



Évolution des changements structurels dans les activités de financements et négociation sur les marchés du capital de risque

N° 82

Les financements par actions ordinaires ont beaucoup changé. Cependant, pour s'en rendre compte, il faut être très attentif. En effet, si l'on s'en tient à la moyenne de l'ensemble de ces financements au cours des cinq dernières années, il n'y a pas beaucoup de différence avec les cinq années précédentes. La moyenne des placements d'actions ordinaires sur les marchés publics et privés était d'environ 32 G\$ par année au cours des trois années s'échelonnant de 2012 à 2014, ce qui est semblable aux résultats des trois années précédant le krach financier de 2008. Si l'on se fie seulement à ces constatations, on pourrait conclure que les marchés primaires d'actions au Canada ont été relativement stables et qu'ils ont fonctionné sans heurt avant et après le krach financier de 2008.

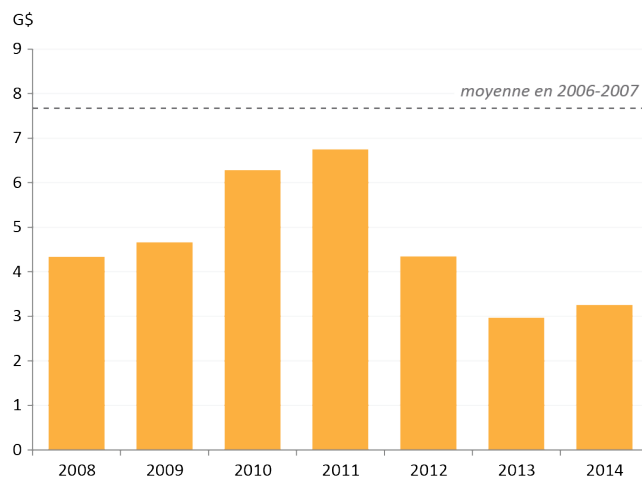
Cependant, un examen plus attentif révèle deux différences importantes entre ces deux périodes. Premièrement, au cours de la période de cinq ans la plus récente, les marchés primaires d'actions ont subi quatre événements économiques et financiers distincts (détaillés à la page 2) qui ont eu un impact négatif sur la conjoncture financière. Même s'il est vrai que les marchés des actions au Canada ont toujours été à la remorque des fluctuations économiques et du cycle des ressources naturelles, il n'en reste pas moins que jusqu'à récemment il y avait moins de perturbations sur les marchés et que la volatilité était moins grande.

Deuxièmement, au cours des cinq dernières années, les marchés primaires canadiens ont été accaparés par les grandes entreprises. Même si pendant longtemps les marchés canadiens ont été dominés par les titres intercotés des grandes entreprises, les titres des petites et moyennes entreprises avaient leur juste part dans les financements par actions ordinaires. Plus maintenant.

Les financements sur les marchés de petite et moyenne capitalisation se sont effondrés en 2012. Non seulement ils ne se sont pas redressés, mais ils ont continué à périlcliter. Un tel ralentissement persistant des financements par actions des petites entreprises inscrites à la Bourse de Toronto et à

la Bourse de croissance TSX est sans précédent dans l'histoire récente. Alors que les décideurs politiques des États-Unis et de l'Union européenne s'apprêtent à mettre en place des marchés des actions et de titres d'emprunt pour financer les PME et diminuer le recours au financement bancaire, le marché du capital de risque au Canada, qui est le marché de petite capitalisation le plus dynamique et le plus envié des pays développés, affiche de sérieuses faiblesses.

Petit financement par actions Transactions de moins de 20 M\$



Source : ACCVM

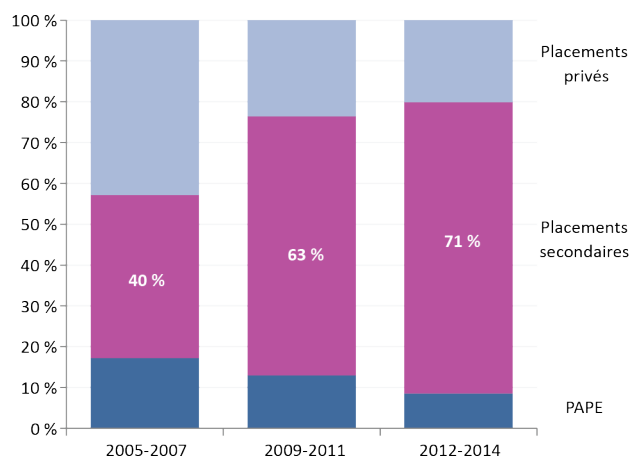
Les décideurs politiques peuvent en tirer des leçons. D'abord et avant tout, les changements récents soulignent la vulnérabilité des marchés de petite capitalisation, non seulement à la conjoncture économique mondiale, notamment les cours des matières premières, mais aussi aux changements démographiques, réglementaires et autres changements structurels sur les marchés canadiens. La priorité des décideurs politiques devrait être de protéger la stabilité de ces marchés des actions pour aider les petites entreprises à vendre leurs actions. Les marchés des actions pour les petites et moyennes entreprises sont la pierre angulaire de l'économie canadienne.

Ils fournissent les capitaux externes nécessaires au démarrage et à la croissance des petites entreprises, et ils sont responsables de la plupart des nouveaux emplois et de la majeure partie de la croissance économique. À une époque de repli économique et de tendances déflationnistes, ces marchés qui permettent de mobiliser des capitaux externes en vendant des actions sont plus indispensables que jamais.

La réglementation et la fiscalité doivent tenter de protéger les marchés contre ces événements dévastateurs. C'est pourquoi nous croyons que c'est le bon moment : d'adopter des incitatifs fiscaux au palier fédéral pour aider les petites entreprises à mobiliser des capitaux; d'appuyer la création de l'organisme coopératif en matière de réglementation des valeurs mobilières; d'harmoniser les réglementations des valeurs mobilières sur la négociation et le financement des valeurs mobilières; et de mettre en place sur les marchés des réformes claires, responsables et adaptées.

Prépondérance des placements secondaires

Types d'émission d'actions ordinaires



Source : ACCVM

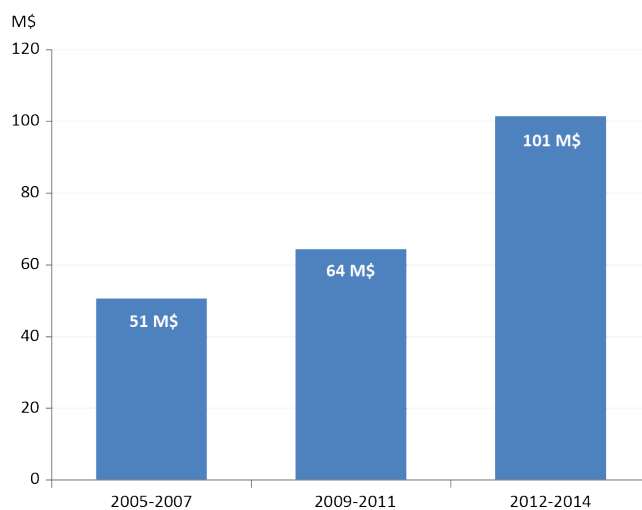
Les hauts et les bas récents sur les marchés secondaires d'actions

Au début de 2009, les marchés boursiers canadiens des titres des grandes et petites entreprises se sont fortement redressés après le krach financier de l'automne précédent. On croyait généralement que le super cycle des ressources naturelles était intact et que les marchés des ressources naturelles et l'économie se rétabliraient rapidement, permettant ainsi la reprise des activités de financement et négociation. Cependant, ce scénario s'est modifié radicalement au début de 2011, alors que la croissance mondiale a fléchi, tant dans les pays développés que les pays émergents, et que la crise de la dette souveraine en Europe a éclaté. Les marchés des capitaux ont compris qu'à cause du surendettement et de l'éparpillement des institutions financières, les entreprises et les ménages auront besoin de beaucoup de temps pour se désendetter et comprimer leurs dépenses afin d'équilibrer leur bilan et d'assainir leurs finances. Le marché des matières premières s'est rapidement essoufflé. Les cours des titres du

secteur des ressources naturelles, particulièrement ceux des métaux communs et métaux précieux, se sont effondrés, entraînant dans leur chute les perspectives de croissance et les marchés boursiers. Les activités de financement ont fonctionné au ralenti.

Les marchés primaires d'actions se sont quelque peu redressés l'an dernier à cause principalement des financements dans les secteurs de l'énergie et la finance. Pour se conformer aux nouvelles exigences de fonds propres, le secteur financier a augmenté de près des deux tiers la valeur des financements par actions par rapport à l'année précédente. En 2014 seulement, les placements d'actions ordinaires du secteur privé ont totalisé 38 G\$, atteignant presque le record annuel de tous les temps. Les activités de financement ont par la suite dérapé au quatrième trimestre de l'année dernière, et le dérapage n'a pas cessé alors que tous les émetteurs, à commencer par ceux du secteur de l'énergie, se sont retirés des marchés à cause de la chute brutale des cours du pétrole et des perspectives de plus en plus incertaines. Ces faibles activités de financement ont persisté jusqu'à maintenant. Par ailleurs, la demande à la baisse de services de financement des petites et moyennes entreprises a augmenté la pression concurrentielle des plus grandes sociétés de courtage intégrées qui ont graduellement abaissé leurs exigences en matière de taille de placement pour s'occuper de plus petits placements tout en profitant de leurs vastes possibilités de financement et en offrant un large éventail de services, notamment les prêts.

Taille moyenne des placements secondaires



Source : ACCVM

Une tendance inquiétante : les émissions de grande taille du secteur privé dominent les marchés primaires

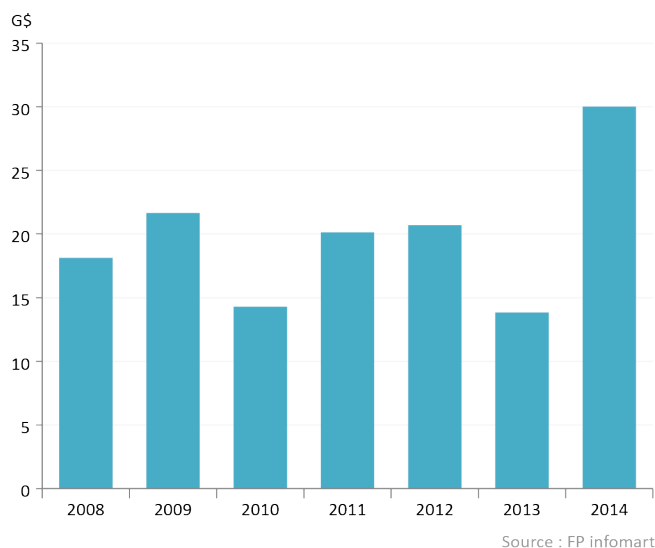
La prépondérance grandissante des émissions de grande taille du secteur privé a été une tendance inquiétante tout au long de la récente période de volatilité des marchés primaires d'actions. Les placements secondaires, typiquement les grandes transactions du secteur privé, ont représenté plus de 70 % des émissions au cours des trois dernières années, alors

qu'il s'agissait de 40 % pour la même période avant le krach de 2008. La valeur moyenne des placements a doublé au cours de la même période, passant de 51 M\$ à 101 M\$. En 2012-2014, les placements de plus de 500 M\$ chacun ont compté pour le tiers de tous les financements par actions, alors qu'il s'agissait de moins de 10 % en 2005-2007.

L'augmentation des grandes transactions correspond aux récentes activités de financement sur les marchés primaires. Les grandes institutions financières ont été actives sur les marchés primaires d'actions avec des placements de grande taille réalisés pour renforcer leur bilan. De plus, au cours des deux dernières années, les grandes entreprises du secteur de l'énergie ont mobilisé des capitaux sur les marchés des actions pour financer de grands projets.

L'année passée, les financements par actions au moyen d'acquisition ferme ont beaucoup augmenté. Les acquisitions fermes ont totalisé 30 G\$ en 2014, plus du double de celles de l'année précédente. Les investisseurs institutionnels ont acheté beaucoup plus d'actions à bon prix émises par des entreprises bien gérées de divers secteurs, notamment du secteur de l'énergie. De leur côté, les émetteurs privés effectuaient des opérations d'acquisition ferme pour figer le coût du capital une fois prise la décision de mobiliser des capitaux sur les marchés. Les opérations d'acquisition ferme réalisées par les entreprises du secteur de l'énergie ont continué au premier trimestre de cette année. Les entreprises en ont profité pour émettre de nouvelles actions, même à bas prix, afin d'augmenter les liquidités et réduire l'encours de la dette.

Action ordinaires : opérations d'acquisition ferme



La prépondérance des grandes transactions s'explique aussi par les difficultés persistantes des petites et moyennes entreprises pour accéder aux marchés des actions. Au cours des trois dernières années, si on se fie aux émissions de 20 M\$ ou moins, les financements par actions ordinaires des petites entreprises ne représentaient qu'une fraction de ceux des

années précédant le krach. Les PAPE des petites entreprises ont été pratiquement inexistantes au cours des deux dernières années. Le faible cours des titres d'entreprises de faible et moyenne capitalisation du secteur minier, causé par des bilans insatisfaisants et les bas prix des métaux, a été la cause clé de l'effondrement des financements. La moyenne des financements par actions ordinaires des petites entreprises, tant par des placements privés que publics, s'établissait à 3,5 G\$ dans les trois années qui se sont terminées en 2014, ce qui est la moitié des placements réalisés au cours de la même période avant le krach de 2008.

Comme nous l'avions mentionné, plusieurs facteurs structurels expliquent la débâcle des placements de petites et moyennes entreprises :

- i. Une grande incertitude sur la perspective économique et une forte aversion au risque ont diminué la popularité des petites transactions spéculatives.
- ii. Avec le vieillissement de la population, il y a de plus en plus d'investisseurs de détail âgés fortunés qui ne s'intéressent pas aux actions spéculatives et qui préfèrent les titres à revenu fixe et les actions de premier ordre générant des dividendes.
- iii. L'impact des récentes réformes réglementaires, notamment sur les conseillers qui sont plus prudents dans l'interprétation des exigences de convenance du placement pour l'investisseur à cause de l'étroite supervision réglementaire, et l'augmentation des coûts refilée aux investisseurs causée par l'accroissement des frais de transaction et des données de marché.
- iv. La règle sur les biens étrangers a diminué les achats institutionnels d'actions d'entreprises étrangères à faible capitalisation qui étaient devenues un moyen efficace pour obtenir des rendements alpha.

À venir : une diminution de la taille des marchés canadiens des actions d'entreprises à faible capitalisation?

Les émissions de titres de petites et moyennes entreprises et les activités de négociation de ces titres sur les marchés secondaires ont régulièrement diminué. En attendant que le volume de financement et négociation sur le marché des actions de petites entreprises réagisse positivement à l'amélioration de la conjoncture économique, les mauvaises conditions commerciales et les fortes pressions concurrentielles continueront d'être présentes dans l'avenir immédiat, ce qui amènera d'autres changements structurels sur les marchés des titres de petite capitalisation. Les sociétés de courtage spécialisées institutionnelles continueront à se regrouper à cause des marges de financement et négociation plus en plus serrées, de la diminution des activités de financement, et de l'augmentation des coûts d'infrastructure, ce qui laissera de la place à de moins en moins de participants. Il faut souligner qu'au cours des deux dernières années, quinze sociétés spécialisées institutionnelles inscrites auprès de l'OCRCVM ont mis fin à leurs activités sur les marchés des capitaux, ce qui correspond

à près de 20 % de la catégorie des sociétés institutionnelles. Ces sociétés de courtage ont fermé leurs portes, fusionné avec d'autres sociétés de courtage inscrites ou changé de catégorie d'inscription pour devenir des courtiers sur le marché dispensé.

Il restera de moins en moins de sociétés de courtage présentes sur les marchés des titres de petite capitalisation pour faire de la recherche, conseiller les clients et négocier les actions de petites entreprises après la clôture des marchés. Or, les petites entreprises ont besoin de plus de capitaux que ceux fournis par les investisseurs providentiels et les fonds de capital de risque. Elles feront donc affaire de plus en plus à d'autres intermédiaires pour placer leurs nouvelles actions, notamment les fonds d'investissement gérés (conseillers en placement et gestionnaires de portefeuille inscrits) et les courtiers sur le marché dispensé. Nous nous attendons à ce que les plateformes de négociation électronique en ligne soient de plus en plus utilisées pour vendre à des investisseurs qualifiés les actions des petites entreprises inscrites en bourse et les actions d'entreprises fermées en démarrage, ce qui est du financement participatif. Les plus petits fonds d'investissement gérés pourront aussi utiliser les plateformes de négociation électronique et les améliorer pour offrir en ligne des services et produits de placement à une plus grande proportion d'investisseurs de détail. Les plateformes de négociation électronique en ligne, à cause de leur rapport coût-efficacité, peuvent jouer un rôle plus important dans la distribution des actions des petites entreprises en fournissant l'équivalent du financement participatif.

L'apparition de ces autres moyens de placer des titres basés sur le placement direct, l'augmentation des frais d'exécution d'une opération, et les difficultés de tenue de marché, freineront les activités de négociation des titres de petites et moyennes entreprises et diminueront leur liquidité. La supervision réglementaire de ces plateformes sera indispensable pour faire appliquer les normes en matière de convenance et protéger les investisseurs.

La baisse de la liquidité des actions et la popularité croissante du placement direct des actions de petites entreprises diminueront les émissions, et réduiront la profondeur et l'envergure des marchés canadiens des titres de petite capitalisation, ce qui augmentera les difficultés et les coûts pour vendre des actions, même si la conjoncture économique s'améliorait. Cet accès difficile aux marchés boursiers sera un autre facteur qui encouragera les petites entreprises à rester des entreprises fermées.

Conclusion

L'existence même des sociétés de courtage spécialisées sur les marchés du capital de risque est menacée. La présence simultanée d'une mauvaise conjoncture économique, de larges changements structurels sur les marchés des capitaux, et de la réforme réglementaire, a changé l'infrastructure des marchés du capital de risque. De plus, l'augmentation des coûts d'exécution des opérations et des données de marchés, les

difficultés de faire affaire sur des marchés multiples d'actions, et la diminution des sociétés de courtage spécialisées, ont contribué à l'effondrement de la liquidité des titres de capital de risque sur les marchés secondaires.

Enfin, pour réduire les frais d'émission et compenser la diminution de la concurrence dans le secteur des sociétés de courtage, les émetteurs privés placeront directement leurs actions en faisant affaire avec des fonds d'investissement gérés et des agents de distribution comme les courtiers sur le marché dispensé. Ces autres intermédiaires de placement, contrairement aux sociétés de courtage en valeurs mobilières, ne négocient pas les actions après la clôture des marchés et ils n'augmentent pas leur liquidité.

Les plateformes de négociation électronique joueront un rôle plus important dans le placement des titres de capital de risque et elles accéléreront la tendance au placement direct des actions. Les solutions et les plateformes de placement direct conviennent bien aux entreprises fermées qui émettent des actions et qui veulent diminuer les coûts en évitant de s'inscrire en bourse et rester fermées plus longtemps. L'augmentation des placements directs freinera davantage les activités de négociation et les inscriptions sur les marchés de capital de risque.

Le recul des sociétés de courtage spécialisées sur les marchés et la popularité du placement direct des titres par d'autres intermédiaires diminueront encore davantage la liquidité des marchés secondaires de capital de risque. La faiblesse des marchés secondaires augmentera les difficultés des petites entreprises à mobiliser des capitaux.

Je tiens à exprimer une reconnaissance toute particulière à Eon Song, analyste des marchés des capitaux, qui a fourni des analyses et une assistance technique.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.



Ian C. W. Russell, FCSI
Président et chef de la direction de l'ACCVM
Mars 2015

Résumé des émissions d'actions

	Variation trimestrielle				% changement			Historique			% changement	
	T4	T3	T3	T1	T4/T3	T3/T2	T2/T1	2014	2013	2012	2014/2013	2013/2012
milliards \$	Émissions											
Actions ordinaires	5,9	12,9	12,2	7,3	-54,5 %	6,0 %	66,0 %	38,3	26,9	32,0	29,7 %	-19,1 %
Fiducies de revenu	1,1	0,9	1,1	1,3	25,2 %	-20,4 %	-13,6 %	4,4	6,5	8,2	-48,6 %	-24,7 %
Actions privilégiées	2,2	3,6	3,9	2,5	-37,7 %	-8,8 %	58,6 %	12,2	5,3	7,2	56,2 %	-34,8 %
Sociétés en commandite	0,1	0,1	0,3	0,3	-19,1 %	-79,0 %	4,9 %	0,8	0,4	0,3	50,6 %	12,3 %
Total des actions émises	9,2	17,4	17,5	11,4	-47,4 %	-0,6 %	53,8 %	55,5	39,2	47,8	29,5 %	-22,1 %
nombre	Émissions											
Actions ordinaires	408	368	495	531	10,9 %	-25,7 %	-6,8 %	1 802	1 862	2 305	-3,3 %	-23,8 %
Fiducies de revenu	18	11	21	8	63,6 %	-47,6 %	162,5 %	58	82	93	-41,4 %	-13,4 %
Actions privilégiées	15	17	16	12	-11,8 %	6,3 %	33,3 %	60	34	37	43,3 %	-8,8 %
Sociétés en commandite	4	3	1	12	33,3 %	200,0 %	-91,7 %	20	17	18	15,0 %	-5,9 %
Nombre total des émissions	445	399	533	563	11,5 %	-25,1 %	-5,3 %	1 940	1 995	2 453	-2,8 %	-23,0 %

Émissions d'actions ordinaires

	Variation trimestrielle				% changement			Historique			% changement	
	T4	T3	T3	T1	T4/T3	T3/T2	T2/T1	2014	2013	2012	2014/2013	2013/2012
milliards \$	Émissions											
PAPE	0,9	0,6	2,4	0,0	62,2 %	-76,0 %	s. o.	3,9	2,2	2,2	44,1 %	-0,4 %
Émissions secondaires	3,1	10,8	7,8	5,9	-71,2 %	38,5 %	32,2 %	27,6	19,5	22,2	29,6 %	-14,3 %
Placements privés	1,8	1,5	2,0	1,4	20,6 %	-22,9 %	38,0 %	6,7	5,3	7,7	21,8 %	-45,7 %
Total des actions ordinaires	5,9	12,9	12,2	7,3	-54,5 %	6,0 %	66,0 %	38,2	26,9	32,0	29,7 %	-19,1 %
nombre	Émissions											
PAPE	9	15	9	3	-40,0 %	66,7 %	200,0 %	36	70	158	-94,4 %	-125,7 %
Émissions secondaires	29	69	76	65	-58,0 %	-9,2 %	16,9 %	239	210	232	12,1 %	-10,5 %
Placements privés	370	284	410	463	30,3 %	-30,7 %	-11,4 %	1 527	1 582	1 915	-3,6 %	-21,0 %
Nombre total des émissions	408	368	495	531	10,9 %	-25,7 %	-6,8 %	1 802	1 862	2 305	-3,3 %	-23,8 %

Volume et valeur des opérations

	Variation trimestrielle				% changement			Historique			% changement	
	T4	T3	T3	T1	T4/T3	T3/T2	T2/T1	2014	2013	2012	2014/2013	2013/2012
milliards d'actions	Volume											
TSX	25,2	18,9	19,3	22,9	33,8 %	-2,2 %	-15,8 %	86,3	82,5	86,1	4,4 %	-4,4 %
Croissance TSX	8,6	8,7	8,8	11,8	-1,2 %	-1,1 %	-25,1 %	37,9	36,9	43,7	2,8 %	-18,7 %
SNP	20,2	16,3	16,2	19,1	23,9 %	0,6 %	-15,0 %	71,9	61,4	63,9	14,6 %	-4,1 %
Volume total des opérations	54,1	43,9	44,3	53,7	23,2 %	-1,0 %	-17,5 %	196,1	180,7	193,7	7,8 %	-7,2 %
milliards \$	Valeur											
TSX	380	297	282	307	27,7 %	5,5 %	-8,1 %	1 266	1 152	1 190	9,0 %	-3,3 %
Croissance TSX	3	4	5	4	-26,9 %	-21,6 %	13,3 %	15	13	24	13,4 %	-77,6 %
SNP	288	239	227	229	20,7 %	5,0 %	-0,7 %	983	786	747	20,0 %	4,9 %
Valeur totale des opérations	670	540	514	540	24,2 %	5,0 %	-4,8 %	2 264	1 951	1 960	13,8 %	-0,5 %

Source : TSX