plusieurs lui ont reproché d'inscrire à sa cote des sociétés qui avaient peu ou pas de mérite d'un point de vue investissement. On note de plus que ces sociétés étaient parfois mises en marché par des individus peu scrupuleux qui opéraient à l'abri d'un cadre réglementaire bien défini et qui vendaient le produit à des investisseurs dont la cupidité excédait la raison⁶¹.

En somme, les auteurs du rapport Matkins notaient que les sociétés ayant peu de liquidités, donc peu transigées et ayant des perspectives d'affaires plutôt incertaines sont des véhicules tentants pour les personnes mal intentionnées⁶². Cette situation est exacerbée par un manque chronique d'information offert sur ces sociétés, comparativement à ce qui est disponible pour les investisseurs s'intéressant aux sociétés plus solidement établies⁶³. Conséquemment, d'aucuns constatent qu'un nombre disproportionné des sociétés qui ont été impliquées dans des violations des lois sur les valeurs mobilières ont eu comme origine une PCI⁶⁴. Ce véhicule permettant l'accès au statut de société publique est donc vulnérable aux délits d'initiés⁶⁵.

En plus d'ébranler la confiance du public dans les marchés publics, ces abus ternissent la réputation des bourses où ils se produisent⁶⁶. C'est d'ailleurs ce qui a valu à la

58. H. J. Schroder, « Study of Capital Markets in B.C. », 1978. Cette étude a comme mandat de faire des recommandations sur les compagnies minières dites junior qui transigent sur la bourse de Vancouver. N.B. Ce document n'est rendu public qu'en 1993 à la suite d'une demande en vertu de la loi sur l'accès à l'information ; *supra*, note 52, p. 121.

59. *Supra*, note 52, p. 12.

60. *Supra*, note 52, p. 14.

61. *Supra*, note 52, p. 14.

62. *Supra*, note 52, p. 105. Cette constatation a été émise par Douglas Hyndman de la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique.

63. *Supra*, note 52, p. 11.

64. *Supra*, note 52, p. 33.

65. *Id.*

66. M. Volker, « The way I See it : Canadian Venture Exchange will Fuel Growth in our Technology Sector », 1999. Document de travail Simon Fraser University, p. 2. Disponible en ligne : www.sfu.ca/~mvolker/biz/silvan-column13.html.

Bourse de Vancouver, et à la ville elle-même, la réputation peu envieuse d'être désignées « Scam Capital of the World » en 1989 par la revue *Forbes*⁶⁷.

Compte tenu du caractère préoccupant des abus pouvant prendre naissance dans les PCI, la Bourse de l'Alberta ainsi que la Commission des valeurs mobilières de la même province ont, afin de mieux encadrer ces opérations, créé en 1986 le programme « Junior Capital Pool »⁶⁸.

De même, à la suite des recommandations du rapport Matkins, la Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique a requis de la Bourse de Vancouver que cette dernière oblige les sociétés utilisant une PCI à produire une divulgation d'information de niveau prospectus. De plus, les sociétés issues de PCI devront désormais avoir l'appui d'un parrain ainsi que d'un nombre suffisant d'actionnaires afin d'assurer une liquidité minimale pour le titre de la société⁶⁹.

La plupart de ces exigences se retrouvent dans la réglementation actuelle sur les valeurs mobilières en vigueur au Canada. Ces nouvelles dispositions ont-elles amélioré la réputation des PCI dans l'ère moderne ? C'est précisément ce que nous tenterons d'évaluer dans la prochaine partie.

3.1.1 L'ère moderne

Grâce à la popularité grandissante des PCI⁷⁰, cette opération devient de plus en plus acceptée dans les milieux financiers⁷¹. On semble être à l'aube d'une période où la

67. C. Mandell, « Investor 500 : Shell Game, Investors Should know What They're Doing Before Placing a Bet », *Canadian Business*, 9 juillet 2001, vol. 74, n° 13, p. 140. Disponible en ligne : http://web4.infotrac.group.com/itw/infomark/233/863/23073598w4/pur1=rcL_CPL_0_L, voir au même effet supra note 66.

68. C. Charpentier, J. M. Surret, « Les sociétés de capital de démarrage. Bilan et analyse :1995-2001 », septembre 2003, p. 10, voir la note infrapaginale n° 22. Disponible en ligne : www.fsa.ulaval.ca/personnel/suretjm/documents/Capital%20pool%2023_9_03.pdf.

69. Ministry of Finance and Corporate Relations, British Columbia Securities Commission, « Cull Announces Reforms To Toughen Securities Regulations », Chap. 1-Notices, Weekly Summary, Edition 94 : 39, p. 9-10, 7 octobre 1994.

70. OTC Journal, « What is a Reverse Merger », 2004, p. 1. Disponible en ligne : www.otcjournal.com/reverse_merger.html. Cette statistique en provenance des États-Unis indique qu'en 1996, 53 % des sociétés qui ont atteint le statut de société publique, l'ont fait par le biais d'une PCI. Voir aussi, A. Moore, « Private Firms use Back Door to Slip into Market », juillet 2001, p. 1, disponible en ligne : www.alteritypartners.com/reuters.htm. Dans cet article on mentionne qu'en 2001 le nombre de sociétés qui sont devenues publiques par le biais de la PCI est identique à celui de celles qui le sont devenues après un PAPE traditionnel. Voir aussi J. McCaferty, « Shell Games :Reverse Mergers », *CFO Magazine*, avril 1999, p. 1. Disponible en ligne : www.findarticles.com/cf_0/m3870/4_15/54291256/print.jhtml.

71. C. Aman, « Going Public Through the Back Door : The Old Reverse Gets A New Lease on Life », 19 juillet 2001, p. 1. Corporate Counsel, Disponible en ligne : www.law.com/jsp/pc/LawArticlePC.jsp?id=1015973978847.

perception traditionnellement négative à l'endroit des PCI serait en voie de se modifier⁷². Force est de constater cependant que sur le terrain, il existe encore un préjugé défavorable à l'endroit des PCI. Il ne fait pas de doute qu'un stigmate est associé à cette façon de devenir une société publique⁷³. De façon générale, les PCI sont encore perçues avec beaucoup de scepticisme par la communauté financière⁷⁴.

Plusieurs motifs peuvent expliquer cet état de fait. D'abord la coquille qui sert de véhicule à cette procédure est souvent alourdie par un passé douteux. En effet, comme cette compagnie est inactive, elle est vraisemblablement le produit d'un échec commercial⁷⁵ et de ce fait, a généralement une image *a priori* négative⁷⁶.

Il importe aussi de mentionner que plusieurs personnes, parfois des charlatans en quête de profits rapides, ont élaboré des stratagèmes en utilisant la PCI, dans le but de tromper l'investisseur peu aguerri⁷⁷, souvent au moyen de manipulations boursières⁷⁸.

Outre les problèmes auxquels nous avons fait allusion plus haut, la perception de ces transactions dans les milieux financiers et autres est que les sociétés qui utilisent la PCI ne sont pas de bonnes sociétés. Si elles étaient de bonnes qualités, elles feraient un PAPE traditionnel. En somme, une société sérieuse ne fait pas de PCI, elle fait un PAPE⁷⁹.

-
72. Mosher, S., « Smaller Firms Looking to Reverse Mergers », *The Deal*, 6 mars 2002, p. 1. Disponible en ligne : www.law.com/jsp/pc/LawArticlePC.jsp?id=1019508858143.
73. Reverse Merger : Take Your Company Public the Easy Way by Purchasing a Dormant, public company », 14 juin 2002, p. 1, disponible en ligne : www.Entrepreneur.com/article/0,4621,300886,00.html.
74. J. L. Petersen, « Shell Mergers », p. 2, disponible en ligne : www.ipo-law.com/takeover.html. Voir au même effet : M. Kady II, E. Winig, « Reversal of Fortune », *Washington Business Journal*, 31 juillet 2000, p. 1-2. Disponible en ligne : <http://washington.bizjournals.com/washington/stories/2000/07/31/story2.html>.
75. M. C. Volker, « IPO or RTO ? CPC is the way to go... », septembre 2000, p. 1, Working Paper, Simon Fraser University, disponible en ligne : www.sfu.ca/~mvolker/biz/silvan-column23.html.
76. A. Berof, D. Moyers, « Put it in Reverse », *Entrepreneur Magazine*, juin 1999, p. 3, 7. Disponible en ligne : www.entrepreneur.com/mag/article/0,1539,230320,00.html.
77. Y. Chung, « Trough the Back Door », février 25, 2000, vol. 26, n° 7, *Asiaweek*, p. 1. Disponible en ligne : www.asiaweek.com/asiaweek/magazine/2000/0225/biz.investing.html ; *supra*, note 39, p. 4 ; *supra*, note 37, p. 1.
78. E. E. Spragins, « Back-Door IPOs », *Inc magazine*, 1^{er} septembre 1989, p. 2. Disponible en ligne : www.inc.com/magazine/19890901/5806.html. Aux États-Unis, ce phénomène de manipulation boursière est appelé le, « Pump and Dump ».
79. M. Hoffman, « Going Public Trough the Back Door », *Inc Magazine*, 1^{er} mars 1999, p. 1. Disponible en ligne : www.inc.com/search/12139-print.html.

3.1.2 L'affaire Jitec

Plus près de nous, l'affaire Jitec a secoué les marchés financiers québécois. Elle illustre bien la nature du phénomène qui provoque la remise en cause de la légitimité des PCI.

En juillet 2000, la société Jitec, une entreprise œuvrant dans le domaine informatique, inscrit ses titres à la cote de la Bourse de Montréal, après avoir complété une PCI avec la société minière Altavista, une société dormante dont les titres sont aussi inscrits à la cote de la Bourse montréalaise⁸⁰.

Les titres de la société se sont envolés en Bourse peu après que la société, dont le président fondateur Benoît Laliberté, enfant chéri du secteur de la nouvelle technologie et récipiendaire du titre d'entrepreneur de l'année en 1996 décerné par la Banque de développement du Canada, eut annoncé qu'elle s'était vu octroyer un contrat de 105 millions de dollars par une entreprise canadienne⁸¹. Or moins d'une semaine avant, M. Laliberté avait personnellement acheté pour plus d'un million de dollars de titres de son entreprise. Le contrat ne s'est jamais matérialisé⁸². Quelques semaines plus tard, la société récidiva et annonça un contrat de 40 millions avec une société américaine. Là encore, le contrat n'est jamais devenu réalité.

Depuis, plusieurs actionnaires ont déposé une demande de recours collectif, qui fut subséquemment accueillie contre Jitec, Benoît Laliberté ainsi que trois courtiers, estimant qu'ils leur auraient fait perdre des milliers de dollars en manipulant le titre de la société⁸³. À cet égard, il est allégué que M. Laliberté aurait à des moments opportuns acheté ou vendu un volume important de titres de la société afin de soutenir le prix du titre. L'annonce des contrats aurait incité des petits épargnants à acheter à un prix plus élevé qu'ils

80. Bulletin Commission des valeurs mobilières du Québec, 2000-11-10, vol. XXXI, n° 45, Rubrique 1.5, « Autres Avis » ; voir aussi en ligne : www.cvmq.com, sous Actualités/Communiqué de presse 2000 ; J. Brock, « Regulating the Reverse Takeover », *University of Toronto Faculty of Law Review*, vol. 60, n° 1, hiver 2002, p. 15.

81. F. Vailles, « Des anciens actionnaires de Jitec réclament Justice », *La Presse*, 9 septembre 2002, Cahier D, p. D.1-D.2.

82. Vailles, F., « Trois courtiers se font passer un savon dans l'affaire Jitec », *La Presse*, 11 septembre 2002, Cahier D, p. D.3.

83. F. Vailles, « La petite histoire de quelques gros prêts », *La Presse*, 12 juillet 2003. Quant à la demande de recours collectif, elle a été accordée par le juge Pierre Viau de la Cour supérieure, le 25 septembre 2002 (Beaudoin *et al.* c. Jitec inc. C.S. Montréal, n° 500-06-000118-06). Ce jugement est disponible en ligne : www.canlii.org/qc/cas/qccs/2002/2002qccs14894.html. Pour des explications juridiques quant à la portée de ce jugement, voir : www.stike-man.com/newslet/ClassOct02fr-2.doc, voir aussi au même effet : www.oslernorthsouth.com/index.asp?layid=14&-navid=48&fid=1&scid=1197.

auraient normalement payé, compte tenu de la valeur réelle des titres. De ce fait, le titre de la société est passé de 3 \$ à 11,65 \$ au moment de l'annonce des contrats. Moins de 6 mois plus tard, le titre est retombé à 1 \$, pour ne valoir que 7¢ l'année suivante.

La Commission des valeurs mobilières du Québec a par la suite émis, à l'encontre de Benoît Laliberté, une interdiction d'opération sur le titre⁸⁴. Puis, peu après, la Bourse de Montréal a qualifié de « faux et trompeurs » les communiqués annonçant les deux contrats, tout en mentionnant que l'entreprise avait commis de nombreuses infractions aux règles de la Bourse⁸⁵.

Ce genre de comportement, d'ailleurs incompatible avec le statut d'émetteur assujéti, engendre un scepticisme grandissant parmi le public investisseur et alimente les craintes des autorités réglementaires. C'est donc dans cette optique que dans la prochaine partie, nous nous attarderons à mettre de l'avant la position du régulateur face au phénomène des prises de contrôle inversées.

3.2 Positions et craintes des autorités réglementaires

La piètre réputation dont sont affublées les PCI, ainsi que les manipulations de nature frauduleuse auxquelles elles ont été associées, particulièrement dans les années 1980, ont amené les autorités réglementaires américaines à accroître substantiellement la surveillance entourant ce type de transaction⁸⁶. Depuis le début des années 1990, la Securities and Exchange Commission (SEC), qui envisage défavorablement ce genre d'opération, a mis en place des politiques plus musclées afin d'éviter les abus et protéger l'intégrité des marchés financiers⁸⁷. Plus précisément, la SEC a mis de l'avant des règles qui ont pour but de décourager le maintien de l'inscription à la cote de coquilles vides ayant pour seul objectif d'effectuer une PCI. Ces initiatives ont pour but de réduire ou d'empêcher que les titres de sociétés cotées en cents ne soient utilisés dans un dessin frauduleux. Pour

84. *Supra*, note 79.

85. *Supra*, note 80.

86. *Supra*, note 35, p. 4 ; *supra*, note 70, p. 2.

87. *Supra*, note 22, p. 1-2.

ce faire, on a instauré des planchers de capitalisation boursière et de valeurs du titre. De plus on a augmenté le niveau de divulgation requis lors d'une PCI⁸⁸.

Au Canada, les autorités réglementaires reconnaissent depuis longtemps que les PCI sont impliquées dans un nombre disproportionnées d'accros à la réglementation sur les valeurs mobilières⁸⁹. Déjà, il y a près de dix ans, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), entre autres, sonnait l'alarme, exprimant des doutes quant à savoir si l'intérêt public est bien servi lorsqu'on permet à une coquille de procéder à une PCI. Elle s'interrogeait, à savoir s'il est acceptable qu'une société, somme toute nouvellement formée, puisse accéder au statut de société publique alors qu'il n'existe que très peu d'information disponible à son sujet et que le marché n'a pas eu le temps d'assimiler ce peu d'information avant que la transaction ne soit complétée⁹⁰.

Plus près de nous, la Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ), maintenant l'Autorité des marchés financiers, a fait connaître ses préoccupations quant à ce procédé.

La CVMQ a, en mai 2000, fait état publiquement de sa position administrative à l'égard des prises de contrôle inversées⁹¹. Ce document énumère les principales craintes qu'entretient le personnel de la CVMQ face à ses transactions, certaines, que nous avons évoquées plus haut. Voici donc un aperçu des plus importantes préoccupations exprimées à cet égard.

La première consiste en l'absence de participation d'un courtier qui engage sa responsabilité civile quant au contenu des documents d'informations utilisés pour effectuer la transaction⁹². En effet, les acquéreurs de titres post-PCI disposent en pratique de bien peu de recours contre le courtier, la société et le promoteur dans l'éventualité où la circulaire contiendrait des renseignements qui constituent des représentations fausses ou trompeuses, contrairement au PAPE où ils possèdent des recours de meilleure qualité⁹³. La commission est donc préoccupée par l'absence de protection pour l'investisseur.

88. J. Molloy, M. Fung « RCW Mirus Technology Group Research », 2002, p. 2-3, disponible en ligne : www.merger.com/pdfs/rsch_reverse_merger.pdf.

89. *Supra*, note 52, p. 34.

90. Ontario Securities Commission, « Staff Notice on Revocation of Cease Trade Orders », 1995, 18 OSCB 5, p. 1.

91. Commission des valeurs mobilières du Québec, « Les prises de contrôle inversées : Position du personnel de la Commission des valeurs mobilières du Québec », *Bulletin hebdomadaire*, 2000-05-19, vol. XXXI, n° 20.

92. *Ibid.*, p. 2.

93. Commission des valeurs mobilières du Québec, « Rapport annuel 2000-2001 », p. 19. Disponible en ligne : www.cvmq.com/fr/publi/pdf_rapport/003_Rapport_annuel_2001.pdf. *Supra*, note 26, p. 3.

Deuxièmement, l'absence de décisions d'investissement de la part des porteurs de titre de la société inactive ou « coquille » préoccupe l'Autorité des marchés financiers. Comme les titres de la nouvelle entité ne coûtent rien aux porteurs de la société publique, il n'y a pas à proprement parler de décisions d'investissement. Qui plus est, compte tenu de cette situation, il est presque assuré qu'ils voteront lors de l'assemblée des actionnaires en faveur de cette proposition et que, dès lors, les approbations nécessaires seront facilement obtenues⁹⁴.

Troisièmement, il n'existe pas une véritable négociation entre les parties quant au prix des titres de la nouvelle entité. Dans le cas de figure traditionnel, il y a négociation entre le courtier et les fondateurs pour en arriver à une évaluation de la juste valeur marchande de la société. Comme les actionnaires de la société inactive se font « donner » les titres de la nouvelle entité, il n'y a aucun débat contradictoire entre les parties pour déterminer le prix du titre. En somme, la négociation est absente de l'évaluation, ce qui en fausse le résultat⁹⁵.

Quatrièmement, une société privée peut très rapidement devenir publique par le biais d'une PCI. Ce faisant, la société privée n'a pas eu de croissance ou d'évolution conventionnelle. Elle a donc très peu d'historique au moment où elle veut solliciter l'épargne du public. La société se retrouve donc inscrite en Bourse avec peu d'expérience et souvent avec un manque de maturité inquiétant pour une société publique. Ce genre de situation est donc de nature à alimenter les craintes des autorités réglementaires⁹⁶.

Cinquièmement, la PCI est typiquement effectuée grâce à une coquille, souvent une compagnie minière dormante et une société de haute technologie. Cela crée de la confusion chez l'investisseur puisque, après la PCI, la société minière aura changé de domaine d'activité et sera devenue une société Internet ou de haute technologie. Il n'est pas certain que tous les investisseurs seront conscients que la société a changé de type d'activités⁹⁷. En somme, on se préoccupe du fait que les autorités approuvent une opération qui aura pour effet de changer le type d'activité de la société et qui permettra l'apport de capitaux

94. *Supra*, note 91, p. 2 ; *supra*, note 93.

95. *Supra*, note 93, p. 2 ; *supra*, note 26, p. 3.

96. *Supra*, note 27, p. 56.

97. *Supra*, note 26, p. 3, voir les commentaires de la Présidente de la CVMQ de l'époque, Carmen Crépin.

à ce qui, dans les faits, est une nouvelle société opérant dans une nouvelle sphère d'activité⁹⁸.

Enfin, lorsqu'une société privée effectue un placement privé afin de se financer, et ce, avant la transaction de PCI, les titres placés seront soumis à une période de rétention. Cependant, lors d'un échange de titres, les actionnaires de la société privée pourront recevoir des titres de la société publique libre de ces contraintes⁹⁹. Or, le personnel de la CVMQ est d'avis que la période de rétention ne devrait pas disparaître lorsqu'il y a échange de titres¹⁰⁰.

Comme nous pouvons le constater, le personnel de la commission manifeste une certaine inquiétude face aux prises de contrôle inversées ainsi qu'au cadre légal qui leur est applicable. À cet égard, le personnel opine que la Loi sur les valeurs mobilières n'a pas été conçue pour régir de telles transactions¹⁰¹. On pense, du côté des autorités réglementaires, que de nouvelles règles devraient être mises en place afin de mieux encadrer ce genre d'opération boursière¹⁰².

3.3 Le « staging »

Il existe dans la littérature un autre type de pratique utilisée dans le cadre des PCI qui devrait inquiéter les autorités réglementaires. Cette opération dénommée « staging » offre la possibilité de faire, avant que la société privée devienne publique, plusieurs placements privés à rabais, comparativement au prix, plus élevé qui sera exigé des investisseurs après qu'elle se fut inscrite à la cote de la Bourse¹⁰³.

Dans ce cas de figure, la société, dans un but de promotion de ses titres peut faire des placements privés à un prix prédéterminé mais moins importants que lors de l'émission subséquente, à des investisseurs institutionnels, à des fonds privés ou même à des analystes financiers¹⁰⁴. Dans ce dernier cas, le résultat peut être inquiétant car il crée

98. *Supra*, note 52 p. 33.

99. *Supra*, note 96, p. 57.

100. *Id.*

101. *Supra*, note 26, p. 3.

102. *Id.*

103. *Supra*, note 79, p. 9.

104. *Supra*, note 13, p. 55.

ainsi un incitatif puissant pour que l'analyste rédige des rapports de recherche positifs sur la société, ce qui faciliterait la revente du titre à profit. Le potentiel de manipulation du titre est donc bien présent¹⁰⁵.

Pour la société qui se livre à ce genre de pratique, les avantages sont multiples. D'abord il permet dans le court terme d'obtenir du capital à des fins de financement avant la PCI. Puis il permet d'assurer une visibilité pour son titre auprès des joueurs importants dans le marché, qui pourront contribuer de façon significative à la liquidité du titre sur le marché secondaire. Tout cela permettra de générer de l'intérêt, voire de l'anticipation pour le titre, ce qui favorisera l'écoulement du titre une fois la société privée devenue publique¹⁰⁶.

Un des aspects les plus préoccupants de cette pratique est qu'elle permet à la société privée de favoriser certains investisseurs aux dépens des autres. Ce qui contrevient à l'un des principes les plus importants de la Loi sur les valeurs mobilières, qui stipule qu'il doit exister dans le marché une égale opportunité pour tous les participants d'acheter et de vendre des titres au même prix et sur la base d'information disponible à tous, en temps opportun¹⁰⁷.

Cette pratique, dont il est difficile d'évaluer l'étendue, vient nul doute renforcer la perception négative des PCI en ce qu'elle contribue à engendrer du cynisme face à ce genre d'opération. En somme, plusieurs sont convaincus que certains privilégiés sont favorisés par une opportunité de faire un bon placement, et ce, au détriment du public investisseur en général.

3.4 Doit-on encourager les PCI ?

La réponse à cette question nécessite une évaluation de l'utilité économique des PCI. En somme, il y a lieu de se demander s'il existe des situations particulières où l'emploi de la PCI est un choix tout indiqué pour une PME. Nous en avons recensé quelques-unes.

Une situation de prédilection se produit lorsque la conjoncture économique est défavorable et que le marché des capitaux n'est pas réceptif à un PAPE traditionnel. Dans

105. *Id.*

106. J. Brock, « Regulating the Reverse Takeover », *University of Toronto Law Journal*, vol. 60, n° 1, hiver 2002, p. 9, 10.

107. M. R. Gillen, « Securities Regulation in Canada », Carswell, Second Edition, 1998, p. 170 ; *supra*, note 13, p. 56.

ces circonstances, les dirigeants doivent être créatifs et recourir à des solutions de rechange innovatrices¹⁰⁸. Dans ce cas, la PCI est souvent la seule façon réaliste pour une société privée d'atteindre le statut de société publique¹⁰⁹. De plus, en période de difficultés économiques, il est souvent ardu pour les PME, qui même durant les périodes économiques favorables ont de la peine à trouver un preneur qui accepte de promouvoir leurs titres. Dans ces circonstances, il est possible de devenir une société publique par le biais d'une PCI sans l'aide d'une maison de courtage¹¹⁰.

Cependant, il semble que la PCI soit généralement considérée idéale pour une entreprise dont les besoins de liquidité dans le court terme peuvent être comblés par le recours à des placements privés. Dans ce cas, les investisseurs sont déjà identifiés et le désir de devenir une société publique n'est pas lié à un besoin de financement public immédiat¹¹¹. En somme, si une société privée croit qu'une infusion substantielle de capital sera requise dans la prochaine année, la PCI n'est probablement pas l'opération recommandée¹¹². Cependant si cette société n'a pas besoin d'un apport de capital sur les marchés publics à court terme, elle peut s'inscrire à la cote, se financer privément, tout en continuant à évoluer jusqu'à ce qu'elle atteigne un stade de croissance optimal, lui permettant de solliciter l'épargne publique au moment opportun¹¹³. De plus, son statut de société publique lui permettra d'attirer des investisseurs qui, autrement, seraient réticents à investir dans une société privée qui ne possède pas de marché organisé pour transiger ses titres¹¹⁴.

Une autre situation qui pourrait permettre à une entreprise de bénéficier d'une PCI se produit lorsqu'elle estime qu'une stratégie de croissance caractérisée par l'acquisition d'autres sociétés serait dans son meilleur intérêt. Dans ces circonstances, elle pourrait se

108. H. J. Kern, W. F. Coffin, « Alternatives Routes to Going Public », *News*, novembre 2001, p. 1, disponible en ligne : www.gtlaw.com.

109. *Supra*, note 72, p. 2.

110. H. Habal, « Halter offers Public Shells Online », *Dallas Business Journal*, 17 août 2001, p. 2. Disponible en ligne : <http://dallas.bizjournals.com/dallas/stories/2001/08/20/story8.html>.

111. M. Volker, « Money ! From Angels to Devils », document de travail, 1999, Université Simon Fraser, p. 6, disponible en ligne www.sfu.ca/~mvolker/biz/money.htm ; J. L. Petersen, « Shell Mergers », p. 2, non publié, disponible en ligne www.ipo-law.com/takeover.html ; M. Hoffman, « Going Public Through the Back Door », *Inc Magazine*, 1^{er} mars 1999, p. 1, disponible en ligne : www.inc.com/search/12139-print.html.

112. *Id.*

113. A. Beroff, D. Moyers, « Put it in Reverse », *Entrepreneur Magazine*, juin 1999, p.10, disponible en ligne : www.entrepreneur.com/mag/article/0,1539,230320,00.html.

114. T. P. Halter, « The Reverse Merger Process », p. 3, disponible en ligne : http://halterfinancial.com/best_method.html ; *supra*, note 113, p. 3 ; *supra*, note 111, p. 6.

servir de ces titres nouvellement inscrits à la cote de la Bourse comme d'une monnaie d'échange lui permettant d'acquérir une autre société. En somme, la PCI peut favoriser une stratégie de croissance par acquisition lorsque les besoins de financement ne sont pas pressants¹¹⁵.

La PCI peut aussi constituer une alternative intéressante pour l'entreprise qui, une fois le statut de société publique atteint, croît grâce à l'apport de placement privé et qui veut, pour donner du tonus à sa lancée, s'adjoindre des dirigeants de hauts calibres. Elle peut alors les rémunérer de façon compétitive en leur offrant des programmes d'achats d'actions ou encore des options d'achats d'actions au moyen de titres inscrits à la cote¹¹⁶.

Notons par ailleurs que la PCI peut aussi s'avérer une avenue envisageable si la société devient publique, non pas nécessairement pour obtenir du financement dans le court terme, mais surtout pour offrir une stratégie de sortie pour les cofondateurs ou certains actionnaires qui, après un certain temps, veulent, légitimement, obtenir un marché liquide et organisé, leur permettant ainsi graduellement de vendre à profit les titres qu'ils possèdent¹¹⁷.

La prise de contrôle inversée recèle une autre utilité économique, soit celle de donner une seconde chance aux actionnaires de la coquille qui, le plus souvent, est une société moribonde dont les activités commerciales sont quasi inexistantes¹¹⁸. En effet, la fusion avec une autre société s'accompagne souvent d'un apport de capitaux frais et d'une recrudescence des affaires, souvent dans un domaine d'activité nouveau et dynamique. Conséquemment, les actionnaires de la coquille constateront généralement une appréciation de la valeur de leurs titres.

Un autre facteur méritant considération est le fait que pour une petite entreprise ne possédant que peu de ressources financières, la PCI constitue un moyen économique et abordable de devenir une société publique. Or ce nouveau statut constitue souvent un avantage compétitif pour une petite société et pour lequel il existe donc une demande

115. P. Stozniak, « Reverse Merger Offers Alternative to IPO », *Industry week*, October 30, 1998, p. 1. Disponible en ligne : www.industryweek.com/IWGC/newswire.asp?month=10&day=30&year=1998, voir au même effet, *supra* note 114, p. 2.

116. *Id.* ; *supra*, note 110, p. 2.

117. *Supra*, note 114, p. 2.

118. *Supra*, note 52, p. 34 ; *supra*, note 27, p. 15.

légitime¹¹⁹. De plus le statut de société publique permet à la nouvelle entité d'avoir accès au marché secondaire et ainsi bénéficier d'un plus vaste système de distribution pour ses titres¹²⁰.

Finalement, il n'est pas inutile de rappeler une autre facette de l'utilité économique de la PCI. Cette dernière permet, en effet, à l'investisseur moyen d'acheter des titres, risqués, certes¹²¹, mais qui lui permettent en revanche d'espérer des gains importants¹²². Ce qui à son tour permet d'attirer les investisseurs vers la Bourse sur laquelle se transigent ce genre de titres¹²³.

119. *Id.*

120. *Id.*

121. *Supra*, note 106, p. 18.

122. *Supra*, note 52, p. 12.

123. *Id.*

CONCLUSION

Bien qu'il n'existe que très peu d'informations et surtout de statistiques sur les transactions de PCI¹, permettant une analyse complète et rigoureuse du phénomène, il est néanmoins possible de tirer quelques constatations à la lumière de la littérature consultée.

La première est que, comme nous l'avons démontré entre autres dans la partie précédente, la PCI est une stratégie financière qui a sa place dans l'arsenal financier des PME². Il s'agit d'une solution de rechange au PAPE traditionnel qui a l'avantage d'être moins coûteuse et moins dépendante de la réceptivité du marché des capitaux. Il s'agit donc d'une méthode valable pour une PME, particulièrement dans des domaines de haute technologie, lui permettant d'accéder efficacement au statut de société publique³.

Parallèlement, il existe un problème très réel d'intégrité de ce genre d'opérations. Conséquemment, la réputation des PCI est généralement négative. D'ailleurs cette problématique a été évoquée, non sans à-propos, par divers organismes de réglementation des marchés financiers. Les craintes des diverses commissions des valeurs mobilières sont, à cet égard, généralement justifiées⁴.

Ce problème d'image est renforcé par plusieurs études qui démontrent que les sociétés post-PCI sont en moyenne dans une situation financière beaucoup moins inté-

1. S. Mosher, « Smaller Firms Looking to Reverse Mergers », *The Deal*, 6 mars 2002, p. 2, disponible en ligne : www.law.com/jsp/pc/LawArticlePC.jsp?id=1019508858143. L'auteur évoque le fait qu'aux États-Unis, ni la Securities Exchange Commission (SEC) ni la National Association of Securities Dealers (NASD) ne tiennent de chiffres séparés pour les opérations de PCI.

2. *Supra*, note 106, p. 3.

3. *Ibid.*, p.2.

4. *Supra*, note 68, p. 59 ; I. Petit, *supra*, note 96, p. 56 et ss. Voir la rubrique intitulée, « Préoccupations du personnel ».

ressante qu'avant l'opération⁵. De plus, de nombreux problèmes de régie d'entreprise surgissent après la PCI⁶.

Notons ici, comme nous l'avons fait lors de l'étude des sociétés de capital de démarrage (SCD), que la situation économique de ces dernières n'est guère plus brillante après avoir atteint le statut de société publique⁷.

Dans les deux cas, il semble que l'absence d'avantage compétitif, la présence de sous-capitalisation et généralement d'immaturité soient les réelles causes du problème des rendements négatifs⁸. Cette situation contribue à une allocation suboptimale des fonds dans l'économie due à la faible rentabilité observée, tout en soulevant de sérieuses questions quant aux accros aux objectifs fondamentaux de la législation en matière de valeurs mobilières. Particulièrement, face à la protection des investisseurs, la présence de marchés efficaces, équitables et transparents⁹.

Malgré les difficultés, pour ne pas dire des dangers rapportés, nous pensons qu'il faut conserver la PCI à cause de son utilité économique pour les PME, souvent en proie à des difficultés de financement. Il nous semble en effet que le problème des PCI constitue un exemple classique de la nécessité de trouver un équilibre entre la liberté commerciale, et le principe de protection des épargnants¹⁰. En somme, les autorités réglementaires doivent contrer l'abus et la fraude tout en évitant d'affecter indûment les pratiques commerciales légitimes des petites et moyennes entreprises¹¹.

Une piste de solution doit à notre avis passer par un mécanisme qui, à défaut d'assurer la protection des épargnants, pourrait la renforcer. Un des problèmes importants avec la PCI est la « propreté » de la coquille. Souvent des réclamations insoupçonnées au

5. Voir *supra*, note 88, p. 2, 3, 5. Voir surtout p. 6 où les auteurs démontrent qu'aux États-Unis, entre 1999 et 2001, des 50 compagnies observées ayant fait une PCI, 46 d'entre elles ont produit un bilan indiquant une détérioration de la situation financière d'en moyenne - 67 % ; *supra*, note 27, p. 18, 30, ou après une période d'observation de trois ans de 121 PCI le taux de survie après cette période est de près de 50 % et que les revenus et autres ratios de performance sont systématiquement négatifs.

6. *Supra*, note 27, p. 19 à 22.

7. *Supra*, note 127, p. 27, p. 55.

8. *Ibid.*, p. 39, p. 57.

9. *Ibid.*, p. 55.

10. L. P. Séguin, « Les sociétés junior ou Junior Capital Pool Companies », Aspects juridiques du capital de risque, Les journées Maximilien-Caron, Les éditions Thémis, 1998, p. 15.

11. Allocution du président du conseil d'administration de la SEC, William H. Donaldson, Washington, 13 avril 2004, p. 3, disponible en ligne : www.sec.gov/news/speech/spch041304whd.htm.

moment de l'opération refont surface, diminuant ainsi considérablement la valeur boursière de la nouvelle entité¹². Pénalisant ainsi d'honnêtes investisseurs.

Deux remarques valent la peine d'être formulées. D'abord les PCI effectuées dans le cadre du programme SCD de la Bourse de croissance viennent pallier ce problème et offrent une amélioration comparativement à la PCI. En effet, elles offrent des coquilles propres et bien réglementées offrant habituellement des mesures de protection équivalentes à celles offertes lors d'un PAPE traditionnel et jouissant d'une bonne crédibilité à cet égard¹³. Généralement, le véhicule utilisé pour faire la transaction dans le programme SCD est donc de nature à protéger le public plus efficacement¹⁴.

Deuxièmement, pour la PCI effectuée en marge du programme SCD, il est possible d'améliorer la qualité du véhicule utilisé pour procéder à la transaction. Une solution consiste à créer une réplique de la société ouverte (un « clone » ou une filiale) qui servira de véhicule pour effectuer la transaction. Selon cette approche, la filiale reçoit les titres de la société ouverte, puis la filiale se fusionne avec la société privée. De cette façon, il est possible de s'assurer que le véhicule utilisé ne serait pas grevé de contingences de nature environnementale, par exemple¹⁵. Cependant, cette mesure demeure, à notre avis, malheureusement facultative lors d'une PCI traditionnelle (non-SCD).

Cela étant, hormis cette dernière distinction, plusieurs auteurs notent qu'il existe en fait bien peu de différences réelles entre la PCI et le programme de SCD au niveau des exigences boursières, celles-ci étant presque identiques¹⁶. À cet égard, il faut aussi mentionner que les différences entre le PAPE traditionnel et la PCI, bien que plus marquées, aient tendance à s'amenuiser¹⁷.

Or si les différences entre la PCI et la SCD semblent mineures, d'un point de vue de politique publique, qu'elle devrait être la position du régulateur ? Nous sommes d'avis

12. M. Volker, « The way I see it... IPO or RTO ? CPC is the way to go », septembre 2000, Working Paper, Simon Fraser University. Disponible en ligne : <http://sfu.ca/~mvolker/biz/silvan-column23.html>.

13. L. Doyle, « Bourse de croissance TSX : Une nouvelle option pour l'entreprise québécoise », Conférence du 23 avril 2002, p. 17, disponible en ligne : www.reseaucapital.com/conferences/Rentree_02/Louis_Doyle_TSX.pdf.

14. *Supra*, note 135.

15. L. Doyle, « Inscription déguisée », 21 mars 2000, p. 1-2, note de Service interne de la Bourse de Montréal, non publié.

16. Catalyst, « CDNX Capital Pool Companies », octobre 2000, p. 14, disponible en ligne : www.viatec.ca/brc/pdf/cdnx_capital_pool_companies.pdf ; *supra*, note 67, p. 2 ; *supra*, note 111, p. 6.

17. J. Molloy, Fung, « Full Speed Reverse », Mirus Online Newsletter, juillet 2001, p. 4, disponible en ligne : www.imakenews.com/rcvmirus/e_article000029558.cfm ; *supra*, note 100, p. 63 ; *supra*, note 52, p. 33, *supra*, note 13, p. 55 ; *supra*, note 109, p. 2.

que les autorités réglementaires devraient, tout en permettant l'utilisation de la PCI, favoriser les SCD, et ce, pour plusieurs motifs. Le programme SCD permet de s'assurer de l'intégrité de la coquille, ce qui est de nature à augmenter la protection des épargnants. Le programme est bien réglementé, par une Bourse qui se spécialise dans la clientèle de la PME émergente. La Bourse de croissance jouit d'une bonne réputation et a su jusqu'à date éviter les histoires d'horreurs du type Jitec. Le programme SCD comprend à titre de participants dans ces sociétés des investisseurs providentiels, ainsi que des entrepreneurs qui en plus d'apporter du financement amènent leur expérience et leur savoir-faire au conseil d'administration¹⁸.

Ces avantages font dire à plusieurs auteurs qu'entre les façons possibles de faire une prise de contrôle inversée, le programme SCD se distingue nettement et devrait être le choix de prédilection des entrepreneurs¹⁹.

Dans un environnement de régulation idéal, le programme SCD serait amélioré au point de rendre la PCI traditionnelle dépassée et sans véritables avantages. Pour améliorer le programme, la Bourse de croissance devrait s'inspirer des solutions mises de l'avant par le professeur Surret pour augmenter les résultats post-transactions. À cet égard, retarder l'entrée sur les marchés publics et augmenter les sommes pouvant être levées avant l'arrivée en bourse devraient être considérés sérieusement.

Entre-temps, avant que l'environnement réglementaire soit modifié en ce sens, la faculté de pouvoir faire de façon traditionnelle la PCI devrait être maintenue au nom de la liberté commerciale²⁰. L'investisseur qui désire néanmoins acheter le fera en étant guidé par l'adage « *caveat emptor*²¹ ». Il nous semble, en effet, qu'il existe de la place dans le marché pour un investissement même risqué, dans la mesure où, sous la surveillance des autorités réglementaires, le maximum d'information, et dans tous les cas, au moins équivalent à celles retrouvées dans un prospectus, soit fourni à l'investisseur²².

18. *Supra*, note 135.

19. *Supra*, note 139, p. 2, 3 ; *supra*, note 135, p. 2.

20. *Supra*, note 139, p. 6.

21. I. Mount, « Bull Market, What Hast Thou Wrought ? », *Business 2.0*, août 2000, p. 3, disponible en ligne : www.business2.com/articles/mag/0,1640,6866,FF.html.html.

22. *Supra*, note 106, p. 18.

En définitive, les PCI, même si elles ne font pas toujours l'unanimité ou qu'elles ne suscitent pas l'adhésion générale des participants aux marchés des capitaux, constituent néanmoins une façon légitime pour les PME d'accéder au statut de société publique²³. La solution définitive ne passe pas par une législation contraignante ou abolissant les PCI²⁴, mais par une amélioration en profondeur du programme des SCD, qui rendrait inutile la PCI traditionnelle.

23. *Supra*, note 138, p. 4 ; *supra*, note 106, p. 19.

24. *Supra*, note 106, p. 19.

BIBLIOGRAPHIE

- Acs, Z. J., Morck, R. K., Yeung, B., « Entrepreneurship, Globalization and Canadian Public Policy », Paper Presented at the second international conference on international entrepreneurship : « Researching New Frontiers », McGill University, Faculty of Management, Montreal Canada, September 23-25, 2000.
- Akin, D., « Venture Capital Activity Declines », *Globe and Mail*, 18 March 2003.
- Allebach, M. A., « Small Business, Equity Financing, and the Internet : The Evolution of a Solution ? », 1999, 4, *Va. J. L. & Tech.*, 3.
- Aman, C., « Going Public Through the Back Door : The Old Reverse Gets A New Lease on Life », 19 July 2001, *Corporate Counsel*, disponible en ligne : www.law.com/jsp/pc/LawArticlePC.jsp?id=1015973978847.
- Anand, A. I., « Securities Law in the Internet Age : Is « Regulating by Analogy » the Right Approach ? », 2001, *Queen's L. J.*, p. 129.
- Anand, A. I., « The Efficiency of Direct Public Offerings », 2003, 7, *J. Small & Emerging Bus. L.*, 433.
- Andrews, M., « Initial Public Offerings – The Experience of Eight Canadian Growth Companies », Ottawa, Conference Board of Canada, 1995.
- APFF, « Société de capital de démarrage », Colloque « Financement nord-américain dans la turbulence », publié par l'association de planification fiscale et financière, Montréal 6 décembre 2001.
- Applegate, J., « Reverse Mergers Help Companies Raise Cash Quickly », *Los Angeles Business Journal*, October 30, 2000, disponible en ligne : http://findarticles.com/cf_0/m5072/44_22/66940127/print.jhtml.
- Arcand, D., « Le sous-financement menace le Québec biotech », *La Presse*, 24 avril, 2002, p. D12.
- Avis du personnel de la Commission, « Placement sans publicité d'au moins \$150,000 généralement appelé avis de placement en vertu des articles 46 et 51 de la loi », Référence : Bulletin hebdomadaire : 2000-10-13, vol. XXXI, n° 41, p. 1.

- Baldwin, J. R., « Innovation the Key to Success in Smaller Firms », n° 76 Micro-Economic Studies and Analysis Division, Statistics Canada and Canadian Institute for Advanced Research, Economic Project Growth, February 1995.
- Baldwin, J. R., Gellaty, G., Gaudreault, V., « Financing Innovation in New Small Firms : New Evidence from Canada », Micro Economic Analysis Division, Statistics Canada, May 2002.
- Baldwin, J. R., Johnson, J. « Differences in Strategies and Performance of Different Types of Innovators », Micro Analysis Division, Statistics Canada, December 1997.
- Barbe, J. F., « Les RTO, pas pour tout le monde », *Les Affaires*, 4 août 2001.
- Barbe, J. F., « RVBS prend le chemin de la prise de contrôle inversée », *Les Affaires*, 2 août 2001.
- Baron, D. P., « A Model of the Demand for Investment Bank Advising and Distribution of New Issues », 1982, 37, *J. Fin.*, p. 955.
- Bayan, G., « Venture Capital Policy Review : Canada », *STI Working Papers*, Industry Issues, Directorate for Science, Technology and Industry, OECD, 2003, disponible en ligne : www.oecd.org/sti/working-papers.
- Beach, A., Camilleri, M., « The Capital Pool Company Program », *Emerging Global Business Bulletin*, Fasken Martineau, 2002, p. 1, disponible en ligne : [www.fasken.com/WEB/FMDWEBSITEFRENCH.NSF/0/15DB72DB23C4F8F785256C6100749E68/\\$FILE/EGB_OCT_02](http://www.fasken.com/WEB/FMDWEBSITEFRENCH.NSF/0/15DB72DB23C4F8F785256C6100749E68/$FILE/EGB_OCT_02).
- Beatty, R. P., Ritter, J. R., « Investment Banking, Reputation and the Underpricing of Initial Public Offerings », 1986, 15, *J. Fin. Econ.*, 13.
- Beatty, R. P., Welch, I., « Issuers Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings », 1996, 39, *J. Law & Econ.*, 545.
- Beaudoin, R., St-Pierre, J., « Financement de l'innovation dans la P.M.E. : Une recension de la littérature », Rapport de veille présenté à l'Observatoire de Développement Économique Canada, octobre 1999.
- Bernier, J. F., « La société fermée et le financement public de la P.M.E. au Québec : un concept à repenser ? », dans « Développements récents sur les valeurs mobilières », 2002, *RFPBQ*.
- Beroff, A., Moyers, D., « Put it in Reverse : Are there too many twists in the road to IPO ? Consider a smoother route : Reverse Mergers », *Entrepreneur Magazine*, juin 1999, disponible en ligne www.entrepreneur.com/mag/article/0,1539,230320,00.html.

- Bertosi, H., « Preparing Your Company For A Future Public Offering », dans « Financing For Emerging Companies », *Insight Press*, March 1994.
- Black, B. S., « Information Asymmetry, the Internet, and Securities Offerings », 1998, 2, *J. Small & Emerging Bus. L.*, 91.
- Bourse de croissance TSX, « Guide du financement des sociétés », Politique 5.2 intitulé, « Changements dans les activités et prises de contrôle inversées ». Voir partie 1, section « Interprétation », disponible en ligne : www.tsx.ca/fr/productsAndServices/listings/cdnx/resources/resourcePolicies.html.
- Bourse de croissance TSX, « Politique 2.4 Société de capital démarrage », 1^{er} janvier 2004, disponible en ligne : www.tsx.ca/fr/pdf/Policy2-4.pdf.
- Bourse TSX, « Guide à l'intention des sociétés », Partie VI, « Changements dans la structure du capital des sociétés inscrites », section H. « Inscriptions déguisées », Art. 699.10, disponible en ligne : www.tsx.ca/fr/pdf/FR_CompanyManual.pdf.
- Bradford, C. S., « Securities Regulation and Small Business : Rule 504 and the Case for an Unconditional. Exemption », 2001, 5, *J. Small & Emerging Bus. L.*, 1.
- Brender, M. D., « Prises de contrôle inversée canadiennes et américaines », 6 février 2002, colloque de l'APFF « Financement nord-américain dans la turbulence ».
- Brock, J., « Regulating the Reverse Takeover », *University of Toronto Faculty of Law Review*, vol., n° 1, Winter 2002, 1.
- Brunet, P., « La logique financière entourant le choix du capital de risque comme mode de financement », Publié dans « Les aspects juridiques du capital de risque », Les journées Maximilien-Caron Éditions Thémis, 1998.
- Bulletin Commission des valeurs mobilières du Québec, 2000-11-10, vol. XXXI, n° 45, Rubrique 1.5 « Autres Avis ».
- Business Wire, « Texas Companies Go Public With Reverse Merger Process », 5 octobre 1999, disponible en ligne à : www.findarticles.com.
- Canadian Labour Market and Productivity Center, « Generating Growth : Improving Access to Capital by Small and Medium-Sized Enterprises », December 1995.
- Carpentier, C., Surret J.-M., « How Useful is Venture Capital ? Evidence from Capital Pool Companies », CIRANO, 12 septembre 2003, disponible en ligne : www.fsa.ulaval.ca/personnel/suretjm/documents/On%20the%20Usefulness%20of%20Venture%20Capital.pdf.

- Carpentier, C., Surret, J.-M., « Les sociétés de capital de démarrage : bilan et analyse : 1995-2001 », septembre 2003, disponible en ligne : www.fsa.ulaval.ca/personnel/surretjm/documents/Capital%20pool%2023_9_03.pdf.
- Castonguay, J. M., « Les anges investisseurs : qui sont-ils, comment les intéresser », Propos tenus au colloque de l'APF intitulé, « Financement nord-américain dans la turbulence », Montréal, 5 décembre 2001.
- Catalyst Law, Capital Pool Companies : An Overview, « what is a Capital Pool Company, or CPC », disponible en ligne : www.catalyst-law.com/document/133.
- Catalyst, « CDNX Capital Pool Companies », October 2000, disponible en ligne : www.viatec.ca/brc/pdf/cdnx_capital_pool_companies.pdf.
- Catalyst, « Reverse Takeover and Qualifying Transactions », décembre 2000, Catalyst : Corporate Finance Lawyers.
- Charpentier, C., Kooli, M., Suret, J.-M., « Les émissions initiales au Canada : bilan, anomalies et dysfonctions », Préparé pour Industrie Canada, avril 2003, disponible en ligne : http://fsa.ulaval.ca/html/fileadmin/pdf/Ecole_comptabilite/Publications/2003-04.2.pdf.
- Chen, H. C., Ritter, J. R., « The Seven Percent Solution », 1999, *Working Paper*, University of Florida, disponible en ligne : <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>, publié aussi dans le « Journal of Finance », June 1999.
- Chiles, J. G., Levi, A. M., Mayerfield, R. K., « Preparing For an Initial Public Offering », Practising Law Institute, Corporate Law and Practice Course Handbook Series (566 PLI/Corp. 101) 101.
- Choi, S. J., « Gatekeepers and the Internet : Rethinking the Regulation of Small Business Capital Formation », 1998, 2, *J. Small & Emerging Bus. L.*, 27.
- Chung, Y., « Trough the Back Door », February 25, 2000, vol. 26 n° 7, *Asiaweek*, disponible en ligne : www.asiaweek.com/asiaweek/magazine/2000/0225/biz.investing.html.
- Cielusniak, D. M., « You Cannot Fight What You Cannot See : Securities Regulation on the Internet », 1998, 22, *Fordham Int'l L. J.*, 612.
- Clendenning, E. W. & Associates, « Issues Surrounding Venture Capital, Initial Public Offering (IPO) and Post-IPO Equity Financing for Canadian Small and Medium-Sized Businesses(SME's) », Prepared for Small Business Policy Branch Industry Canada, March, 2001.

- Commission des valeurs mobilières du Québec, « Les prises de contrôle inversées : Position du personnel de la Commission des valeurs mobilières du Québec », *Bulletin hebdomadaire* : 2000-05-19, vol. XXXI, n° 20.
- Commission des valeurs mobilières du Québec, « Rapport annuel 2000-2001 », disponible en ligne : www.cvmq.com/fr/publi/pdf_rapport/003_Rapport_annuel_2001.pdf.
- Conference Board of Canada, « Financing Emerging Business : Canada and U.S. Cost Comparisons of Initial Public Offerings(IPOs) », 1994, Report 119-94.
- Corkery, K., Brennand, A., « Seed Stage Investment Activity in Canada », Prepared for the Expert Panel on commercialization of University Research, January 1999, disponible en ligne : <http://acst-ccst.gc.ca/comm/home.html>, Voir.
- Corwin, S. A., Harris, J. E., « The Initial Listing Decision of Firms That Go Public », Spring 2001, *Financial*.
- Courville, L., le 29 Septembre, 1998, devant le Comité du Sénat sur la P.M.E., p. 10-11, section H, disponible en ligne : www.parl.gc.ca/36/1/paribus/commbus/senate/comme/bank-e/rep-e/rep17dec98part11-e.htm.
- CVMQ communiqué le 7 novembre 2002, « CVMQ Allows Quebec Companies to Participate in the TSX Venture Exchange's Capital Pool Company Program », disponible en ligne : www.cvmq.com/Upload/fichier_pdf/communiquerpcom424-anglaispdf.
- Décision générale, « Instruction générale n° 41-601 Q, les sociétés de capital de démarrage », Bulletin du 2002-11-01, vol. XXXIII, n° 43, disponible en ligne : www.cvmq.com/Upload/bulletin/v33n43ch21.pdf.
- Department of Finance Canada and TSX Venture Exchange, « Risk Capital in Canada : Breaking Down Barriers, Increasing Access », Proceedings at Symposium, Vancouver British Columbia, November 7, 2002, disponible en ligne : [www.tsx.com/en/trading Services/docs/3575RiskCapitalInCanada-ProceedingsAtSymposium.pdf](http://www.tsx.com/en/tradingServices/docs/3575RiskCapitalInCanada-ProceedingsAtSymposium.pdf) .
- Deslandes, C., « Nouvel instrument de financement », *Finance et Investissement*, octobre 2002.
- Désy, C., « Enfin du financement public pour la PME québécoise ! », *Bulletin Réseau Capital*, vol. 12, n° 3, juillet 2002.
- Désy, C., « Enfin un financement boursier pour la PME au Québec ! », *Bulletin d'actualité juridiques* publiés par Brouillette Charpentier Fortin, été 2002, vol. n° 1, p. 2.
- Désy, C., « Programme de financement pour la PME », *Ça magazine*, octobre 2003, disponible en ligne www.camagazine.com/index.cfm/ci_id/17305/la_id/2htm.

- Désy, C., « Société de Capital de démarrage », *Bulletin BCF*, 17 janvier 2003, p. 2, disponible en ligne, www.bcf.ca/francais/communiqués/pdf/Bulletin%20BCF_2003-01.pdf.
- Désy, C., « Société de capital de démarrage », Colloque « Financement Nord-Américain dans la Turbulence », *APFF*, Montréal 6 décembre 2001.
- Donaldson, W., « Allocution du président du conseil d'administration de la SEC », Washington, 13 avril 2004, disponible en ligne : www.sec.gov/news/speech/spch041304whd.htm.
- Doyle, L., « Marché nord-américain des capitaux publics de petite capitalisation », Conférence prononcée le 6 décembre 2001, à Montréal dans le cadre du colloque « Financement nord-américain dans la turbulence », organisé par l'Association de planification fiscale et financière (APFF).
- Doyle, L., « Bourse de croissance TSX : Une nouvelle option pour l'entreprise québécoise », Conférence du 23 avril 2002, disponible en ligne : www.reseaucapital.com/conferences/Rentree_02/Louis_Doyle_TSX.pdf.
- Doyle, L., « Inscription déguisée », 21 mars 2000, note de Service interne de la Bourse de Montréal, non publié.
- Doyle, L., Conférence, Montréal, Septembre 2002, disponible en ligne, www.reseaucapital.com/conferences/Rentree_02/Louis_Doyle_TSX.pdf.
- Dubé, G., « Fiscalité d'un appel public au Canada », 6 décembre 2001, Colloque de l'APFF « Financement nord-américain dans la turbulence ».
- Dufresne, E., « Les prises de contrôle inversées », *Journal du barreau*, mars 2002, vol. 34, n° 4.
- Duhamel, A., « La vitalité entrepreneuriale s'essoufle », *Les Affaires*, 20 octobre 2001, p. A-3.
- Duhamel, A., « Les P.M.E. sont essentielles à l'essor économique », *Les Affaires*, 20 octobre 2001, p. A-3.
- Dulipovici, A., « 2002 SME Overview : Small Business Primer 2002 », Published by The Canadian Federation of Independent Business (CFIB), January 2002, disponible en ligne : www.cfib.ca/research/reports/nat2002e.pdf.
- Dulipovici, A., « The Impact of Internet Use on Small and Medium-Sized Canadian Business during a Recession », October 2002, 6th International Francophone Congress on SME, École des Hautes Études commerciales, Montréal.
- Dupaul, R., « Capital de risque : le Québec s'en tire bien », *La Presse*, section les affaires, p. D3, 26 février 2003.

- Entrepreneur, « Reverse Merger : Take your Company Public the Easy Way by Purchasing a Dormant, Public Company », *Entrepreneur* juin 2002, p. 1, disponible en ligne : [www.Entrepreneur.com/article/0, 4621, 300886, 00.html](http://www.Entrepreneur.com/article/0,4621,300886,00.html).
- Equinox Management Consultants Ltd.(for Industry Canada), « Value Added by Informal Investors : Findings of a Preliminary Study », March 31, 2001.
- Financial Institutions Center, *Working Paper Series*, The Wharton School, University of Pennsylvania, March 1994.
- Finnegan, M., « Reverse Takeovers And The Alternative Investment Market », 2002 disponible en ligne : www.klegal.com.
- Fisch, J. E., « Can Internet Offerings Bridge The Small Business Capital Barrier », 1998, 2, *J. Small & Emerging Bus. L.*, 57.
- Fontana, H.C., « Securities on the Internet : World Wide Opportunity or Web of Deceit ? », 1997-1998, 29, *U. Miami Inter-Am. L. Rev.*, 297.
- Fung, Molloy, J. M., « RCW Mirus Technology Group Research », 2002, disponible en ligne : www.merger.com/pdfs/rsch_reverse_merger.pdf.
- Gabalton, T., « Love And Money : An Affinity-Based Model For The Regulation Of Capital Formation By Small Business », 1998, 2, *J. Small & Emerging Bus. Law*, 259.
- Giddings, D. E., « An Innovative Link Between the Internet, the Capital Markets, and the S.E.C. : How the Internet Direct Public Offering Helps Companies Looking to Raise Capital », 1998, 25, *Pepp. L. Rev.*, 785.
- Gillen, M.,R., *Securities Regulation in Canada*, Second Edition, 1998, Carswell, Toronto.
- Gleason, C.,K., Rosenthal, L., Wiggins III, R.,A., « Reverse Mergers : Alternative For Obtaining an Exchange Listing, or Mechanism for Wealth Expropriation ? », November 2002, *Working Paper*, Dept. of Finance Bentley College, disponible en ligne : <http://web.eur.nl/fbk/dep/dep5/research/seminar2003/rosenthal030311.pdf>.
- « Global Settlement », disponible en ligne : www.sec.gov, voir aussi : <http://sec.gov/litigation/litreleases/lr18111.htm>.
- Gompers, P., Lerner, J., « The Venture Capital Cycle », 2000, Massachusetts Institute of Technology.
- Groupe Secor Inc., « Financing Knowledge-Based Small Business », Research Paper Prepared for the Task Force on the Future of the Canadian Financial Services Sector, September 1998, disponible en ligne : <http://finservtaskforce.fin.gc.ca>.

- Habal, H., « Halter offers Public Shells Online », *Dallas Business Journal*, 17 August 2001, disponible en ligne : <http://dallas.bizjournals.com/dallas/stories/2001/08/20/story8.html>.
- Hahn, A. L., « Reverse Merger on the Rise », *Investment Dealer's Digest*, 21 July 2003, disponible en ligne : www.iddmagazine.com/idd/NYTSStories/nytsstories.cfm?id=7721&issueDate=current.
- Halpern, P. J. N., « Financing Growth in Canada », *The Industry Canada Research Series*, 1997, University of Calgary Press, p. 43.
- Halter, T. P., « The Reverse Merger Process », 1999, disponible en ligne : <http://halterfinancial.com/articles>.
- Heim, R. G., Meyers, H., « E-Practice : Alternative Methods of Going Public », *New York Law Journal*, 26 January 2001, p. 1.
- Hoffman, M., « Going Public Through the Back Door », *Inc Magazine*, 1 March 1999, disponible en ligne : www.inc.com/search/12139-print.html.
- Houge, T., Yan X., « Divergence of Opinion, Uncertainty, and the quality of Initial Public Offerings », Winter 2001, *Financial Management*, disponible en ligne : www.findarticles.com/cf_0/m4130/4_30/82273330/print.jhtml.
- Huot, J. M., « Premier appel public à l'épargne – L'entrée aux marchés publics », *Développements récents sur les valeurs mobilières*, Éditions Yvon Blais, 2002.
- Industrie Canada, Statistique Canada, « Initiative de Données sur le Financement des P.M.E. », *Rapport du Comité Permanent de l'Industrie de la Chambre des Communes*, mai 2000.
- Industry Canada, « Small and Medium – Sized Enterprises (SME) Financing in Canada 2002 », disponible en ligne : <http://strategis.ic.gc.ca/fdi>.
- Industry Canada, « SME Financing Data Initiative », *Report of the Standing Committee On Industry*, May 2000, Statistics Canada.
- Industry Canada, « Turning Learning into Action », *Report on the Industry Canada « Bridging the Investment Gap Conference »*, June 13-14, Montréal, Canada, p. 7, disponible en ligne : <http://Strategis.ic.gc.ca/SSG/cw01100e.html>.
- Industry Canada, Small Business Policy Branch, Policy Research Group, « Key Small Business Statistics », 19 July 2002.
- Instruction Générale Q-28, « Exigences Générales Relatives Aux Prospectus », Annexe 1 « Information à fournir dans le prospectus », Instructions n° 1.

- Johnston, D., Rockwell, K. D., « Canadian Securities Regulation », Second Edition, 1998, Butterworths, Toronto.
- Kady II, M., Winig, E. « Reversal of Fortune : With IPO routes all but shut down, reverse merger offer another way to raise funds », *Washington Business Journal*, 28 July 2000, disponible en ligne : <http://washington.bizjournals.com/washington/stories>.
- Kady II, M., Winig, E., « Reversal of Fortune », *Washington Business Journal*, 31 July 2000, disponible en ligne : <http://washington.bizjournals.com/washington/stories/2000/07/31story2.html>.
- Kaplan, G., « Going public in reverse ... a strategy for today's market ? », May 2003, San Diego Transcript News Story, disponible en ligne : www.sddt.com/Commentary/article.cfm?Commentary_ID=143&SourceCode=20030520tbi.
- Keating Investments, « A Quicker, Simpler Way to Go Public », 2001, disponible en ligne : www.keatinginvestments.com
- Kern, H. J., Coffin, W. F., « Alternatives Routes to Going Public », News, November 2001, disponible en ligne : www.gtlaw.com.
- Klarish, N., « Planting Pearls in Shells : Evaluating the Possibilities in a Reverse Merger », *American Bar Association, Business Law Section*, vol. 12, n° 3, January/February 2003, disponible en ligne : www.abanet.org/buslaw/blt/2003-01-02/Klarish.html.
- Kooli, M., Surret, J. M., « How cost-effective are Canadian IPO markets », octobre 2002, CIRANO, *Série Scientifique*, disponible en ligne : www.cirano.qc.ca.
- Kooli, M., Maher, N., Surret, J.-M., « How Cost-Effective are Canadian IPO Markets ? », publié dans *Série Scientifique*, CIRANO, Montréal octobre 2002, p. 5, disponible en ligne : www.cirano.qc.ca/fr/publications.php?annee=2002&cat=CS&tri=au&filtrer=Ex%E9cution.
- Kooli, M., Surret J.-M., « The Underpricing of Initial Public Offerings : Further Canadian Evidence », CIRANO, *Scientific Series*, septembre 2001, disponible en ligne : www.cirano.qc.ca/publication/documents.html.
- Lacey, S., « Shut Out of IPO Market, Trading at Low levels ? Reverse Mergers May Work But Not for All : When a private company acquires a public Shell, it's a cheap liquidity event. », 4 juin 2001, *Investment Dealers Digest*, disponible en ligne à : www.findarticles.com.
- Lafton, J. A., « Venture Capital in Canada : Focus on Small and Medium Technology Enterprises », août 1998, disponible en ligne : www.idrc.ca/lacro/vencap/lefton.html#3.

- Langevoort, D. C., « Angels on the Internet : The Elusive Promise of « Technological Disintermediation » for Unregistered Offerings of Securities », 1998, 2, *J. Small & Emerging Bus. L.*, 1, p. 2.
- Langton, J., « Canada's IPO market lingers on », *Investment Executive*, April 2002.
- Larose, Y., « Mirages du court terme : Méfiez-vous des émissions initiales d'actions des petites sociétés de secteurs à risque », 29 novembre 2001, disponible en ligne : www.ulaval.ca./scom/Au.fil.des.evenements/2001/11.29/indexhtml.
- « La voie de la prospérité : Les P.M.E du Canada », Étude commanditée par : Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, Manufacturiers et Exportateurs du Canada, RBC Groupe Financier, octobre 2002, disponible en ligne : www.cfib.ca.
- Lederman, J. G., « Initial Public Offerings in the Age of the Internet », 2000, 2, *J. Legal Advo. & Prac.*, 43.
- « Listed Company Regulation of the Toronto Stock Exchange Procedures Manual », Part II section 5.L'instruction Générale 46-201, « Modalités d'Entiercement Applicables aux Premiers Appels. Publics à l'Épargne », Avis de publication. Référence : *Bulletin hebdomadaire* : 2003-05-16, vol. XXXIV, n° 19, p. 2.
- Loughran, T., Ritter, J. R., « Why has IPO Underpricing Changed Over Time ? », 16 January 2003, *Working Paper*, University of Florida, disponible en ligne : <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.
- Loughran, T., Ritters, J. R., « Why don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPO's », October 2000, *Working Paper*, University of Florida, disponible en ligne : <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.
- MacDonald & Associates Limited, « The Canadian Venture Capital Industry : Sources of Capital and Implications for Industry Structure », Research Prepared for the Task Force on the Future of the Canadian Financial Services Sector, September 1998.
- Macdonald & Associates Limited, « The Venture Capital Industry in 2001 : An Overview », February 2002.
- MacIntosh, J. G., « Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprises in Canada », 1994, *Discussion Paper Series*, Government and Competitiveness School of Policy Studies, Queen's University.
- Macintosh, J. G., « Remarks of Professor Jeffrey G. Macintosh », made at the University of Toronto, Capital Markets Institute, Rothman School of Management, Toronto, February 16, 2001.

- Mallet, T., « Virtually a Reality : Results of 1999 CFIB Survey on Internet Use Among Small-and Medium-Sized Firms », 1999, publié par la Canadian federation of Independent Business, disponible en ligne : www.cfib/research/reports/virtual_e.asp.
- Management, disponible en ligne : www.findarticles.com/cf_0/m_4130/1_30/75481855/print.jhtml.
- Mandell, C., « Investor 500 : Shell Game, Investors Should know What They're Doing Before Placing a Bet », *Canadian Business*, 9 July 2001, vol. 74, n° 13, disponible en ligne : http://web4.infotrac.group.com/itw/infomark/233/863/23073598w4/pur=rcl_CPI_0_L.
- Mandron, A., « Le capital de risque ... est-ce un risque ? », *La Presse*, 31 mars 2003.
- Markets Group Inc., « Time& Money IPO vs. Reverse Merger : the Reverse Merger Alternative », 2000, p. 2, disponible en ligne : www.fscmg.com/timemoney.html.
- Marson, J. A., « Surfing the Web for Capital : The Regulation of Internet Securities Offerings », 2000, 16, *Santa Clara Computer& High Tech. L. J.*, 281.
- Matkin, J. J., Cowper, G. D., « Restructuring for the future : Towards a Fairer Venture Market », *The Report of the Vancouver Stock Exchange & Securities Regulation Commission*, 1994.
- Mazur, T.A., « Securities Regulation in the Electronic Era : Private Placements and the Internet », 2000, *Ind. L. J.*, 379.
- McCafferty, J., « Shell Games (reverse mergers) », April 1999, *CFO Magazine*, disponible en ligne : www.findarticles.com/cf_0/m_3870/4_15/54291256/print.journal.
- McDonell, S., « Reverse Mergers », mars 2001, disponible en ligne : www.computerworld.com/printthis/2001/0,4814,58924,00.html.
- McDougall, G., Swimmer, D., « Business Strategies of SME's and Large Firms in Canada », *Industry Canada Working Paper*, n° 16, October 1997.
- McKinsey & Company, « The Changing Landscape for Canadian Financial Services : New Forces, New Competitors, New Choices », Research Paper prepared for The Task Force on The Future of the Canadian Financial Services Sector. September 1998, disponible en ligne : <http://finservtaskforce.fin.gc.ca>.
- Mergerstation, « Go Public Now ! », disponible en ligne : www.mergerstation.com/go1005.htm.
- Ministry of Finance and Corporate Relations, British Columbia Securities Commission, « Cull Announces Reforms To Toughen Securities Regulations », Chapter 1, Notices, Weekly Summary, Edition 94, 39, October 7, 1994.

- Molloy, J., Fung, « Full Speed Reverse », *Mirus Online Newsletter*, July 2001, disponible en ligne : www.imakenews.com/rcwmirus/e_article000029558.cfm.
- Mondschein, L. A., « Solicitation and Marketing of Securities through the Internet », 1999, 65, *Brooklyn L. Rev.*, 185.
- Moore, A., « Merger Talk-Private Firms use Back-Door to Slip into Market », *Reuters*, 30 juillet 2001, disponible en ligne : www.alteritypartners.com/reuters.htm.
- Moore, A. « Private Firms use Back Door to Slip into Market », juillet 2001, disponible en ligne : www.alteritypartners.com/reuters.htm.
- Morin, A., « Le financement a besoin de relève », *Le Soleil*, 22 mars 2003.
- Mosher, S., « Smaller Firms Looking to Reverse Mergers », *The Deal*, March 6, 2002, disponible en : www.law.com/jsp/pc/LawArticlePC.jsp?id=1019508858143.
- Mount, I., « Bull Market, What Hast Thou Wrought ? », *Business 2.0*, August 2000, disponible en ligne : www.business2.com/articles/mag/0.1640.6866.FF.html.html
- Muscarella, C. & Vetsuypens M., « A Simple Test of Baron's Model of IPO Underpricing », 1989, 24, *J. Fin. Econ.*, 125.
- Neild, P., « Reverse Takeovers », 1994, *Comp. Law*, 15 (4), Sweet & Maxwell Limited, London.
- Ontario Securities Commission Task Force On Small Business Financing, « Final Report », October 1996.
- Ontario Securities Commission, « Staff Notice on Revocation of Cease Trade Orders », 1995, 18 OSCB 5.
- Ontario Securities Commission, « Task Force on Small Business Financing : Final Report 1998 (The McCallum commission).
- « OSC Policy 41-601 Capital Pool Companies and Ministerial Approval of the CPC Operating Agreement », disponible en ligne : www.osc.gov.on.ca/en/Regulation/Rulemaking/Policies/pol_41-601_20020614_ap.
- OTC Journal, « What is a Reverse Merger », 2004, disponible en ligne : www.otcjournal.com/reverse_merger.html.
- Otctraders, « Steps for a Reverse Merger », 2002, disponible en ligne : www.otctraders.com/steps.html.
- Petersen, J. L., « Shell Mergers », non publié, disponible en ligne : www.ipo-law.com/takeover.html.

- Petit, I., « Devenir une société publique par une prise de contrôle inversée », *Développements récents sur les valeurs mobilières*, Service de la formation permanente, Barreau du Québec, Les Éditions Yvon Blais, janvier 2001.
- Petrova, S., « Playing a Less Risky IPO Game », octobre 2000, *Inc. Magazine*, disponible en ligne : www.jump.com.
- Pezim v. British Columbia, 1994, 2, R.C.S. 557.
- Picot, G., Baldwin, J, Dupuy, R., « Have Small Firms Created a Disproportionate Share of New Jobs in Canada ? A Reassessment of Facts », Statistics Canada, tiré de remarques présentées lors de la conférence du « Canadian Economics Association Meetings », tenue du 9 au 13 juin 1994, Calgary, Alberta, Publication par Statistique Canada en novembre 1994.
- Pitrat, J., « Beware of Risks When Playing "Shell" Merger Game », *Los Angeles Business Journal*, 3 July 2000, disponible en ligne : www.findarticles.com/cf_0/m5072/27_22/63543576/print.html.
- Pofeldt, E., « Jiffy Corp. (going through a reverse merger) Success, 1998, p. 2, disponible en ligne : http://articles.findarticles.com/p/articles/mi_m3514/is_n5_v45/ai_20799880.
- Pouliot, François, « La CVMQ autorise les sociétés de capital de démarrage », *Le Soleil*, 12 juin 2002.
- Pricewaterhouse Coopers, « The Guide to Going Public », 1999, 1, disponible en ligne : www.pwcglobal.com/ca.
- Rafik, I., « Les sociétés de capital de démarrage : un pont vers la Bourse », *Les Affaires*, 24 août 2003.
- « Reverse Merger : Take Your Company Public the Easy Way by Purchasing a Dormant, public company », June 14, 2002, disponible en ligne : www.Entrepreneur.com/article/0.4621.300886.00.html
- « Reverse Merger-Overview », sous la rubrique « Step-by-Step Public Merger », www.mergers-r-us.com/sbs.html.
- Riding, A. L., « Financing Entrepreneurial Firms : Legal and Regulatory Issues » Research Paper Prepared for the Task Force on the Future of The Canadian Financial Services Sector, September 1998, disponible en ligne : <http://finservtaskforce.fin.gc.ca>.
- Riding, A. L., Haines Jr, George, H., « Loan Guarantee Programs for Small Firms : Recent Canadian Experience on Risk, Economic Impacts, and Incrementality », 1995, *Frontiers*

- of Entrepreneurship Research, disponible en ligne : www.babson.edu/entrep/fer/ferform.html.
- Riding, A. M., « Financing Entrepreneurial Firms : Legal and Regulatory Issues », Research Paper Prepared for the Task Force on the Future of Canadian Financial Services Sector. September 1988, disponible en ligne : <http://finservtaskforce.fin.gc.ca>.
- Riding, A., « Financing Entrepreneurial Firms : Legal and Regulatory Issues », September 1998, Research Paper prepared for the Task Force on the Future of Canadian Financial Service Sector.
- Riding, A., Madill, J., Haines Jr. G., « Practices and Patterns of Informal Investment », *Industry Canada*, May 10, 2001.
- Ritter, J. R., « Money Left on the Table in IPOs », *Working Paper*, University of Florida, 14 January 2003, disponible en ligne : <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.
- Ritter, J. R., « Initial Public Offering », *Contemporary Finance Digest*, vol. 2, n° 1, Spring 1998.
- Ritter, J. R., « Some Facts about the 2002 IPO Market », *Working Paper*, University of Florida, janvier 2003, disponible en ligne : <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>.
- Ritter, J. R., Welch, I., « A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations », 2002, *Working Paper*, (aussi publié dans *Journal of Finance*, 57, 2002, disponible en ligne <http://www.iporesources.org> voir aussi : <http://bear.cba.ufl.edu/ritter>).
- Rosenbloom, J. A., « Direct Public Offering on the Internet : A Viable Means of Obtaining Capital ? », 2000, *Comp. L. R. & Tech. J.*, 85.
- Rousseau, S., « Capital Formation For Small and Medium-Sized Enterprises », 2000, 34, *R. J. T.*, 661.
- Rousseau, D., « L'inscription en Bourse : une bonne chose pour les compagnies bien préparées », *Le journal économique*, juin 2002.
- Rousseau, S., « Internet-Based Securities Offerings by Small and Medium-Sized Enterprises : Attraction and Challenges », 2001, vol. 35, *Can. Bus. L. J.*, 226.
- Rousseau, S., « The Future of Capital Formation for Small and Medium Sized and Medium Sized Enterprises : Rethinking Initial Public Offering Regulation after the Restructuring of Canadian Stock Exchanges », 2000, 34, *R. J. T.*, 661.
- Rousseau, S., « Internet-Based Securities Offering by Small and Medium-Sized Enterprises : Attractions and Challenges », 2001, *Canadian Business Law Journal*, 226.

- Roy, A., « Prise de contrôle inversée », *Développements récents en droit commercial*, dans *Service de la formation permanente du Barreau du Québec*, Les Éditions Yvon Blais, 1996, p. 95-96.
- Rueda, A., « The Hot IPO Phenomenon and The Great Internet Bust », 2001, 7, *Fordham J. Corp. & Financial L.*, 21.
- Schroder, H. J., « Study of Capital Markets in B.C. », 1978.
- Séguin, L. P., « Les sociétés junior ou Junior Capital Pool Companies », *Aspects juridiques du capital de risque*, Les journées Maximilien-Caron, Les éditions Thémis, 1998.
- Servant, M., « Alternative au financement par capital de risque traditionnel : le programme Junior Capital Pool de la Bourse de l'Alberta » dans « Les aspects juridiques du capital de risque », les journées Maximilien-Caron, Les Éditions Thémis, 1998.
- Service de la recherche et de la Statistique Commission des Valeurs Mobilières du Québec, « Le financement de la PME québécoise », Rapport d'étape découlant des consultations préliminaires, 14 janvier 2003, disponible en ligne : www.cvmq.com/Upload/bulletin/V34n03S00.pdf.
- Shawn, W. H., « Access to U.S. Capital Markets for Foreign Business Interests-Private and Public Opportunities in the United States for Europe's Business », 2001, www.shawn.coulson.com.
- Shayne, J. A., Soderquist, L. D., « Inefficiency in the Market for Initial Public Offerings », 1995, 48, *Vand. L. Rev.*, 965.
- Sherman, A. J., « Cost and Benefits of Reverse Mergers », 2001 www.nwen.org/pdf/artventurer1101_feature4.pdf.
- Sinclair, G., « Internet Direct Public Offerings : New Opportunities For Small business Capital Finance », 2000, 27, *Man. L. J.*, 297.
- Sjostrom, W. K. Jr., « Going Public Through an Internet Direct Public Offering : A Sensible Alternative for Small Companies ? », 2001, 53, *Fla. L. Rev.*, 529.
- Small Business Quartely*, « Recent Developments », December 2000, vol. 2, n° 2, disponible en ligne : www.strategis.ic.gc.ca/SSG/rd00704e.html.
- Southard Investments L. L. C., « How Shells and Reverse Mergers Work », p. 1, disponible en ligne : www.swi-investments.com.
- Spragins, E. E., « Back-Door IPOs », 1 September 1989, *Inc. Magazine*, disponible en ligne : www.inc.com/magazine/19890901/5806.html.

- Standing Committee on Industry, « Productivity and Innovation : A competitive and Prosperous Canada », Preliminary Report of the Standing Committee on Industry, April 2000, disponible en ligne : www.parl.gc.ca/InfoComDoc/36/2/INDU/Studies/Reports/indy20/08-int-e.html.
- Statistics Canada, « Financing Innovation in Small New Firms-New Evidence from Canada », *Innovation Analysis Bulletin*, vol. 5, n° 1, February 2003, Statistics Canada Catalogue n° 88-XIE.
- Statistics Canada, « Financing of Small-and Medium Enterprises 2000 », *The Daily*, January 15, 2002, Cat. no. 11-001E.
- Stout, L. A., « The Unimportance of Being Efficient : An Economic Analysis Of Stock Market Pricing And Securities Regulation », 1988, 87, *Mich. L. Review*, 613.
- Stozniak, P., « Reverse Merger Offers Alternative to IPO », *Industry week*, October 30, 1998, disponible en ligne : www.industryweek.com/IWGC/newswire.asp?month=10&day=30&year=1998.
- St-Pierre J., Bahri, M., « Relation entre la prime de risque bancaire des PME et différents indicateurs de risques », Institut de recherche sur les PME, Université du Québec à Trois-Rivières, 2000, *Cahier de Recherche* CR-00-18.
- St-Pierre, J., Bahri, M., « Relations entre la prime de risque bancaire des PME et les composantes de leur risque global », Congrès de l'association des Sciences Administratives du Canada (ASAC) Halifax 14-17 juin 2003.
- St-Pierre, J., Beaudoin, R., Desmarais, M., « Le Financement des P.M.E. Canadiennes : Satisfactions, Accès, Connaissance et Besoins », Rapport rédigé pour Industrie Canada, par l'Institut de Recherche sur les PME, Université du Québec à Trois-Rivières, février 2002.
- Supply and Services Canada, « Small Business in Canada : Competing Through Growth », 1990.
- Surret, J. M., Charpentier, C., « Les sociétés de Capital de démarrage : bilan et analyse : 1995-2001 », septembre 2003, p. 58-59, disponible en ligne : www.fsa.ulaval.ca/personnel/suretjm/documents/Capital%20pool%2023_9_03.pdf.
- Surret, J. M., Charpentier, C., « Securities Regulation in Canada », juillet 2003, CIRANO, disponible en ligne : www.fsa.ulaval.ca/html/fileadm/pdf/Ecole_comptabilité/Publications/2003-07-2.pdf.
- « Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe », 2002, disponible en ligne : www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_37_att_333.pdf.

- Svahn, S. S., « Greater Investor Outreach at the Click of the Mouse : Internet and Closed-Circuit. Roadshows should Reach Retail Investors », 1999, 65, *Brooklyn L. Rev.*, 249.
- The Standing Committee on Industry, « Productivity and Innovation : A Competitive and Prosperous Canada », April 2000, Chapter 4, disponible en ligne : www.parl.gc.ca/Info-ComDoc/36/2/INDU/Reports/indy20/08-int-e.html.
- Théroux, P., « Hommes d'affaires, quarantaine, discret, patient et adore le risque ! », *Les Affaires*, 16 mars 2002, C3.
- Théroux, P., « L'entrepreneur doit prendre une part du risque », *Les Affaires*, 23 février 2002.
- Thompson, Lightstone & Company, « Small and Medium-Sized Businesses in Canada : An ongoing Perspective of their Needs, and Satisfaction with Financial Institutions », Prepared for the Canadian Bankers Association, 1998, disponible en ligne : www.cba.ca/eng/Small_Business/1998sme.htm.
- Tison, M., « Studio Bromont franchit une nouvelle étape en s'inscrivant au NASDAQ », *La Presse*, samedi 16 février 2002.
- TSE/CDNX(Products & Services Listings, CDNX Listing), « Costs of Going Public », disponible en ligne : <http://142.201.0.1/en/productsAndServices/listings/cdnx/listing/listingCost.html>. www.tsx.ca/en/pdf/manual.pdf.
- TSX, « Rapport annuel 2001 », p. 1, disponible en ligne : www.tsx-group.ca/AnnualReport01/fr/operational_review/cdnx_corporate.htm.
- Unger, L. S., « Raising Capital on the Internet », 2001, 69, *U. Cin. L. Rev.*, 1205.
- Vailles, F., « Des anciens actionnaires de Jitec réclament Justice », *La Presse*, lundi 9 septembre 2002, Cahier D, p. D.1-D2.
- Vailles, F., « La petite histoire de quelques gros prêts », *La Presse*, 12 juillet 2003.
- Vailles, F., « Trois courtiers se font passer un savon dans l'affaire Jitec », *La Presse*, 11 septembre 2002, Cahier D, p. D3.
- Venture Vest Capital Corporation, « Shells- Reverse and Exchange Mergers », 2000, p. 1, p. 3, disponible en ligne : www.venturevest.com.
- Vézina, S., Duchesne, J., « Le programme des sociétés de capital de démarrage : un véhicule de financement novateur ! », septembre 2003, *Revue La Fiche*, publié par la Fédération des Chambres de commerce du Québec, disponible en ligne : <http://laverydebilly.com/pdf/FichesJuridiques/030901f.pdf> voir aussi www.ccq.ca.

- Vincent, J. B., « Going Public : Researching Options is Crucial for Device Companies », April, 1997, *Medical Device & Diagnostic Industry Magazine* (MD & DI) disponible en ligne : www.devicelink.com/mddi/archive/97/04/013.html.
- Volker, M., « Capital Pool Companies (on CDNX) », 7 mars 2002, disponible en ligne : www.sfu.ca/mvolker/biz/cpc.htm.
- Volker, M., « Money ! From Angels to Devils », document de travail, 1999, Université Simon Fraser disponible en ligne : www.sfu.ca/mvolker/biz/money.htm.
- Volker, M., « The way I see it ... IPO or RTO ? CPC is the way to go », September 2000, *Working Paper*, Simon Fraser University, disponible en ligne : <http://sfu.ca/mvolker/biz/silvan-column23.html>.
- Volker, M., « The way I See it : Canadian Venture Exchange will Fuel Growth in our Technology Sector », 1999, document de travail Simon Fraser University, disponible en ligne : www.sfu.ca/mvolker/biz/silvan-column13.html.