



Observatoire
du droit québécois
des valeurs mobilières

ESSOR DES MARCHÉS DE CAPITAUX PRIVÉS AU CANADA : CONSTATS, ENJEUX ET PROPOSITION DE PROGRAMME DE RECHERCHE *

PR STÉPHANE ROUSSEAU **

Observatoire du droit québécois des valeurs mobilières

Faculté de droit, Université de Montréal

Version préliminaire : ne pas citer ou circuler sans le consentement de l'auteur

* L'auteur tient à souligner l'appui de l'Autorité des marchés financiers à l'Observatoire du droit québécois des valeurs mobilières dans le cadre de son Programme de partenariat stratégique.

** L'auteur remercie Félix Chen, Justine Choquette, Alexandre Desbois et Liam Rompré pour leur excellent travail d'assistantat de recherche.

SOMMAIRE EXÉCUTIF

Au cours des quinze dernières années, les marchés financiers canadiens ont connu des transformations profondes, marquées par le déclin du nombre de sociétés opérantes cotées, une baisse des nouvelles inscriptions, et une montée significative du financement privé. Cette étude met en lumière les dynamiques structurelles, sectorielles et géographiques qui expliquent ces tendances, tout en identifiant les enjeux réglementaires et les pistes de réforme.

Après avoir brossé un tableau sommaire de l'encadrement de la levée des capitaux sur les marchés publics et les marchés dispensés, la première partie de l'étude présente des données empiriques sur les premiers appels publics à l'épargne et les financements privés. Parmi les points saillants des données compilées, notons :

- Le nombre de sociétés opérantes à la TSX a chuté de 1206 en 2008 à 750 en 2022, soit une baisse de 37,8 %. Cette baisse est structurelle, non attribuable à une hausse des retraits, qui ont diminué de 43,9 % entre 2014 et 2023. La principale cause est plutôt le manque de nouvelles inscriptions, avec un déficit moyen de 26,8 sociétés par année entre 2014 et 2023. Ce phénomène est accentué par une chute drastique des PAPE : en 2023, la TSX n'a enregistré qu'un seul PAPE. Même les années de reprise, comme 2021, n'ont pas suffi à inverser la tendance, et le marché canadien a ensuite connu sa période la plus déprimée depuis au moins quarante ans.
- Les graduations à partir des bourses juniors (TSXV, CSE) ont surpassé les PAPE comme source principale de nouvelles inscriptions. Toutefois, ces graduations ne compensent pas entièrement le recul des PAPE, d'autant plus que certaines catégories d'inscriptions (comme les fusions ou les SPACs) n'augmentent pas nécessairement le nombre net de sociétés opérantes.
- La composition des sociétés cotées à la TSX a évolué : les petites capitalisations ont fortement diminué, passant de 45,66 % en 2008 à 16,43 % en 2023 pour les sociétés valorisées à moins de 50 millions \$, tandis que les grandes capitalisations (plus de 1 milliard \$) ont triplé leur part. Cette concentration du capital reflète une dynamique où les entreprises en croissance sont de moins en moins présentes sur les marchés publics.
- Les modes alternatifs d'entrée en bourse, tels que les SPACs, les prises de contrôle inversées (RTO) et les Capital Pool Companies (CPC), ont connu un essor suivi d'un déclin marqué, soulevant des questions sur leur efficacité et leur viabilité à long terme.
- Le financement par capital de risque et capital-investissement a fortement augmenté, particulièrement au Québec en 2024, mais demeure concentré dans des secteurs spécifiques et des entreprises à maturité avancée. Cette tendance soulève des préoccupations quant à l'accès au financement pour les jeunes entreprises et les PME, notamment dans un contexte où Montréal se classe derrière Toronto et Vancouver en matière d'écosystème entrepreneurial.

La seconde partie présente les principaux facteurs expliquant le recul des premiers appels publics à l'épargne (PAPE) au Canada et au Québec. Six grandes catégories de facteurs sont identifiées :

- **Facteurs économiques et structurels**

La transformation des modèles d'affaires, axés sur les actifs incorporels difficilement valorisables selon les normes comptables traditionnelles, complique l'accès aux marchés publics. La dynamique de croissance rapide dans les secteurs technologiques favorise les stratégies de fusions-acquisitions au détriment des PAPE. Enfin, le risque d'« acquisitions destructrices » par de grandes entreprises peut freiner l'innovation et réduire la diversité entrepreneuriale.

- **Facteurs réglementaires**

Bien que les coûts de conformité soient souvent cités comme un frein, leur impact réel demeure nuancé. De fait, une autre thèse suggère qu'un certain laxisme réglementaire pourrait engendrer un phénomène d'antisélection, incitant les bons émetteurs à éviter les marchés publics en raison de la qualité moyenne perçue des autres. Ce débat entre sur-réglementation et sous-réglementation soulève des enjeux importants pour la qualité du marché et la confiance des investisseurs.

- **Facteurs institutionnels**

La concentration du secteur de l'intermédiation financière marginalise les courtiers indépendants et les PME. De plus, les investisseurs institutionnels manifestent une faible appétence pour les PAPE, en raison notamment de la liquidité limitée et de la faible représentation dans les indices boursiers. La montée des fonds négociés en bourse (FNB) et des stratégies passives contribue également à réduire la demande pour les nouvelles émissions.

- **Facteurs culturels**

Le dynamisme entrepreneurial relativement faible au Québec limiterait le nombre d'entreprises susceptibles de se tourner vers les marchés publics. Les préférences des entrepreneurs pour la stabilité et leur réticence face aux contraintes associées aux marchés boursiers freinent également les initiatives de PAPE.

- **Perte de contrôle des fondateurs**

Le PAPE implique souvent une dilution du pouvoir décisionnel, perçue comme un coût stratégique par les fondateurs. Bien que certaines entreprises recourent aux actions à droit

de vote multiple pour atténuer cette perte de contrôle, cette pratique demeure critiquée par les investisseurs institutionnels.

- **Abondance des capitaux privés**

L'accès facilité à des financements importants par le biais du capital de risque et du capital-investissement prolonge la trajectoire privée des entreprises. Cette abondance de capitaux réduit l'incitation à entrer en bourse, rendant les PAPE moins attrayants.

Dans la troisième partie, l'étude se penche sur six enjeux majeurs associés à la montée du financement sur les marchés privés, lesquels soulèvent des questions importantes en matière d'efficience, de gouvernance, d'inclusion et de stabilité financière.

- **Valorisation et efficience de répartition**

Les méthodes de valorisation utilisées dans les marchés privés sont souvent opaques, discrétionnaires et sujettes à divers biais. Cela peut entraîner des valorisations obsolètes, un lissage artificiel de la volatilité et des conflits d'intérêts liés à la rémunération des gestionnaires. Les études empiriques remettent en question la supériorité des rendements privés et soulignent que les marchés publics offrent une efficience de répartition généralement plus élevée.

- **Gouvernance d'entreprise et responsabilité**

Les entreprises privées échappent aux obligations de divulgation et aux normes de gouvernance imposés aux sociétés cotées. Le modèle contractuel de gouvernance des fonds d'investissement, bien qu'adapté à certains contextes, peut induire du court-termisme et des effets ambivalents. L'opacité des entreprises privées limite également les externalités positives de la transparence, tant pour les marchés que pour la société.

- **Inclusion financière et protection des investisseurs**

L'accès aux marchés privés demeure largement réservé aux investisseurs qualifiés, excluant la majorité des investisseurs de détail et accentuant les inégalités économiques. Bien que certaines propositions visent à élargir cet accès, elles se heurtent à des préoccupations légitimes en matière de protection des investisseurs de détail.

- **Conflits d'intérêts dans les fonds d'investissement**

Les marchés privés sont propices à une multitude de conflits d'intérêts : entre gestionnaires et investisseurs, entre fonds affiliés, entre investisseurs au sein d'un même fonds, et entre investisseurs et fonds eux-mêmes. Ces tensions sont amplifiées par l'asymétrie informationnelle, la complexité des structures tarifaires et le manque de transparence.

- **Capitalisme d'agence**

Les gestionnaires d'actifs institutionnels détiennent un pouvoir économique considérable, souvent déconnecté des intérêts des bénéficiaires finaux. Ce modèle soulève des enjeux de gouvernance, de transparence et de responsabilité dans l'allocation du capital, avec des implications importantes pour l'équilibre du système financier.

- **Risque systémique et stabilité financière**

L'essor du capital-investissement et du crédit privé engendre des vulnérabilités systémiques : recours accru à l'effet de levier, opacité des opérations, procyclicité des comportements et interconnexion croissante avec les institutions financières traditionnelles. En période de stress, l'illiquidité des marchés privés peut masquer des pertes latentes et provoquer des ajustements désordonnés.

La dernière partie de l'étude propose un programme de recherche autour de six chantiers de réforme méritant d'être explorés.

- **Révision de la dichotomie entre marchés publics et privés**

Le cadre réglementaire repose sur une dichotomie entre marchés publics et privés, fondée sur des hypothèses de sophistication des investisseurs. Cette distinction est de plus en plus remise en question par l'émergence d'entreprises privées à forte visibilité publique. Une réforme est proposée pour adopter un modèle de régulation à intensité variable, fondé sur l'impact sociétal des émetteurs.

- **Redéfinition de la notion d'investisseur qualifié**

La définition de la notion d'investisseur qualifié doit être examinée. Les seuils de richesse actuels sont jugés obsolètes et peu représentatifs des compétences réelles. Des critères de compétence, d'expérience ou de certification professionnelle pourraient être intégrés, en s'inspirant des réformes américaines.

- **Accroissement de la liquidité**

L'accroissement de la liquidité des placements privés est un enjeu central. Des modèles comme le système PISCES (Royaume-Uni, 2025) offrent des pistes prometteuses, bien qu'ils soulèvent des préoccupations quant à la fragmentation du marché et à la protection des investisseurs.

- **Réforme du régime des PAPE**

Le recul des PAPE est attribué à un cadre réglementaire peu adapté aux PME et aux entreprises innovantes. Une approche de réglementation proportionnée, inspirée des

modèles américains et européens, a été proposée par le passé. Le régime des émetteurs émergents constitue un laboratoire pour cette réforme, mais les initiatives demeurent fragmentaires.

- **Renforcement de la supervision des fonds d'investissement privés**

Les fonds de capital-investissement jouent un rôle croissant dans le financement des entreprises, mais échappent à une régulation spécifique. Une approche fonctionnelle fondée sur les risques, inspirée des modèles AIFMD (UE) et Dodd-Frank (É.-U.), est une avenue à considérer pour mieux encadrer ces véhicules complexes et souvent illiquides

- **Modernisation de l'encadrement des investisseurs institutionnels**

Les investisseurs institutionnels, en tant que commanditaires (*limited partners*) des fonds privés, occupent une position stratégique. Toutefois, leur gouvernance varie selon les régimes législatifs, entraînant une reddition de comptes asymétrique envers les bénéficiaires finaux. L'opacité des mandats de gestion et le manque d'expertise dans certains cas limitent la capacité des bénéficiaires à évaluer la performance et les risques. Une réforme du cadre réglementaire est nécessaire pour renforcer la transparence, la supervision et l'alignement avec les intérêts des bénéficiaires.

La transformation des marchés financiers, marquée par le recul des PAPE, la montée du financement privé et l'évolution des pratiques d'investissement institutionnel, appelle une révision en profondeur du cadre réglementaire québécois et canadien en matière de valeurs mobilières. Les axes de réforme identifiés jettent les bases d'un programme de recherche en vue de moderniser l'encadrement du marché dispensé, à adapter les règles aux réalités des PME et des investisseurs, à renforcer la supervision des fonds privés et des institutions qui y investissent afin de mieux protéger les bénéficiaires finaux. Une telle modernisation nécessite une approche coordonnée entre les autorités réglementaires, les législateurs et les parties prenantes, afin de bâtir un écosystème financier plus transparent, inclusif et résilient, capable de soutenir l'innovation tout en assurant la confiance du public.

TABLE DES MATIÈRES

SOMMAIRE EXÉCUTIF

INTRODUCTION

1. FINANCEMENT DES ENTREPRISES PAR VOIE DE CAPITAUX PROPRES AU CANADA : MISE EN CONTEXTE

1.1 Survol de l'encadrement juridique

1.1.1 Premier appel public à l'épargne

1.1.1.1 Régime du prospectus

1.1.1.2 Statut d'émetteur assujéti

1.1.2 Régime de dispenses de prospectus

1.1.2.1 Notion de placement privé

1.1.2.2 Vue d'ensemble des dispenses de placement privé

1.1.2.3 Place des placements privés dans le financement des entreprises: distinction entre émetteur non assujéti et émetteur assujéti

1.1.2.4 Restriction à la revente des titres : le système fermé

1.1.3 Inscription à la cote d'une bourse

1.2 Données empiriques sur les premiers appels publics à l'épargne

1.2.1 Vue d'ensemble

1.2.1.1 Marché public senior : le TSX

1.2.1.2 Marchés publics juniors : TSXV, CSE et CBOEC

1.2.2 Modes alternatifs d'entrée en bourse

1.2.2.1 Special Purpose Acquisition Company (SPAC)

1.2.2.2 Prise de contrôle inversée (reverse takeover (RTO))

1.2.2.3 Capital Pool Company (CPC)

1.3 Croissance des marchés de capitaux privés

1.3.1 Capital de risque (*venture capital* (VC))

1.3.2 Capital-investissement (*private equity*)

1.3.3 Marché dispensé en Ontario

2. DIMINUTION DE L'ATTRACTIVITÉ DES MARCHÉS DE CAPITAUX PUBLICS : UN PHÉNOMÈNE MULTIFACTORIEL

2.1 Causes économiques et structurelles

2.2 Causes de nature réglementaire

2.2.1 Coûts de conformité

2.2.2 Laxisme réglementaire et antisélection

- 2.3 Causes de nature institutionnelle**
 - 2.3.1 Évolution de l'intermédiation financière et de la gestion de portefeuille au Canada
 - 2.3.2 Faible demande pour les premiers appels publics à l'épargne
 - 2.4 Causes de nature culturelle**
 - 2.5 Perte de contrôle des fondateurs**
 - 2.6 Abondance des capitaux privés**
 - 2.7 Sommaire**
- 3. PRINCIPAUX ENJEUX SOULEVÉS PAR LA CROISSANCE DU FINANCEMENT SUR LES MARCHÉS PRIVÉS**
- 3.1 Efficience de répartition et valorisation des entreprises**
 - 3.2 Gouvernance d'entreprise et responsabilité**
 - 3.3 Inclusion financière et protection des investisseurs**
 - 3.4 Conflits d'intérêts dans les fonds d'investissement opérant sur les marchés privés**
 - 3.4.1 Conflits entre le gestionnaire du fonds et les investisseurs
 - 3.4.2 Conflits entre fonds affiliés
 - 3.4.3 Conflits entre investisseurs
 - 3.4.4 Conflits entre les investisseurs et les fonds
 - 3.5 Risques systémiques et fragmentation du marché**
- 4. AVENUES DE RÉFORME : UNE PROPOSITION DE PROGRAMME DE RECHERCHE**
- 4.1 Révision de l'encadrement du marché dispensé**
 - 4.1.1 Revoir la dichotomie entre les marchés privés et les marchés publics pour les fins de la réglementation
 - 4.1.2 Révision de la notion d'investisseur qualifié
 - 4.1.3 Accroître la liquidité des placements privés
 - 4.2 Améliorer l'attractivité du marché des premiers appels public à l'épargne : quel rôle pour la réglementation?**
 - 4.3 Renforcer la surveillance des fonds d'investissement privés**
 - 4.4 Révision de l'encadrement des investisseurs institutionnels**

CONCLUSION PROVISOIRE

ANNEXES

INTRODUCTION

Depuis le début des années 2000, les marchés publics canadiens, et plus particulièrement la Bourse de Toronto (TSX), traversent une transformation profonde. Si le nombre total d'entités cotées semble en croissance, cette apparente vitalité masque une réalité plus préoccupante : le recul marqué des sociétés opérantes, c'est-à-dire celles qui produisent des biens ou offrent des services. Entre 2008 et 2022, leur nombre a chuté de près de 38 %, une tendance qui s'est accentuée au fil des années.

Contrairement à ce que l'on pourrait croire, cette baisse ne s'explique pas par une hausse des retraits de la cote. Le véritable facteur de déclin réside dans le tarissement des nouvelles inscriptions, notamment des premiers appels publics à l'épargne (PAPE). En 2023, la TSX n'a enregistré qu'un seul PAPE, un creux historique. Les mécanismes alternatifs d'entrée en bourse n'ont pas suffi à inverser la tendance. En parallèle, le marché dispensé (ou marchés privés), qui permet aux sociétés de se financer par la voie de placements privés sans devoir effectuer un PAPE, a connu un essor remarquable.

Ce phénomène soulève des enjeux majeurs pour le financement des entreprises canadiennes, en particulier les PME et les sociétés en croissance. Il remet en question la capacité des marchés publics à jouer leur rôle traditionnel de levier de développement économique, dans un contexte où les marchés privés prennent une place croissante. Par ailleurs, cette évolution soulève des préoccupations importantes en matière de protection des investisseurs, notamment en ce qui concerne la transparence, la gouvernance et l'accès équitable à l'information financière.

Dans ce contexte, la présente étude s'intéresse à cette problématique qui pose trois grandes questions :

Comment expliquer le recul des PAPE et des nouvelles inscriptions à la TSX, et quelles en sont les conséquences pour le financement des entreprises canadiennes, notamment les PME et les sociétés innovantes ?

Quels leviers institutionnels, réglementaires ou stratégiques pourraient être mobilisés pour revitaliser les marchés publics et rétablir leur rôle dans l'écosystème financier du pays ?

Dans quelle mesure la transformation des marchés publics affecte-t-elle la protection des investisseurs, en particulier en ce qui concerne la transparence, la qualité de l'information disponible et l'équité d'accès aux opportunités d'investissement ?

Pour traiter de ces questions, l'étude mobilise les études empiriques pour brosser un état de lieux des marchés des capitaux publics canadiens, en:

- Documentant l'évolution du nombre de sociétés cotées aux bourses canadiennes afin de mieux comprendre les dynamiques de composition du marché.
- Examinant les tendances relatives aux premiers appels publics à l'épargne (PAPE), aux graduations depuis les marchés juniors, ainsi qu'aux mécanismes alternatifs d'accès aux marchés publics.
- Mettant en lumière les répercussions de cette évolution sur la diversité sectorielle, la taille et la capitalisation des sociétés cotées, en mettant en lumière les transformations du profil des entreprises présentes sur la TSX.

En puisant dans la littérature académique et les rapports nationaux et internationaux, l'étude se penche sur les principaux facteurs pouvant expliquer le recul des PAPE au Canada et au Québec. Le portrait qui ressort de la discussion est nuancé. Le phénomène est le fruit d'une combinaison de facteurs, qui ne sont pas strictement propres au Canada.

Par la suite, l'étude se penche sur six enjeux majeurs associés à la montée du financement sur les marchés privés, lesquels soulèvent des questions importantes en matière d'efficacité, de gouvernance, d'inclusion et de stabilité financière. Au regard de ces enjeux, l'étude se termine avec une proposition de programme de recherche autour de six chantiers de réforme méritant d'être explorés par les régulateurs. Les chantiers de réforme visent soit à moderniser l'encadrement du marché dispensé, soit à renforcer l'attractivité et la pertinence des marchés publics canadiens, en tenant compte des enjeux de compétitivité, de transparence et d'innovation financière.

1. FINANCEMENT DES ENTREPRISES PAR VOIE DE CAPITAUX PROPRES AU CANADA : MISE EN CONTEXTE

Le financement par capitaux propres constitue un levier essentiel pour le développement des entreprises, en particulier dans les phases de croissance et d'expansion. Au Canada, ce financement peut être mobilisé par l'entremise des marchés publics — notamment par les PAPE — ou par les marchés dispensés, qui permettent des levées de fonds en dehors du régime du prospectus. Après avoir brossé un tableau sommaire de l'encadrement juridique et réglementaire de ces deux canaux de financement, cette première partie de l'étude s'attache à présenter des données empiriques sur l'évolution des PAPE et des financements privés. Elle vise à mettre en lumière les tendances récentes, les transformations du paysage financier canadien et les implications pour les entreprises, les investisseurs et les autorités de régulation.

1.1 Survol de l'encadrement juridique

1.1.1 Premier appel public à l'épargne

Parmi les principales sources de financement en capitaux propres figure l'appel public à l'épargne, lequel consiste à solliciter des capitaux auprès de l'ensemble des investisseurs. Cette opération, généralement initiée par un PAPE, se traduit par l'inscription des titres de l'émetteur à la cote d'une bourse de valeurs, conférant ainsi une accessibilité élargie aux investisseurs et une liquidité accrue aux titres émis¹.

Le régime encadrant le PAPE s'inscrit au cœur des deux objectifs fondamentaux de la réglementation des valeurs mobilières soit d'assurer la protection des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés². L'encadrement repose sur le paradigme de la transparence, visant à atténuer les asymétries informationnelles entre les émetteurs et les

¹ Stéphane Rousseau, *Droit des valeurs mobilières*, Montréal, Éditions Thémis, 2023, p. 131.

² *Loi sur les valeurs mobilières*, RLRQ c V-1.1, art. 276 (LVM).

investisseurs. En favorisant une diffusion équitable et complète de l'information pertinente, il contribue à renforcer la confiance des participants au marché tout en assurant une allocation efficiente des ressources financières.

1.1.1.1 Régime du prospectus

En principe, toute personne souhaitant procéder à l'émission de titres doit se conformer au régime de l'appel public à l'épargne tel qu'établi par la *Loi sur les valeurs mobilières* (LVM). Le champ d'application du régime du PAPÉ est délimité par la notion de placement qui est définie comme étant notamment le fait de chercher ou de trouver des souscripteurs ou acquéreurs pour des titres³.

Tout émetteur qui effectue un placement est tenu de préparer un prospectus, à moins de bénéficier d'une dispense lui permettant de faire un placement privé⁴. Le prospectus présente de manière complète, véridique et claire tout fait important relatif aux titres faisant l'objet du placement⁵. Au-delà de cette obligation générale de divulgation, le contenu du prospectus est encadré étroitement par le Règlement 41-101⁶.

Le prospectus vise à permettre aux investisseurs de décider de l'utilisation de leurs capitaux de manière éclairée. Au Québec, il doit être déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF) qui exerce un contrôle de son contenu afin de s'assurer du respect des exigences réglementaires et ainsi de protéger les investisseurs⁷. Une fois approuvé par l'AMF, le prospectus devient l'instrument central du placement des titres. Compte tenu de son importance, la LVM sanctionne de nullité tout placement de titres réalisé sans prospectus⁸.

1.1.1.2 Statut d'émetteur assujetti

L'émetteur assujetti est celui qui a fait appel publiquement à l'épargne⁹. Ce statut emporte l'application du régime d'information continue, qui comprend des obligations d'information périodique et d'information occasionnelle¹⁰. L'obligation d'information périodique impose l'obligation de divulguer des renseignements visant à mettre à jour le prospectus à des périodes prévues par la réglementation, soit trimestriellement ou annuellement. L'obligation d'information occasionnelle exige la divulgation de tout changement important

³ Art. 5 LVM.

⁴ Art. 11 LVM.

⁵ Art. 13 LVM.

⁶ *Règlement 41-101 sur les obligations générales relatives au prospectus*, RLRQ, c V-1.1, r. 14.

⁷ Art. 15 LVM.

⁸ Art. 214 et suiv. LVM.

⁹ Art. 68 LVM.

¹⁰ *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue*, RLRQ, c V-1.1, r. 24 (R51-102).

immédiatement par voie de communiqué de presse avec le dépôt d'une déclaration de changement important dans un délai de 10 jours de sa survenance¹¹.

À la suite du PAPE, l'actionnariat de l'émetteur assujetti est sujet à une transformation significative. Il passe d'un petit groupe d'actionnaires se connaissant les uns et les autres à un très grand nombre n'ayant pas de relations particulières entre eux¹². De nouvelles règles de gouvernance s'ajoutent donc à celles édictées par la législation sur les sociétés afin d'assurer la responsabilisation des dirigeants. De plus, des règles particulières s'appliquent en matière d'assemblées d'actionnaires. Le régime de la sollicitation des procurations vient fournir aux actionnaires les renseignements nécessaires à l'exercice de leurs droits de vote, ainsi qu'à la délégation de l'exercice de ceux-ci à un fondé de pouvoir par l'entremise de procurations¹³.

1.1.2 Régime de dispenses de prospectus

La préparation d'un prospectus et l'inscription en bourse entraînent des coûts importants. Conscients que ces coûts peuvent freiner le financement des entreprises, les législateurs et les régulateurs ont élaboré un régime d'exception ou de « dispenses » qui permet aux émetteurs de faire un placement privé, c'est-à-dire un placement de titres sans avoir à procéder par la voie du régime du prospectus¹⁴. Ces dispenses constituent une illustration de la volonté des législateurs d'établir un équilibre entre la protection des épargnants et le bon fonctionnement du marché¹⁵.

1.1.2.1 Notion de placement privé

Un placement privé est un placement réalisé en vertu d'une dispense permettant de lever des capitaux par voie de l'émission de titres sans prospectus. Variées, les dispenses partagent des justifications communes s'appréciant au regard du besoin de protection des épargnants jugé moindre soit en raison de la sécurité des titres, soit de la capacité des investisseurs à accéder à l'information et à en apprécier la teneur¹⁶.

1.1.2.2 Vue d'ensemble des dispenses de placement privé

Jusqu'à 2005, le régime des dispenses de prospectus était prévu par la *Loi sur les valeurs mobilières*. Variées, les dispenses partageaient des justifications communes s'appréciant au regard du besoin de protection des épargnants jugé moindre soit en raison de la sécurité des titres, soit de la capacité des investisseurs à accéder à l'information et à en

¹¹ Art. 73 L.v.m.

¹² Stéphane Rousseau, *Droit des valeurs mobilières*, Montréal, Éditions Thémis, 2023, p. 351.

¹³ R51-102, art. 9.1, 9.3.1, 9.4.

¹⁴ *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus*, RLRQ, c. V-1.1, r. 21 (R45-106). David Johnston, Kathleen Rockwell et Christie Ford, *Canadian Securities Regulation*, 5e éd., Toronto, LexisNexis Canada, 2014, n° 9.14.

¹⁵ Stéphane Rousseau, *Droit des valeurs mobilières*, Montréal, Éditions Thémis, 2023, p. 210.

¹⁶ Ibid.

apprécier la teneur. Nous retrouvons, d'une part, la dispense de société fermée, sans doute la plus connue et la plus employée par les émetteurs, et, d'autre part, des dispenses fondées sur la nature de la valeur ou la nature du placement¹⁷.

Depuis nombre d'années le régime de dispenses de prospectus faisait l'objet de critiques et de remises en question¹⁸. Les critiques soulignaient la complexité, l'inadéquation et la rigidité des dispenses qui en limitaient l'utilité. Selon les commentateurs, ces déficiences entravaient le financement des petites et moyennes entreprises en croissance qui ne pouvaient bénéficier d'un régime de dispenses accessibles. Dans ce contexte, l'AMF, de concert avec les autres commissions des valeurs mobilières canadiennes, a adopté le *Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus* qui a proposé un nouveau régime harmonisé pour les placements privés réalisés au Canada.

Le Règlement 45-106 a réformé le régime des dispenses en ce qui concerne l'obligation de prospectus et l'obligation d'inscription des courtiers. Ainsi, l'adoption du Règlement 45-106 s'est accompagnée de l'abrogation de la plupart des dispenses de placements privés prévues par la LVM¹⁹, incluant la dispense de société fermée considérée comme étant « restrictive et mal définie »²⁰. Désormais, l'émetteur qui envisage réaliser un placement sans produire de prospectus doit donc s'en remettre à une des dispenses du Règlement 45-106, sauf exception. Les dispenses du règlement permettent du même coup à l'émetteur de bénéficier d'une dispense de l'obligation d'inscription à titre de courtier en valeurs.

Pour les fins de la présente étude, nous nous contentons de présenter sommairement les principales dispenses employées pour lever des capitaux :

- Émetteur fermé

La dispense de l'émetteur fermé requiert que les conditions suivantes soient rencontrées : (1) l'émetteur n'est pas un émetteur assujéti; (2) les titres sont soumis à une restriction de transfert; (3) le nombre d'actionnaires est inférieur à 50, exclusion des salariés actuels ou anciens; et (4) les titres peuvent uniquement être placées auprès des personnes énumérées au paragraphe 2.4(2) du *Règlement 45-106*²¹.

- Parents, amis et partenaires

La dispense des parents, amis et partenaires permet l'émission d'actions auprès d'un acquéreur appartenant à l'une des catégories énumérées à l'article 2.5(1) R45-106. Les personnes faisant partie de cette liste partagent tous des liens avec l'émetteur ou des membres de son équipe de direction. Cette dispense se distingue de certaines autres

¹⁷ Art. 5, 41 et suiv. LVM.

¹⁸ Voir notamment Commission des valeurs mobilières du Québec, « Le financement de la PME québécoise », (2003) 34 :3 Bull. C.V.M.Q. 1 (suppl.); Jeffrey G. MacIntosh, *Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprise in Canada*, Kingston, School of Policy Studies, Queen's University, 1994; Ontario Securities Commission Task Force on Small Business Financing, « Final Report », (1996) 19 O.S.C.B. 5757.

¹⁹ Nous retrouvons toujours des dispenses en raison de la nature des valeurs à l'art. 41 LVM.

²⁰ Cécile CARPENTIER et Jean-Marc Suret, *Le placement privé et la dimension réglementaire du financement des entreprises*, Série scientifique, CIRANO, Montréal, novembre 2004, p. 12.

²¹ Art. 2.4 R45-106.

dispenses par l'absence de limite sur le nombre d'actionnaires²². L'émetteur peut être un émetteur assujéti.

- Investisseur qualifié

La dispense de l'investisseur qualifié permet le placement auprès des investisseurs institutionnels et des individus ayant un actif net, un actif financier ou un revenu net élevé²³.

- Investissement d'une somme minimale

La dispense de l'investissement d'une somme minimale permet le placement de titres auprès un seul émetteur pour une valeur minimale de 150 000 \$ payé comptant par l'acquéreur au moment de l'acquisition. De plus, l'investisseur ne doit pas être une personne physique et doit agir pour son propre compte²⁴.

Notons que ces dispenses ne prévoient pas de limites aux sommes pouvant être mobilisées par la voie du placement privé, ni quant à la fréquence de leur utilisation.

Du reste, le Règlement 45-106 impose une obligation de déclaration pour les placements réalisés en vertu de certaines dispenses²⁵. Il en va ainsi notamment pour les dispenses d'investisseur qualifié²⁶, de parents, amis et partenaires²⁷ et d'investissement d'une somme minimale²⁸. La déclaration de placement est préparée conformément à l'Annexe 45-106A1²⁹ et déposée en ligne³⁰ dans un délai de 10 jours à compter du placement avec les droits exigibles³¹ dans le territoire où le placement a eu lieu³². Elle comporte des renseignements entre autres sur l'émetteur, les titres placés, les souscripteurs, le prix par titre et le produit du placement³³. Même si elle n'est pas onéreuse³⁴, l'obligation de déclaration peut parfois réduire l'attrait de ces dispenses pour des investisseurs ne souhaitant pas que leur investissement soit connu du public.

1.1.2.3 Place des placements privés dans le financement des entreprises : distinction entre émetteur non assujéti et émetteur assujéti

Il convient de souligner qu'un émetteur assujéti peut effectuer un placement privé, pour autant qu'il respecte les conditions de la dispense. Autrement dit, une société ayant réalisé

²² Stéphane ROUSSEAU, *Droit des valeurs mobilières*, Montréal, Éditions Thémis, 2023, p. 242 et 244.

²³ Art. 2.3 R45-106.

²⁴ Art. 2.10 R45-106.

²⁵ Art. 6.1 R45-106.

²⁶ Art. 6.1(1)a) R45-106.

²⁷ Art. 6.1(1)b) R45-106.

²⁸ Art. 6.1(1)d) R45-106.

²⁹ Art. 6.3 (1) R45-106.

³⁰ Art. 5.1 (3) IG45-106.

³¹ 6.1(2)R45-106.

³² Art. 5.1 (1) IG45-106.

³³ Annexe 45-106A1 R45-106.

³⁴ Art. 267 4° RVM.

un PAPE peut par la suite lever des fonds au moyen d'un placement privé. En effet, tant à la Bourse de croissance TSX (TSXV) qu'à la Bourse des valeurs canadiennes (CSE), les capitaux levés par moyen de placements privés dépassent largement ceux levés par PAPE ou émissions subséquentes³⁵.

1.1.2.4 Restriction à la revente des titres : le système fermé

Les dispenses permettant de faire des placements privés érigent une exception au régime du prospectus qui s'applique en principe à l'appel public à l'épargne. Ces dispenses sont créées pour des situations particulières où il n'est pas opportun d'exiger la production d'un prospectus pour protéger les épargnants. En élaborant le régime des placements privés, les régulateurs ont été soucieux de s'assurer que les titres émis au moyen d'une dispense ne puissent être cédés librement pour se retrouver entre les mains d'investisseurs ayant besoin de la protection offerte par le régime du prospectus. Pour ce faire, ils ont mis en place un système fermé dont un des objectifs est d'encadrer la revente des titres acquis à l'occasion d'un placement privé³⁶.

Le système fermé repose primordialement sur la notion de placement. La loi définit le placement comme consistant entre autres « en le fait, pour le souscripteur ou l'acquéreur qui a acquis des titres sans que fût établi le prospectus exigé par la loi et sans que l'opération fût l'objet d'une dispense, de rechercher ou de trouver des acquéreurs »³⁷. Autrement dit, le porteur de titres émis en vertu d'une dispense ne peut les vendre, en principe, sans préparer un prospectus puisqu'il s'agit d'un placement entraînant l'application du régime du prospectus³⁸. Pour éviter cette obligation coûteuse, ce porteur a deux options : soit vendre les titres en utilisant une dispense du Règlement 45-106 ou en se conformant au *Règlement 45-102 sur la revente de titres*³⁹.

Le Règlement 45-102 ne permet la revente des titres que lorsque l'émetteur est un émetteur assujéti depuis au moins 4 mois, limitant donc son application aux titres des émetteurs qui ont effectué un PAPÉ. Dans ce cas, selon le type de dispenses employés, le Règlement 45-102 peut imposer en outre un délai de détention de quatre mois (*hold period*) à l'investisseur ayant acquis les titres dans le cadre d'un placement privé avant que les titres ne puissent être vendus librement. Autrement dit, le Règlement 45-102 vient limiter la liquidité des titres pendant un délai de 4 mois pour certaines dispenses.

³⁵ L. Daniel WILSON, « Canadian Junior Market Health Check: Surprising Resilience Thus Far, Some Concerns Looking Forward », (2025) 18:02 *The School of Public Policy Publications* 1, 21, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

³⁶ Le système fermé tire ses origines du *Merger Report* : Ontario Securities Commission, *Report to the Committee of the Ontario Securities Commission on the Problems of Disclosure Raised for Investors by Business Combinations and Private Placements*, Toronto, 1970. Voir aussi ONTARIO SECURITIES COMMISSION, FIVE-YEAR REVIEW COMMITTEE, *Final Report – Reviewing the Securities Act (Ontario)*, 2003, p. 134.

³⁷ Art.5 LVM.

³⁸ Le cas échéant, art. 40 LVM confère à l'AMF le pouvoir de forcer l'émetteur à fournir la documentation nécessaire à la production du prospectus.

³⁹ *Règlement 45-102 sur la revente de titres*, (2005) 35 G.O. II 4884 (ci-après « Règlement 45-102 »).

1.1.3 Inscription à la cote d'une bourse

La présente section brosse un portrait des exigences minimales d'inscription des principales places boursières canadiennes, soit la Bourse de Toronto (TSX), la Bourse de croissance TSX (TSXV) et la Bourse des valeurs canadiennes (CSE). La CBOE Canada n'est pas incluse dans cette discussion, étant donné le faible nombre de sociétés opérantes qui y sont inscrites. Cette section sert également de mise en contexte pour la discussion sur les données des PAPE. Les exigences minimales d'inscription complètes du TSX, du TSXV et de la CSE sont présentées aux Annexes I, II et III de l'étude.

La TSX impose les exigences minimales d'inscription les plus rigoureuses parmi les bourses canadiennes. En revanche, le TSXV et la CSE prescrivent toutes les deux des conditions plus souples, la CSE se démarquant avec les exigences les moins rigoureuses des trois⁴⁰.

Plus précisément⁴¹, la TSX exige un flottant d'au moins 1 000 000 d'actions détenues par au moins 300 actionnaires publics, représentant une valeur minimale de 4 000 000 \$ (ou 10 000 000 \$ pour les émetteurs du secteur des technologies) (art. 310, 315 et 320 Guide TSX). La TSXV, quant à elle, demande moins et requiert un flottant minimal de 500 000 actions détenues par au moins 200 actionnaires publics. De plus, au moins 20 % des actions émises et en circulation doivent être détenues par des actionnaires publics (art. 2.6 Politique 2.1 TSXV). Pour la CSE, le flottant requis est de 1 000 000 d'actions détenues par 150 actionnaires, tout en ayant 20% des actions émises en circulation détenues par des actionnaires publics (art. 2A.2(1)a Politique 2 CSE).

Par ailleurs, l'actif corporel net minimal exigé par la TSX est d'entre 2 000 000 \$ et 7 500 000 \$ (selon le type d'émetteur), sauf pour les sociétés pétrolières et gazières, des technologies, et de recherche et développement, qui n'ont aucune exigence à cet égard (art. 309(a)i), 309(b)i), 314(a)iv), 314(b)v) Guide TSX). De son côté, la TSXV demande que les sociétés industrielles⁴² remplissent l'une des conditions suivantes : un actif corporel net de 750 000 \$, des produits de 500 000 \$ ou du financement sans lien de dépendance de 2 000 000 \$ (art. 2.6 Politique 2.1 TSXV). Aucune exigence d'actif corporel net n'est requise pour les sociétés minières, et pétrolières et gazières. La CSE n'impose pas d'exigence relative à l'actif corporel net.

Qui plus est, les exigences en matière de bénéfices, flux de trésorerie et fonds de roulement sont plus strictes à la TSX qu'à la TSXV et la CSE.

Au niveau international, les exigences minimales d'inscription des marchés boursiers canadiens sont considérées comme assez faibles⁴³. En effet, les exigences minimales de

⁴⁰ W. T. Egan et M. Dolphin, « Going Public in Canada – Listing on the TSX, TSX V, CSE or NEO », *WeirFoulds LLP*, 2021, en ligne: <<https://www.weirfoulds.com/assets/uploads/Going-Public-in-Canada-WeirFoulds-Edition-Oct-2021.pdf>>.

⁴¹ Pour chacune des bourses, nous excluons les exigences des fonds d'investissement.

⁴² Excluant les sociétés immobilières et de placement.

⁴³ Cécile CARPENTIER et Jean-Marc SURET, « The survival and success of Canadian penny stock IPOs », (2011) *Small Bus Econ* 101, 102.

la TSX sont significativement plus souples que celles de la NYSE, la LSE et NASDAQ⁴⁴. Toutefois, ces bourses sont considérablement plus larges que la TSX et il n'existe pas d'études comparant les exigences minimales d'inscription de la TSX avec celles des bourses de taille comparable.

⁴⁴ Douglas Cumming et Sofia Johan, « Listing Standards and Fraud », (2013) 34 *Managerial and Decision Economics* 451, 455.

Tableau 1. Sommaire des exigences minimales d'inscription à la Bourse de Toronto (TSX), la Bourse de croissance TSX (TSXV) et la Bourse des valeurs canadiennes (CSE)

Exigences minimales d'inscription	Bourse de Toronto (TSX)	Bourse de croissance TSX (TSXV)	Bourse des valeurs canadiennes (CSE)
Répartition des titres dans le public, capitalisation boursière et flottant	Flottant minimal de 1 000 000 d'actions détenus par au moins 300 actionnaires publics. Valeur marchande globale minimale de 4 000 000 \$ détenue par des actionnaires publics (art. 310, 315, 320 Guide TSX).	Flottant minimal de 500 000 d'actions détenus par au moins 200 actionnaires publics. Au moins 20 % des actions émises et en circulation détenues par des actionnaires publics (art. 2.6 Politique 2.1 TSXV).	Flottant minimal de 1 000 000 d'actions détenus par au moins 150 actionnaires publics. Au moins 20 % des actions émises et en circulation détenues par des actionnaires publics (art. 2A.2(1)a Politique 2 CSE).
Actif corporel net	<u>Sociétés industrielles qui prévoient être rentables (excluant les sociétés des technologies et de recherche et développement)</u> : 7 500 000 \$ (art. 309(b)i) Guide TSX). <u>Sociétés industrielles rentables (excluant les sociétés des technologies et de recherche et développement)</u> : 2 000 000 \$ (art. 309(a)i) Guide TSX). <u>Sociétés minières au stade d'exploration ou de mise en valeur</u> : 3 000 000 \$ (art. 314(b)v) Guide TSX). <u>Sociétés minières productrices</u> : 4 000 000 \$ (art. 314(a)iv) Guide TSX). <u>Autres</u> : aucune exigence.	<u>Sociétés industrielles</u> : actif corporel net de 750 000 \$ ou produits de 500 000 \$ ou financement sans lien de dépendance ⁴⁵ de 2 000 000 \$. Si l'émetteur n'a pas réalisé de produits, celui-ci doit remettre un plan directeur sur deux ans attestant une probabilité raisonnable d'en générer dans les 24 prochains mois (art. 2.6 Politique 2.1 TSXV). <u>Autres</u> : aucune exigence.	Aucune exigence.
Bénéfices et produit	<u>Sociétés industrielles qui prévoient être rentables (excluant les sociétés des technologies et de recherche et développement)</u> : preuve de bénéfices tirés des activités continues d'au moins 200 000 \$, avant impôts et postes extraordinaires, pour l'exercice en cours ou le suivant (art. 309(b)ii) Guide TSX).	Aucune exigence.	<u>Sociétés en exploitation</u> : doivent avoir généré des revenus de la vente de biens ou de la prestation de services (art. 2A.4(1)a, 2A.4(4) Politique 2 CSE ⁴⁶). <u>Autres</u> : aucune exigence.

⁴⁵ Un financement sans lien de dépendance désigne un financement où au plus 25 % du produit provient de personnes ayant un lien de dépendance (art. 2.3 Politique 2.1 TSXV).

⁴⁶ *Politique 2 – Admissibilité à l'inscription à la cote*, Canadian Securities Commission, en ligne: <<https://cms.thecse.com/wp-content/uploads/2024/03/Politique-2-Admissibilite-a-lInscription-a-La-Cote-20-mars-2024.pdf>> (ci-après : « Politique 2 CSE »).

	<p><u>Sociétés industrielles rentables (excluant les sociétés des technologies et de recherche et développement)</u> : bénéfices tirés des activités continues d'au moins 200 000 \$, avant impôts et postes extraordinaires, au dernier exercice (art. 309(a)ii) Guide TSX).</p> <p><u>Sociétés minières productrices</u> : preuve de bénéfice futur probable de la mine (art. 314(a)i) Guide TSX).</p> <p><u>Autres</u> : aucune exigence.</p>		
Fonds de roulement et ressources financières	<p><u>Sociétés industrielles (excluant les sociétés des technologies et de recherche et développement)</u> : fonds de roulement suffisant pour exercer les activités et structure du capital pertinente (art. 309(a)iv) et (b)iv) Guide TSX).</p> <p><u>Autres</u> : fonds suffisants pour couvrir les frais et dépenses pour au moins un à deux ans (selon le type de société) (art. 309, 314, 319 Guide TSX).</p>	<p>Fonds de roulement et ressources financières suffisants pour mener à terme un programme de travail déterminé ou réaliser un plan d'affaires pour au moins 12 mois.</p> <p>Fonds non affectés d'au moins 100 000 \$ (art. 2.6 Politique 2.1 TSXV).</p>	<p>Fonds de roulement et ressources financières suffisants pour mener à terme un programme de travail déterminé ou réaliser un plan d'affaires pour au moins 12 mois (art. 2A.4(1)b, 2A.4(4), 2A.4(5)c) Politique 2 CSE).</p>
Autres	<p><u>Sociétés industrielles qui prévoient être rentables (excluant les sociétés des technologies et de recherche et développement)</u> : preuve de flux de trésorerie d'au moins 500 000 \$, avant impôts, pour l'exercice en cours ou le suivant (art. 309(b)iii) Guide TSX).</p> <p><u>Sociétés industrielles rentables (excluant les sociétés des technologies et de recherche et développement)</u> : flux de trésorerie de 500 000 \$, avant impôts, au dernier exercice (art. 309(a)iii) Guide TSX).</p> <p><u>Sociétés des technologies</u> : minimum de 10 000 000 \$ en trésorerie, dont la majeure partie provient de l'émission de titres visés par un prospectus (art. 309(c)i) Guide TSX).</p> <p><u>Sociétés de recherche et développement</u> : minimum de 12 000 000 \$ en trésorerie, dont la majeure partie provient de l'émission de titres visés par un prospectus (art. 309(d)i) Guide TSX).</p>		

1.2 Données empiriques sur les premiers appels publics à l'épargne⁴⁷

1.2.1 Vue d'ensemble

D'abord, il convient de différencier les marchés boursiers juniors des marchés seniors, en fonction de l'envergure et de la maturité des sociétés qui les composent. Conformément à cette logique, pour les fins de cette étude, nous considérons le TSX comme une bourse senior, tandis que le TSXV, la CSE et CBOE Canada (CBOEC) sont classées dans la catégorie junior. Cette distinction est importante, car ces bourses ont évolué de façons différentes au cours des dernières années.

1.2.1.1 Marché public senior : le TSX

Les 15 dernières années, bien que le nombre total de sociétés cotées à la TSX semble croître, l'augmentation a été largement due à la croissance du nombre de fonds d'investissement. Depuis 2008, la TSX connaît une baisse significative du nombre de sociétés opérantes, avec une diminution de 37,8%⁴⁸ entre 2008 et 2022⁴⁹.

Tableau 1. Nombre de sociétés cotées à la TSX (2002 à 2022)⁵⁰

Année	Sociétés opérantes	ETFs, CEFs, SPACs et REITs ⁵¹	Total
2002	1166	174	1340
2003	1110	230	1340
2004	1143	278	1421
2005	1085	452	1537
2006	1153	445	1598
2007	1194	419	1613
2008	1206	364	1570
2009	1088	374	1462
2010	1089	427	1516
2011	1093	494	1587
2012	1040	529	1569
2013	981	551	1532

⁴⁷ Les données dans cette section font seulement état des sociétés opérantes, soit les sociétés qui créent des services ou offrent des produits à des consommateurs. Ainsi, les données excluent les ETFs, les CEFs et les REITs.

⁴⁸ Nos calculs : $1 - 750/1206 = 0,378$. 750 : nombre de sociétés opérantes en 2022; 1206 : nombre de sociétés opérantes en 2008.

⁴⁹ J. Ari Pandes, « Canadian Initial Public Offerings and Public », *J. Ari Pandes*, 31 mars 2023, en ligne : <http://www.aripandes.com/wp-content/uploads/2023/04/Initial_Public_Offerings_Statistics.pdf>.

⁵⁰ Ibid.

⁵¹ Colonne calculée en additionnant les colonnes 3 et 4 du tableau de J. Ari Pandes, *ibid.*

2014	921	594	1515
2015	857	630	1487
2016	816	666	1482
2017	797	704	1501
2018	767	756	1523
2019	754	818	1572
2020	727	913	1640
2021	759	990	1749
2022	750	1039	1789
Moyenne⁵²	976	564	1540

Le déclin du nombre de sociétés opérantes à la TSX s'explique par un manque de nouvelles inscriptions vis-à-vis du nombre de retraits. En moyenne, entre 2014 et 2023, le déficit d'inscriptions par rapport aux retraits est de 26,8 sociétés par année⁵³.

1. Retraits de la cote

Entre 2014 et 2023, le nombre de retraits de la cote à la TSX n'a pas connu de hausse. À l'inverse, les retraits de la cote à la TSX ont diminué de 43,9% durant cette période⁵⁴. Ainsi, en soi, l'évolution des retraits de la cote observée ces dernières années n'est pas le facteur clé du déclin du nombre de sociétés opérantes à la Bourse de Toronto. En effet, nous pouvons observer à partir du tableau 2 que les fusions et acquisitions constituent la principale cause des retraits de la TSX, représentant 55,8% de ceux-ci entre 2014 à 2023. Les retraits à la demande de la société et pour l'échec de rencontrer les exigences ou suspension représentent chacun à peu près 20% des retraits.

⁵² Nos calculs.

⁵³ L. Daniel WILSON, « Canadian Senior Market Health Check: Future Relevancy of the Public Markets at Risk as Operating Public Company Decline Accelerates », (2025) 18:01 *The School of Public Policy Publications* 1, 24, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

⁵⁴ Nos calculs : $1 - 55/98 = 0,439$. 55 : nombre de retraits en 2023; 98 : nombre de retraits en 2014.

Tableau 2. Les retraits de la cote de sociétés opérantes à la TSX (2014 à 2023)⁵⁵

Raison	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Suivant une fusion, acquisition ou conversion ⁵⁶	50	33	35	38	38	27	34	40	25	33
À la demande de la société ⁵⁷	20	28	18	10	10	9	9	14	4	10
Suivant le rachat, l'échéance ou la résiliation	4	1	3	4	2	0	1	2	0	0
Échec de rencontrer les exigences ou suspension	24	28	17	13	9	7	14	1	6	12
Nombre de retraits	98	90	73	65	59	43	58	57	35	55

2. Nouvelles inscriptions

Le déclin du nombre de sociétés cotées à la TSX s'explique par le déclin du nombre de nouvelles inscriptions supérieur au déclin du nombre des retraits de la cote depuis 2012. Le nombre d'introductions a chuté fortement de telle sorte que le nombre de nouvelles inscriptions en 2023 représente le quart de nombre rapporté en 2008. Qui plus est, pour toutes les années à partir de 2022, la TSX a observé un nombre de nouvelles inscriptions inférieur aux années précédentes des années 2000⁵⁸. En fait, la vague d'introductions en bourse en 2021 a été suivie par le marché canadien le plus déprimé depuis au moins quarante ans⁵⁹.

⁵⁵ L. Daniel WILSON, « Canadian Senior Market Health Check: Future Relevancy of the Public Markets at Risk as Operating Public Company Decline Accelerates », (2025) 18:01 *The School of Public Policy Publications* 1, 23, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

⁵⁶ Incluent les acquisitions par des tiers et les rachats avec effet de levier par les dirigeants (*management-leveraged buy-outs*).

⁵⁷ Ces retraits proviennent généralement d'une inscription sur une autre bourse ou de l'élimination d'une double cotation.

⁵⁸ J. Ari PANDES, « Canadian Initial Public Offerings and Public », *J. Ari Pandes*, 31 mars 2023, en ligne: <http://www.aripandes.com/wp-content/uploads/2023/04/Initial_Public_Offerings_Statistics.pdf>; L. Daniel WILSON, « Canadian Senior Market Health Check: Future Relevancy of the Public Markets at Risk as Operating Public Company Decline Accelerates », (2025) 18:01 *The School of Public Policy Publications* 1, 23, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

⁵⁹ L. Daniel WILSON, « Canadian Senior Market Health Check: Future Relevancy of the Public Markets at Risk as Operating Public Company Decline Accelerates », (2025) 18:01 *The School of Public Policy Publications* 1, 7, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

Tableau 3. Nouvelles inscriptions à la TSX (1993 à 2024)⁶⁰

Année	PAPÉs	Graduations TSXV	Graduations CSE	Autres ⁶¹	Opérations de-SPAC	Total
2008	12	43	-	22	-	77
2009	4	20	-	12	-	36
2010	33	40	-	26	-	99
2011	19	45	-	27	-	91
2012	9	23	0	9	-	41
2013	11	17	0	9	-	37
2014	8	22	0	8	-	38
2015	13	9	0	4	-	26
2016	4	16	1	13	0	34
2017	17	16	0	7	4	44
2018	8	12	2	7	1	28
2019	5	19	3	2	1	30
2020	9	19	2	4	0	34
2021	36	35	2	9	5	87
2022	2	15	3	4	0	24
2023	1	12	3	4	0	20
2024 ⁶²	1	9			1	
Moyenne (2008-2023)	11,29	21,29	1,33	10,06	2	38

Depuis le début des années 2000, les nouvelles inscriptions provenant de graduations à la TSX à partir des bourses juniors ont dépassé le nombre venant des PAPÉ. La plupart des graduations proviennent de la TSXV. La CSE a peu contribué aux graduations, car

⁶⁰ L. Daniel WILSON, « Canadian Senior Market Health Check: Future Relevancy of the Public Markets at Risk as Operating Public Company Decline Accelerates », (2025) 18:01 *The School of Public Policy Publications* 1, 12, en ligne: <https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403> (pour les données de 2008 à 2023); TMX GROUP, « The MiG Report: December 2024 », 2025, en ligne: <https://www.tsx.com/en/ressource/3285> (pour les données de 2024) .

⁶¹ Ceux-ci incluent, entre autres, les prises de contrôle inversées, les plans d'arrangement et les fusions. Plusieurs de ces transactions ne résultent pas en un gain net de sociétés opérantes à la TSX, car il y a souvent un émetteur qui se retire de la cote pour chaque nouvelle inscription. À peu près 40% des nouvelles inscriptions dans la catégorie « autres » font augmenter le nombre de sociétés opérantes.

⁶² Certaines données de l'année 2024 sont manquantes, car elles ne sont pas recueillies par TMX.

les entreprises de cannabis qui s'y trouvent ont souvent l'intérêt de rester à la CSE, où la réglementation est plus flexible⁶³.

3. Composition

Les secteurs d'activités

Dans l'ensemble, les différents secteurs ont gardé une proportion assez constante à travers les années. Les services financiers demeurent le secteur le plus important en fonction de la capitalisation boursière. Le secteur industriel et des produits et services liés aux consommateurs a augmenté son poids de la capitalisation boursière, mais a réduit sa part en nombre de sociétés cotées. Sans surprise, le secteur technologique a plus que triplé sa part de la capitalisation boursière totale, mais celle-ci demeure à 8,6%⁶⁴.

Une diminution importante s'est effectuée du côté du secteur pétrolier et gazier. La part de ce secteur en terme de capitalisation boursière a chuté de 21,2% à 9,7% et la proportion du nombre d'émetteurs a diminué de 11,4% à 8,4%. Selon l'auteur Wilson, cette tendance s'expliquerait par le recours accru des activistes environnementaux aux mécanismes disponibles aux marchés publics pour faire pression sur les sociétés de ces secteurs d'agir d'une manière qui ne correspond pas nécessairement avec leurs objectifs financiers⁶⁵.

Les sociétés dans les secteurs des mines, du pétrole et du gaz contribuent ensemble près de la moitié des retraits de la cote. Cependant, alors qu'il y a eu un déclin du nombre de sociétés pétrolières et gazières à la TSX durant cette période, le nombre de sociétés minières est demeuré assez constant. Cela s'explique par un nombre plus élevé d'introductions en bourse de sociétés minières, par opposition aux deux autres secteurs⁶⁶.

L'emplacement du siège social

Le tableau 4 présente l'évolution de l'emplacement du siège social des sociétés à la TSX entre 2008 et 2023.

⁶³ L. Daniel WILSON, « Canadian Senior Market Health Check: Future Relevancy of the Public Markets at Risk as Operating Public Company Decline Accelerates », (2025) 18:01 *The School of Public Policy Publications* 1, 13, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

⁶⁴ Ibid., 17.

⁶⁵ Ibid., 15.

⁶⁶ Ibid., 24.

Tableau 4. Emplacement des sièges sociaux des sociétés cotées à la TSX (2008 à 2023)⁶⁷

	TSX - 2008				TSX - 2023			
	# Inscrits	%	Capitalisation du marché (millions \$)	%	Inscrits	%	Capitalisation du marché (millions \$)	%
C-B	207	17,09%	78 875	6,44%	133	18,81%	247 190	6,76%
AB	253	20,89%	351 215	28,67%	120	16,97%	711 271	19,45%
SK	7	0,58%	35 886	3,01%	5	0,71%	63 337	1,73%
MB	21	1,73%	35 323	2,88%	13	1,84%	69 365	1,90%
ON	403	33,28%	514 497	41,99%	259	36,63%	1 746 131	47,74%
QC	142	11,73%	142 302	11,61%	80	11,32%	532 764	14,57%
NB	2	0,17%	370	0,03%	2	0,28%	896	0,02%
NÉ	19	1,57%	9 385	0,77%	9	1,27%	22 531	0,62%
TNL	4	0,33%	5 025	0,41%	3	0,42%	28 907	0,79%
Total	1 058	87,37%	1 173 879	95,81%	624	88,26%	3 422 391	93,57%

Comme nous pouvons le constater, le déclin du nombre de sociétés cotées s'observe à travers le pays dans chacune des provinces. De plus, les sociétés cotées à la TSX sont très fortement concentrées en Ontario et en Alberta.

La part du nombre de sociétés québécoises inscrites est demeurée constante (de 11,73% à 11,32%), mais la proportion de la capitalisation boursière totale a légèrement augmenté (de 11,61% à 14,57%). La part de la capitalisation boursière totale que représentent les sociétés québécoises demeure toutefois inférieure au pourcentage de PIB du Québec par rapport à celui du Canada, qui se situe à 18,5%⁶⁸.

4. Capitalisation boursière des sociétés cotées

Au cours des 15 dernières années, la capitalisation boursière moyenne des émetteurs à la TSX a augmenté de 400% entre 2008 et 2023, alors que le PIB du pays a seulement augmenté de 28% et l'inflation de 39,7%. Cette tendance s'est manifestée d'une manière légèrement plus marquée pour les sociétés québécoises qui ont vu leur capitalisation

⁶⁷ Ibid., 18.

⁶⁸ IBISWORLD, « GDP of Canada », 23 avril 2025, en ligne : < <https://www.ibisworld.com/canada/bed/gdp-of-canada/19/>>; IBISWORLD, « Quebec – Province Economic Profile », 23 avril 2025, en ligne : <<https://www.ibisworld.com/canada/economic-profiles/quebec/#:~:text=What%20is%20Quebec's%20Gross%20Domestic,of%2013%20provinces%20and%20territories>>>.

boursière moyenne augmenter de 564,5%⁶⁹⁷⁰. Parallèlement, les données montrent un déclin à la TSX de la proportion des sociétés ayant une capitalisation boursière inférieure à 50 millions \$ de 45,66% (en 2008) à 16,43% (en 2023). De l'autre côté, la part des sociétés valorisées à plus de 1 milliard \$ à la TSX a augmenté de 11,64% à 35,56% durant cette période⁷¹. Une inquiétude est que cette augmentation est attribuable à une augmentation des multiples des transactions. Toutefois, cela n'est pas le cas, car dans la même période, les sociétés cotées à la TSX ont augmenté leurs profits à un taux similaire à leur augmentation de capitalisation boursière.

Tableau 5. Comparaison des capitalisations boursières des sociétés cotées à la TSX en 2008 et en 2023⁷²⁷³

Tranche de capitalisation	# Inscrits (2008)	% (2008)	# Inscrits (2023)	% (2023)
Moins de 10 M\$	226	18,66%	29	4,11%
10–25 M\$	179	14,78%	32	4,53%
25–50 M\$	148	12,22%	55	7,79%
50–100 M\$	163	13,46%	65	9,21%
100–250 M\$	192	15,85%	118	16,71%
250–500 M\$	90	7,43%	73	10,34%
500 M\$–1 G\$	72	5,95%	83	11,76%
1–5 G\$	91	7,51%	143	20,26%
5–10 G\$	16	1,32%	43	6,09%
Plus de 10 G\$	34	2,81%	65	9,21%
Total	1 211	100,00%	706	100,00%

5. Financement à la TSX

Alors qu'il y a un déclin quant au nombre de sociétés opérantes à la TSX, qu'en est-il du financement obtenu par les sociétés qui y sont cotées ?

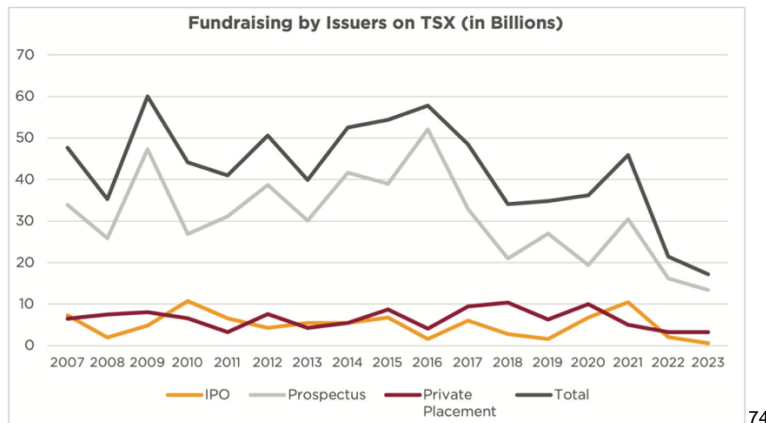
⁶⁹ Nos calculs : capitalisation boursière moyenne en 2023/capitalisation boursière moyenne en 2008 – 1 = 564,5%

⁷⁰ L. Daniel WILSON, « Canadian Senior Market Health Check: Future Relevancy of the Public Markets at Risk as Operating Public Company Decline Accelerates », (2025) 18:01 *The School of Public Policy Publications* 1, 18, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

⁷¹ Ibid., 18 et 20.

⁷² Les dates précises sont le 31 décembre 2008 et le 31 décembre 2023.

⁷³ L. Daniel WILSON, « Canadian Senior Market Health Check: Future Relevancy of the Public Markets at Risk as Operating Public Company Decline Accelerates », (2025) 18:01 *The School of Public Policy Publications* 1, 21, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.



74

Tableau 6. Les moyens de financement à la TSX (2007 à 2023)⁷⁵

Année	PAPes (milliards \$)	% PAPes	Prospectus (milliards \$)	% prospectus	Placements privés (milliards \$)	% placements privés	Total (milliards \$)
2007	7,3	15,4%	33,8	71,1%	6,4	13,5%	47,6
2008	1,9	5,5%	25,9	73,3%	7,5	21,3%	35,3
2009	4,8	7,9%	47,3	78,7%	8	13,4%	60
2010	10,7	24,2%	26,8	60,8%	6,6	15,0%	44,1
2011	6,6	16,1%	31,1	75,9%	3,3	8,0%	41
2012	4,3	8,4%	38,7	76,6%	7,6	15,0%	50,6
2013	5,5	13,7%	30,1	75,6%	4,3	10,7%	39,9
2014	5,4	10,3%	41,7	79,3%	5,5	10,4%	52,5
2015	6,7	12,4%	39	71,7%	8,7	15,9%	54,4
2016	1,5	2,7%	52,1	90,2%	4,1	7,1%	57,8
2017	6	12,5%	32,9	68,0%	9,5	19,5%	48,4
2018	2,7	8,0%	21	61,6%	10,3	30,4%	34
2019	1,6	4,5%	27	77,5%	6,3	18,0%	34,8
2020	6,8	18,7%	19,4	53,7%	10	27,6%	36,2
2021	10,5	22,8%	30,4	66,3%	5	10,8%	45,9
2022	2	9,4%	16,2	75,6%	3,2	15,0%	21,4
2023	0,5	3,2%	13,4	77,8%	3,3	19,1%	17,2
Moyenne	5,0	11,5%	31,0	72,6%	6,4	15,8%	42,4

⁷⁴ Ibid., 27.

⁷⁵ Ibid., 28.

Au regard du graphique ci-dessus et du tableau 6, nous pouvons constater que le déclin des entrées en bourse est également accompagné d'un déclin dans les capitaux levés. En effet, entre 2018 et 2023, les sociétés cotées à la TSX ont seulement levé en moyenne 34,0 milliards \$ par année, alors que la moyenne entre 2007 et 2017 est de 48,3 milliards. De plus, en 2023, le financement obtenu par les sociétés cotées à la TSX a chuté à 17,2 milliards \$, leur niveau le plus bas entre 2007 et 2023. Toutefois, bien que le déclin du nombre de sociétés opérantes à la TSX ait débuté en 2012, il faut attendre à 2016 pour que cela se traduise par une diminution des capitaux levés à la bourse.

Nous pouvons également constater l'importance qu'ont les émissions subséquentes (*seasoned equity offerings (SEO)*) pour les marchés seniors canadiens. En effet, la plupart des capitaux levés par les sociétés cotées à la TSX proviennent de SEOs, avec 72,6% des capitaux levés entre 2007 et 2023.

1.2.1.2 Marchés publics juniors : TSXV, CSE et CBOEC

Le déclin du nombre total de sociétés opérantes observé à la TSX ne s'est pas reflété sur les marchés juniors. Bien que le nombre de sociétés inscrites à la TSXV ait diminué depuis 2011, ce déclin est contrebalancé par l'augmentation des sociétés inscrites à la CSE et la CBOEC. Ainsi, les sociétés opérant sur les marchés boursiers juniors se sont plutôt réparties à travers les différentes bourses, au lieu de diminuer⁷⁶.

Selon l'auteur Wilson, deux raisons pourraient expliquer la résilience de ces marchés. D'abord, les sociétés sur les marchés juniors n'ont souvent pas de revenu ou présentent des flux de trésorerie négatifs, et ont de la difficulté d'accéder aux marchés de capitaux privés. Ces sociétés n'ont donc aucun choix que de se tourner vers les marchés boursiers juniors. Ensuite, les sociétés cotées sur les marchés juniors canadiens s'inscrivent souvent dans des secteurs à haut risque et haute récompense et ont davantage l'intérêt d'être cotées sur des marchés boursiers moins réglementés et moins coûteux⁷⁷.

⁷⁶ Ibid., 37.

⁷⁷ Ibid., 1, 9.

Tableau 7. Nombre de sociétés opérantes sur les bourses juniors (2008 à 2024)⁷⁸

Année	TSXV	CSE	NEO/CBOE Canada	Total
2008	1972	89	–	2061
2009	1953	109	–	2062
2010	2015	128	–	2143
2011	2080	144	–	2224
2012	2079	164	–	2243
2013	2014	181	–	2195
2014	1904	244	–	2148
2015	1738	293	–	2031
2016	1607	291	–	1898
2017	1592	326	–	1918
2018	1585	431	–	2016
2019	1516	523	–	2039
2020	1510	578	10	2098
2021	1532	687	15	2234
2022	1512	763	20	2295
2023	1459	790	54	2303
2024	1424	773	42	2239
Moyenne	1735	383	28	2126

1. Composition

La profitabilité

Les sociétés cotées à la TSXV sont à un niveau de développement très précoce. En effet, peu des émetteurs sur les bourses juniors sont profitables : des 25 sociétés les plus importantes de chacune des trois bourses juniors, seulement 7 des 75 sont profitables (2025). La plupart de ces sociétés sont à haut risque et se présentent comme le « *next big thing* ». Par ailleurs, pour les sociétés qui ont été introduites à la TSXV entre 1986 et 2016, 88,76% rapportaient des pertes financières avant leur introduction et 72,38%

⁷⁸ Ibid., 1, 8.

déclaraient n'avoir aucun revenu⁷⁹. De plus, ces bourses sont très déséquilibrées, avec quelques émetteurs représentant la majorité de la capitalisation boursière totale.

Secteurs à la TSXV⁸⁰⁸¹

La TSXV est dominée par les sociétés minières, qui comptent pour 65% du nombre de sociétés cotées et 49% de la capitalisation boursière totale.

Secteurs à la CSE⁸²

Du point de vue de la capitalisation boursière, la CSE est dominée par le secteur du cannabis. Ces sociétés constituent seulement 13% des émetteurs à la CSE, mais représentent 61% de la capitalisation boursière totale. La prédominance du secteur du cannabis à la CSE s'explique par la tolérance de celle-ci à l'égard des sociétés dont les activités ne sont pas légales dans les pays où elles opèrent. Cette clémence a encouragé à un nombre significatif de sociétés internationales de cannabis à s'inscrire sur cette bourse. En dehors du secteur du cannabis, la CSE a gagné des parts de marché de la TSXV en raison de la rapidité de ses transactions et de ses bas coûts.

Les sociétés minières occupent également une place centrale à la CSE, car elles constituent 45% des sociétés cotées à la CSE. Malgré cette forte représentation, elles n'occupent que 21% de la capitalisation boursière totale à la CSE.

Secteurs à la CBOEC⁸³

Comme à la CSE, le secteur du cannabis représente une part significative de la capitalisation boursière à la CBOEC. Cependant, elle diffère des autres marchés boursiers par la faible présence du secteur minier et par la forte proportion de sociétés en énergie renouvelable et en cryptoactifs.

Répartition géographique

Dès 2008, la présence du Québec sur les marchés juniors canadiens était déjà limitée. De plus, tant le Québec que l'Alberta ont vu leur présence à la TSXV diminuer entre 2008 et 2024. Alors que les sociétés québécoises représentaient 8,87% des sociétés cotées et 7,53% de la capitalisation boursière totale à la TSXV en 2008, elles représentent

⁷⁹ Cécile CARPENTIER et Jean-Marc SURET, « Three Decades of IPO Markets in Canada: Evolution, Risk and Return », (2018) 17:1 *Accounting Perspectives* 123, 125.

⁸⁰ L. Daniel WILSON, « Canadian Junior Market Health Check: Surprising Resilience Thus Far, Some Concerns Looking Forward », (2025) 18:02 *The School of Public Policy Publications* 1, 11, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

⁸¹ Les données sur les secteurs sont en date du 26 juin 2024.

⁸² L. Daniel WILSON, « Canadian Junior Market Health Check: Surprising Resilience Thus Far, Some Concerns Looking Forward », (2025) 18:02 *The School of Public Policy Publications* 1, 13, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

⁸³ *Ibid.*, 15.

désormais seulement 5,76% des sociétés cotées et 4,50% de la capitalisation boursière en 2024⁸⁴.

Les sociétés à la TSXV sont plutôt concentrées à Toronto et Vancouver. La part importante d'émetteurs à Vancouver s'explique en partie par la force du secteur minier dans l'Ouest canadien. Cependant, la Colombie-Britannique fournit également un nombre disproportionné d'entreprises à l'extérieur du secteur minier. Selon certains acteurs du marché, cela peut être attribué à l'aisance des investisseurs de la Colombie-Britannique avec les investissements à haut risque⁸⁵.

2. Capitalisation boursière des sociétés

Tableau 8. Comparaison des sociétés cotées à la TSXV par capitalisation boursière en 2008 et en 2023⁸⁶

Tranche de capitalisation boursière	# de Sociétés d'exploitation cotées sur le TSXV au 31 décembre 2008	% Inscriptions	# de Sociétés d'exploitation cotées sur le TSXV au 31 mai 2024	% Inscriptions
Moins de 2 millions \$	885	44,9%	231	16,2%
Entre 2 millions \$ et 5 millions \$	455	23,1%	271	19,0%
Entre 5 millions \$ et 10 millions \$	296	15,0%	219	15,4%
Entre 10 millions \$ et 25 millions \$	202	10,2%	291	20,4%
Entre 25 millions \$ et 50 millions \$	75	3,8%	181	12,7%
Entre 50 millions \$ et 100 millions \$	42	2,1%	113	7,9%
Entre 100 millions \$ et 250 millions \$	14	0,7%	77	5,4%
Entre 250 millions \$ et 500 millions \$	2	0,1%	25	1,8%
Entre 500 millions \$ et 1 milliard \$	1	0,1%	9	0,6%
Plus de 1 milliard \$	0	0,0%	7	0,5%
Total	1 972	100,0%	1 424	100,0%

⁸⁴ Ibid., 21 et 22.

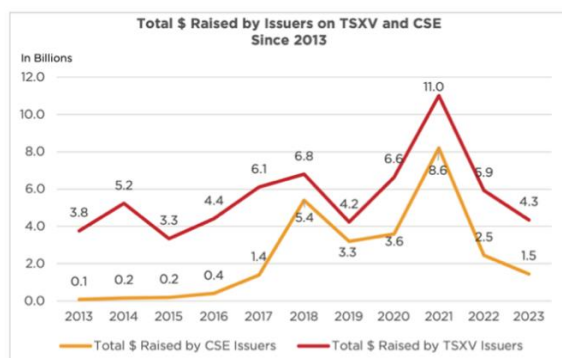
⁸⁵ Ibid.

⁸⁶ Ibid., 15.

Depuis 2008, la TSXV, tout comme la TSX, a documenté une diminution du nombre de sociétés de moins grande taille. En effet, en 2008, 83% des sociétés à la TSXV avaient une capitalisation boursière de moins de 10 millions \$, alors qu'il est dorénavant à 50,6% en 2024⁸⁷.

3. Financement sur les marchés junior

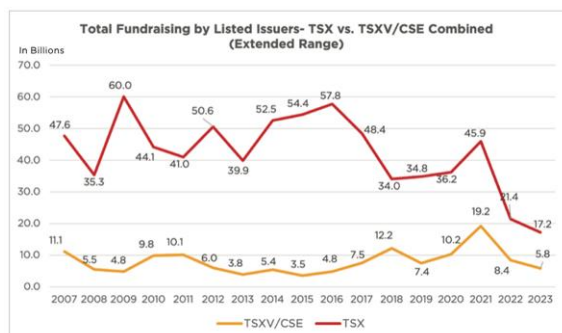
Figure 8. Listing Issuer Fundraising, TSXV vs. CSE²²



88

Entre 2013 et 2021, tant la TSXV que la CSE ont connu une augmentation des capitaux levés sur leurs bourses. Cependant, les capitaux levés ont subi un déclin marqué depuis. Malgré ce déclin, les capitaux levés cumulativement par les deux bourses en 2023 demeurent supérieurs qu'en 2013.

Figure 9. Combined TSXV/CSE Fundraising vs. TSX²³



89

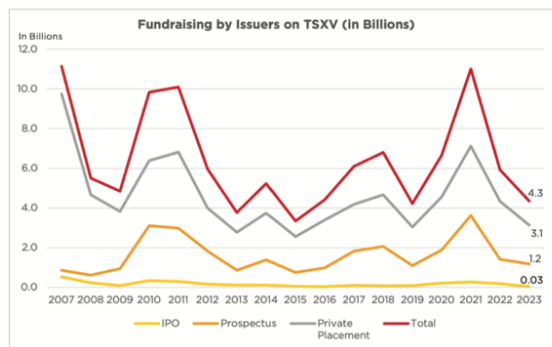
Les marchés juniors prennent une place croissante dans le financement sur les marchés publics canadiens. Depuis 2018, la TSXV et la CSE contribuent un plus haut pourcentage du financement total sur les marchés publics que dans les années précédentes. Ainsi, on observe une diminution de l'écart entre le financement obtenu sur les marchés seniors et les marchés juniors.

⁸⁷ Nos calculs : à partir du tableau précédent.

⁸⁸ L. Daniel WILSON, « Canadian Junior Market Health Check: Surprising Resilience Thus Far, Some Concerns Looking Forward », (2025) 18:02 *The School of Public Policy Publications* 1, 19, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

⁸⁹ Ibid.

Figure 10. Total Fundraising by Listed Issuers on TSXV by Component²⁴



90

Quant aux moyens de financement, la TSXV se distingue nettement de la TSX. Alors que la levée des capitaux à la TSX repose sur les SEOs, qui ont représenté 71,1% des capitaux levés à la TSX en 2023, les SEOs ont seulement représenté 23,8% des capitaux levés à la TSXV. En revanche, le financement à la TSXV est dominé par les placements privés, qui ont représenté 72,1% des capitaux levés à la TSXV en 2023. Cela s'explique par la différence de nature des financements sur les deux bourses : les transactions à la TSX étant plus importantes, il est plus attrayant pour les émetteurs à la bourse senior de procéder par SEO, qui requiert une procédure et des coûts supérieurs⁹¹.

4. Performance des bourses

Depuis 2015, les indices de la TSXV et de la CSE ont présenté des performances décevantes⁹². L'indice CSE a perdu 82,7% de sa valeur, alors que la perte de la TSXV se situe à 9,8%⁹³. Cependant, dans la même période, le TSX a connu un gain de 43%. De plus, alors que l'indice TSX s'est rétabli de la crise de 2008 et a largement dépassé sa valeur pré-crise, l'indice TSXV n'a jamais réussi à s'approcher de son niveau pré-2008. Par ailleurs, depuis 2021, les indices de la TSX et la TSXV ont chuté considérablement⁹⁴. Toutefois, l'indice TSXV semble remonter progressivement depuis la fin 2023.

⁹⁰ Ibid., 20.

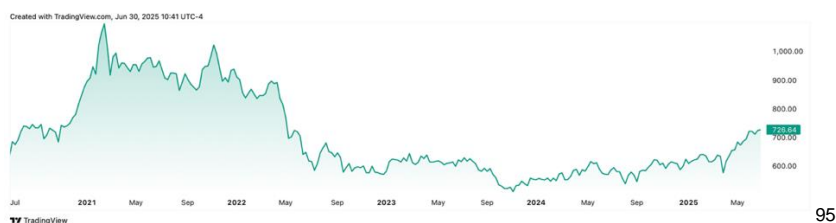
⁹¹ Ibid., 21.

⁹² Certains attribuent le déclin de la CSE au déclin du marché du cannabis. Toutefois, selon Wilson, en utilisant l'année 2015 comme année de référence, cela exclut cet argument, puisqu'en 2015, les sociétés de cannabis n'étaient pas inscrites à la CSE. Ainsi, l'année de référence exclut l'impact du cannabis dès le départ.

⁹³ Du 31 janvier 2015 au 31 mai 2024

⁹⁴ L. Daniel WILSON, « Canadian Junior Market Health Check: Surprising Resilience Thus Far, Some Concerns Looking Forward », (2025) 18:02 *The School of Public Policy Publications* 1, 24-27, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

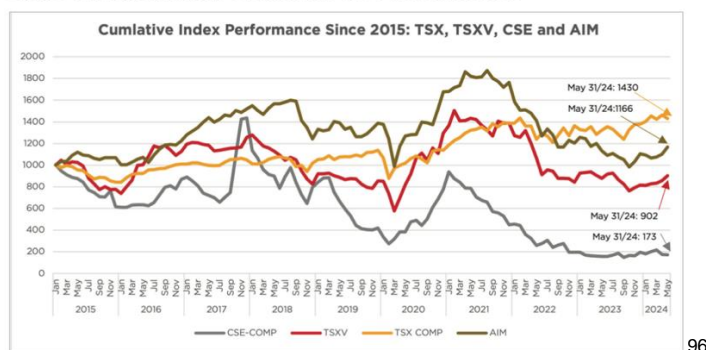
Remontée de l'indice TSXV depuis la fin 2023



95

Ainsi, alors que le nombre de sociétés cotées aux marchés boursiers juniors est demeuré assez stable, leur performance est une tout autre histoire. Cela contraste avec la TSX où la situation semble tout à fait contraire.

Figure 14. Junior Index Performance With TSX Since 2015



96

Du côté des sociétés québécoises sur les marchés publics, celles-ci ont enregistré des performances positives. En effet, le fonds CI Morningstar National Bank Québec Index ETF (QMX)⁹⁷ a plus que doublé depuis le 1^{er} juillet 2015. Par ailleurs, depuis le 31 décembre 2021, la QMX a réalisé un gain de 34,6%⁹⁸⁹⁹.

⁹⁵ TRADINGVIEW, « S&P/TSX Venture Composite Index », 30 juin 2025, en ligne: <<https://www.tradingview.com/symbols/TSX-JX/>>.

⁹⁶ L. Daniel WILSON, « Canadian Junior Market Health Check: Surprising Resilience Thus Far, Some Concerns Looking Forward », (2025) 18:02 *The School of Public Policy Publications* 1, 26, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

⁹⁷ Comprend les sociétés cotées à la bourse dont le siège social se situe au Québec et qui ont une capitalisation boursière supérieure à 150 millions \$.

⁹⁸ Nos calculs : $22\,522,92\$ / 16\,738,03\$ - 1 = 0,3456$. 22 522,92\$: valeur de la QMX en date du 30 juin 2025; 16 738,03\$: valeur de la QMX en date du 31 décembre 2021.

⁹⁹ CI GLOBAL ASSET MANAGEMENT, « Exchange Traded Funds: QMX CI Morningstar National Bank Québec Index ETF », 2 juillet 2025, en ligne: <<https://funds.cifinancial.com/en/funds/ETFs/CIMorningstarNationalBankQuebecIndexETF.html?currencySelector=1&seriesId=14126#allocation>>.

Évolution de la QMX depuis 2015



1.2.2 Modes alternatifs d'entrée en bourse

Au Canada, il existe plusieurs mécanismes qui permettent aux sociétés d'accéder aux marchés publics sans passer par un PAPE traditionnel et permettent ainsi d'éviter de devoir émettre un prospectus¹⁰⁰.

1.2.2.1 *Special Purpose Acquisition Company (SPAC)*¹⁰¹

Un SPAC est une société qui n'exerce aucune activité commerciale et qui ne possède aucun actif autre que ses liquidités avec pour objet d'acquérir une société non cotée et de l'amener sur les marchés publics. Le cycle de vie de ce véhicule comporte deux étapes. La première étape correspond au PAPE du SPAC lors duquel le SPAC émet aux investisseurs des unités comprenant une combinaison d'actions et de bons de souscription, pour une contrepartie de 10\$ par unité. Ensuite, dans les 36 mois de la première opération, la société doit exécuter l'opération de-SPAC, où le SPAC acquiert ou fusionne avec une société cible, permettant à cette dernière d'accéder aux marchés publics.

Au moment du PAPE du SPAC, ses investisseurs ne savent habituellement pas quelle société sera acquise. C'est pourquoi, au moment de l'opération de-SPAC, les investisseurs pourront demander le rachat de leurs actions en contrepartie de la somme versée initialement tout en conservant leurs bons de souscription. Par ailleurs, si aucune fusion ou acquisition n'a lieu dans les 36 mois du PAPE, les sommes investies sont remises aux investisseurs. Pour garantir que la société sera en mesure de racheter ou remettre les sommes investies, le produit du PAPE est entiercé¹⁰².

¹⁰⁰ Darrell Peterson, Kristopher Hanc et Kwang Lim, « Routes to the Public Markets in Canada: IPO, SPAC, CPC or RTO », *Bennett Jones*, 15 mai 2023, en ligne: <<https://www.bennettjones.com/Blogs-Section/Routes-to-the-Public-Markets-in-Canada>>.

¹⁰¹ Les règles régissant les SPAC à la TSX figurent à l'annexe IV.

¹⁰² Laurence Crompt-Lapierre et Stéphane Rousseau, « Le *Special Purpose Acquisition Company (SPAC)* : quel avenir ? », (2022) 6 *Revue de droit bancaire et financier* 1.

Il y a eu 27 SPACs sur les marchés boursiers canadiens, tous à la TSX (15 SPACs) ou la CBOEC (12 SPACs). 11/15 des SPACs à la TSX¹⁰³ et 7/12 à la CBOEC ont fait l'objet d'une opération de-SPAC, alors que deux sociétés tentent toujours de trouver une société cible¹⁰⁴. Les 7 autres n'ont tout simplement pas réussi à acquérir une société fermée dans les délais¹⁰⁵.

Au Canada, les sociétés cotées résultant d'un SPAC ont présenté une performance décevante après leur introduction en bourse. En effet, la société la plus performante visée par une telle opération au Canada transige à 10,1% en dessous de la valeur lors du PAPE. Trois sociétés ont fait faillite, une autre a déposé une demande de protection contre ses créanciers et une autre est projetée faire une telle demande très prochainement. En moyenne, les sociétés à la CBOEC transigent à 85,26% en dessous de leur prix d'introduction en bourse, tandis que les sociétés à la TSX affichent une baisse de 81,6%¹⁰⁶.

Tableau 9. Les SPACs à la TSX (2015 à 2024)¹⁰⁷

Année	# de PAPEs de SPACs	# d'opérations de-SPAC (<i>qualifying acquisitions (QAs)</i>)
2015	5	0
2016	1	0
2017	2	4
2018	0	1
2019	1	1
2020	1	0
2021	2	5
2022	2	0
2023	0	0

¹⁰³ Dans son article, Daniel Wilson indique que seulement 9/15 des SPACs à la TSX ont fait l'objet d'une opération de-SPAC. Toutefois, il semble que cette donnée soit erronée, car un total de 11/15 est plus cohérent avec les autres données à notre disposition. En effet, si l'on se fie au tableau 9, en excluant 2024, le nombre total d'opérations de-SPAC s'élève à 11. Par ailleurs, la somme des SPACs ayant complété une opération de-SPACs, de celles qui cherchent toujours à trouver une société cible et de celles qui n'ont pas réussi à acquérir une société dans les délais devrait totaliser 27, soit le nombre total de SPACs dans cette période. Toutefois, si l'on utilise 9 pour le nombre de de-SPACs, cela donne le résultat incohérent de 25 au lieu de 27. Voir L. Daniel WILSON, « Canadian SPAC Spotlight: Seeking Better SPAC Outcomes by Re-Aligning Stakeholder Interests », (2024) 69(2) *Canadian Business Law Journal* 153.

¹⁰⁴ En date du 1er octobre 2024.

¹⁰⁵ L. Daniel WILSON, « Canadian SPAC Spotlight: Seeking Better SPAC Outcomes by Re-Aligning Stakeholder Interests », (2024) 69(2) *Canadian Business Law Journal* 153, 189.

¹⁰⁶ Ibid., 190-192. En date du 1er octobre 2024.

¹⁰⁷ Chaque « The MiG Report » de décembre entre 2008 et 2024. Les données de la CBOEC sont manquantes.

2024	1	1
------	---	---

1.2.2.2 Prise de contrôle inversée (reverse takeover (RTO))

Une prise de contrôle inversée (RTO) est une opération par laquelle une société cotée en bourse acquiert les actions d'une société non cotée à travers d'un échange d'actions, permettant à cette dernière d'accéder aux marchés publics. Pour ce faire, la société cotée acquiert les actions de la société non cotée en émettant ses propres actions aux actionnaires. Les anciens actionnaires de la société privée deviennent des actionnaires de la société cotée qui contrôle désormais la société initialement non cotée. Contrairement au Capital Pool Company (CPC), dont nous traitons ci-dessous, et au SPAC qui impliquent des sociétés sans aucun actif, la société cotée de la RTO est une société qui était active mais qui a réduit ses opérations et possède une valorisation très faible¹⁰⁸.

À la TSXV, on observe une diminution des RTOs ces deux dernières années. En 2023 et 2024, le nombre de RTOs à la TSXV, respectivement 7 et 5 RTOs, est largement inférieur à la moyenne de 16,29 RTOs par année entre 2008 et 2024.

Tableau 10. Les prises de contrôle inversées à la TSXV (2008 à 2024)¹⁰⁹

Année	TSXV
2008	12
2009	13
2010	23
2011	31
2012	18
2013	16
2014	20
2015	15
2016	19
2017	23
2018	18
2019	15
2020	13
2021	17
2022	12
2023	7

¹⁰⁸ Cécile CARPENTIER, Douglas CUMMING et Jean-Marc SURET, « The Value of Capital Market Regulation: IPOs Versus Reverse Mergers », (2012) *Journal of Empirical Legal Studies* 56, 60 et 61.

¹⁰⁹ Chaque « The MiG Report » de décembre entre 2008 et 2024. Les données de la TSX, la CSE et la CBOEC sont manquantes.

2024	5
Moyenne	16,29

1.2.2.3 Capital Pool Company (CPC)

Le CPC est un programme qui est uniquement offert à la TSXV. Dès sa création sur la Bourse de l'Alberta, qui fait désormais partie de la TSXV, le programme alors connu sous le nom de *Junior Capital Pool* visait à offrir aux sociétés en démarrage un accès au financement¹¹⁰.

Tout comme pour le SPAC, une entrée en bourse via le CPC se fait en deux étapes : le PAPE d'une société qui n'exerce aucune activité commerciale et l'acquisition par cette nouvelle société d'une société non cotée¹¹¹. Contrairement au SPAC, aucun délai maximal n'est imposé pour effectuer une opération admissible¹¹². Au moment du PAPE, ses investisseurs ne connaissent pas quelle sera la société visée et il n'est pas permis d'utiliser le CPC si la société visée est déjà connue¹¹³. Contrairement au SPAC, sous le CPC, il n'y a pas de droit de remise ou de rachat. Ainsi, il n'y a également pas d'entiercement¹¹⁴.

Ce programme est très populaire au Canada et est une source importante de nouvelles inscriptions en bourse dans le pays. En effet, dans l'histoire du programme, plus de 2700 CPC ont été inscrits à la TSXV et 73 sociétés actuellement cotées à la TSX ont débuté en tant que CPC à la TSXV et 482 des sociétés cotées à la TSXV ont été originellement inscrites en tant que CPC¹¹⁵. Il y a eu plus d'entrées en bourse par CPC que par PAPE au Canada depuis 1993¹¹⁶.

Dû à l'importance du programme, la diminution des CPC ces dernières années est inquiétante. Bien que ce soit un échantillon de petite taille, il y a eu très peu de PAPE de

¹¹⁰ Michael J. Robinson, « Raising Equity Capital for Small and Medium-Sized Enterprises using Canada's Public Equity Markets », dans Paul J. N. Halpern, dir., *Financing Growth in Canada*, Calgary, University of Calgary Press, 1997, p. 593, à la p. 612.

¹¹¹ J. Ari Pandes et Michael Robinson, « Is Exchange Regulation Effective for Junior Public Equity Markets? », dans Douglas Cumming (dir.), *The Oxford Handbook of IPOs*, Oxford Academic, 2019, p. 487, aux p. 490 et 491.

¹¹² Keith R. Chatwin, « TSXV Refreshes its Capital Pool Company Program », *Stikeman Elliott*, 16 décembre 2020, en ligne: <<https://stikeman.com/en-ca/kh/canadian-securities-law/tsxv-refreshes-its-capital-pool-company-program>>.

¹¹³ Daniel Wilson, « Canadian Junior Market Health Check: Surprising Resilience Thus Far, Some Concerns Looking Forward », (2025) 18:02 *The School of Public Policy Publications* 1, 27-30, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

¹¹⁴ Les règles régissant les CPC figurent à l'annexe V.

¹¹⁵ En date janvier 2025

¹¹⁶ L. Daniel WILSON, « Canadian Junior Market Health Check: Surprising Resilience Thus Far, Some Concerns Looking Forward », (2025) 18:02 *The School of Public Policy Publications* 1, 27-30, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

CPC et d'opérations admissibles en 2023 et 2024. En effet, il y a eu 30 PAPE de CPC en 2023 et 8 en 2024, tandis que la moyenne depuis l'année 2000 est de 70,7¹¹⁷. Il y a eu 20 opérations admissibles tant en 2023 qu'en 2024, ce qui se situe en deçà de la moyenne de 62,2 depuis 2000¹¹⁸. Par ailleurs, l'année 2024 a été la pire en termes de nombre de PAPEs de CPCs et d'opérations admissibles des années 2000¹¹⁹.

Figure 15. TSXV New CPCs and IPOs by Year (30-Year Period from 1993 to 2003)³²

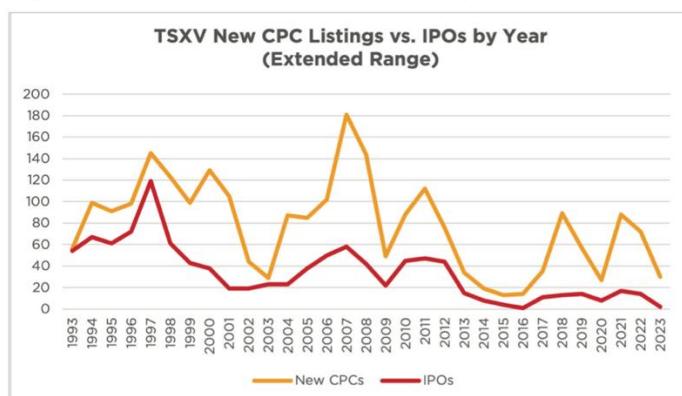


Tableau 11. Les CPC à la TSXV et ses prédécesseurs (2000 à 2024)¹²⁰

Année	# de nouveaux CPCs	# d'opérations admissibles (qualifying transaction)
2000	130	79
2001	106	67
2002	45	87
2003	29	96
2004	87	75
2005	86	73
2006	102	71
2007	181	81
2008	152	86
2009	52	82

¹¹⁷ Pour référence, la moyenne depuis 2015 est de 45 et la moyenne depuis 2008 est de 59 (nos calculs)

¹¹⁸ Pour référence, la moyenne depuis 2015 est de 37,1 et la moyenne depuis 2008 est de 54,5 (nos calculs)

¹¹⁹ Données du tableau 12.

¹²⁰ J. Ari Pandes et Michael Robinson, « Is Exchange Regulation Effective for Junior Public Equity Markets? », dans Douglas Cumming (dir.), *The Oxford Handbook of IPOs*, Oxford Academic, 2019, p. 487, à la p. 494 (données de 2000 à 2008); Chaque « The MiG Report » de décembre entre 2008 et 2024 (données de 2008 à 2024).

2010	98	128
2011	112	87
2012	81	61
2013	37	66
2014	21	46
2015	14	25
2016	17	29
2017	37	38
2018	95	48
2019	59	31
2020	31	48
2021	88	71
2022	71	41
2023	30	20
2024	8	20
Moyenne ¹²¹	70,7	62,2

1.3 Croissance des marchés de capitaux privés

1.3.1 Capital de risque (*venture capital (VC)*)

Depuis 2018, le financement par capital de risque au Canada a connu une croissance. Le sommet du financement en capital de risque était en 2021 (15,4 milliards \$), mais a perdu près de 49%¹²² depuis (7,86 milliards \$ en 2024). Malgré ce déclin, le financement demeure considérablement plus élevé en 2023 et 2024 qu'entre 2018 et 2020 : en 2023 et 2024, le financement par capital de risque se situait à un peu plus de 7 milliards \$ par année, alors que le financement se situait entre 3,8 et 6,5 milliards \$ annuellement entre 2018 et 2020.

¹²¹ Nos calculs

¹²² Nos calculs.

Tableau 12. Le financement par capital de risque au Canada et au Québec (2017 à 2024)¹²³

Année	Nombre de transactions Canada	Montant d'investissement total Canada (milliards de \$)	Nombre de transactions Québec ¹²⁴	Montant d'investissement total Québec (milliards de \$)
2017	453	3,6		
2018	519	3,8		
2019	553	6,5		
2020	530	4,6		
2021	842	15,4		
2022	768	10,4		
2023	688	7,1	136	1,4
2024	592	7,86	108	2

En 2024, l'investissement en capital de risque était surtout concentré dans des sociétés à un niveau de développement avancé. En effet, le financement dans du capital d'amorçage a diminué de 958 M\$ (2023) à 510 M\$ (2024). Cela s'explique par les nouvelles rondes de financement entreprises par les nombreuses sociétés ayant reçu du capital d'amorçage lors de la bulle en 2021 et qui ont demandé un financement plus substantiel en 2024. Toutefois, le financement obtenu du capital d'amorçage demeure

¹²³ Les données ont été ajustées en dollars constants, mais selon différentes années de référence selon les moments de publication des sources. David Kornacki *et al.*, *Canadian Venture Capital Market Overview - 2024*, Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2025, p. 10, en ligne : <<https://www.cvca.ca/insights/market-reports/q4-2024/>> (données de 2020 à 2024); Christiane WHERRY *et al.*, *Canadian Venture Capital Market Overview – Q1 2022*, Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2022, p. 10, en ligne : <https://www.google.ca/url?sa=t&source=web&rct=j&opi=89978449&url=https://www.fasken.com/-/media/98807668d198492fb619f43592c98424.pdf&ved=2ahUKEwjng_Ga5Z2OAxXNmIkEHXKYCD4QFnoECCIQAaw&usq=AOvVaw2B4jxmYlswYBX9coTwrwBH> (données de 2018 et 2019); Christiane WHERRY *et al.*, *Canadian Venture Capital Market Overview - 2021*, Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2022, p. 10, en ligne : <<https://www.google.ca/url?sa=t&source=web&rct=j&opi=89978449&url=https://www.fasken.com/-/media/88e145cb6e8645218f710b4ae0407169.pdf%3Fmodified%3D00010101000000&ved=2ahUKEwJlmgqB5Z2OAxV1I4kEHZWSMX4QFnoECBqQAQ&usq=AOvVaw2WKLtvEODkHAo-Z0oGXKrd>> (données de 2017); David Kornacki *et al.*, *Canadian Venture Capital Market Overview - 2023*, Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2024, p. 10, en ligne : <<https://www.cvca.ca/insights/market-reports/year-end-2023/>> (données Québec 2023);

¹²⁴ Certaines données du Québec sont manquantes.

toujours plus élevé qu'en 2020 (328M\$). Ce phénomène crée l'inquiétude qu'il manquera de sociétés plus matures dans les années à venir¹²⁵.

Au Québec, les secteurs des technologies de l'information et de la communication (58 transactions), des sciences de la vie (29 transactions) et de la cleantech (10 transactions) ont reçu le plus grand nombre d'investissements en capital de risque en 2024¹²⁶.

1.3.2 Capital-investissement (*private equity*)

En matière de financement par capital-investissement, le financement est demeuré assez stable d'année en année, sauf pour l'augmentation en 2024 à 27,5 milliards \$. Il reste à voir si cette tendance maintiendra dans les prochaines années.

Tableau 13. Le financement par capital-investissement au Canada et au Québec (2017 à 2024)¹²⁷

Année	Nombre de transactions Canada	Montant d'investissement total Canada (milliards \$)	Nombre de transactions Québec ¹²⁸	Montant d'investissement total Québec (milliards \$)
2020	580	14,9		
2021	802	19,5		
2022	892	14,5		
2023	644	10	344	4
2024	658	27,5	385	19,1

En 2024, il y a eu une augmentation des opérations de prise de contrôle et d'acquisition complémentaires. En effet, 186 transactions (28% des transactions), représentant 20,1 milliards de dollars (73% des dollars investis), ont été déployées dans ces opérations. Cela représente une augmentation de 2,5 fois la moyenne en capital déployé des cinq

¹²⁵ David Kornacki *et al.*, *Canadian Venture Capital Market Overview - 2024*, Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2025, p. 4, en ligne : <<https://www.cvca.ca/insights/market-reports/q4-2024/>>

¹²⁶ David Kornacki *et al.*, *Canadian Venture Capital Market Overview - 2024*, Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2025, p. 9, en ligne : <<https://www.cvca.ca/insights/market-reports/q4-2024/>>

¹²⁷ David Kornacki *et al.*, *Canadian Private Equity Market Overview - 2024*, Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2025, p. 10, en ligne : <<https://www.cvca.ca/insights/market-reports/q4-2024/>>; David Kornacki *et al.*, *Canadian Private Equity Market Overview - 2023*, Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2024, p. 10 et 13, en ligne : <<https://www.cvca.ca/insights/market-reports/year-end-2023/>> (données Québec 2023);

¹²⁸ Certaines données du Québec sont manquantes.

années précédentes pour ces activités. Parmi celles-ci, 15,4 milliards \$ a servi à privatiser 14 sociétés publiques en 2024¹²⁹. À l'inverse, 164 transactions, représentant 2,8 milliards \$, étaient des opérations impliquant une participation minoritaire dans la société visée, soit une diminution de 14% en termes de nombre de transactions et de 47% en termes de dollars investis¹³⁰.

Au Québec, en 2024, les secteurs industriel et manufacturier (131 transactions), consommateur et commerce du détail (44 transactions), et agriculture et foresterie (36 transactions) ont reçu le plus de transactions de capital-investissement. Par ailleurs, une partie substantielle des opérations de capital-investissement en 2024 ont provenu du Québec (19,1 milliards \$ sur un total de 27,5 milliards \$)¹³¹.

1.3.3 Marché dispensé en Ontario

Le capital levé par des sociétés canadiennes en utilisant des dispenses ontariennes a augmenté de manière constante entre 2018 et 2023, sauf lors de la bulle en 2021. Entre 2018 et 2023, le capital levé a connu une hausse de 31,4%, mais le nombre de transactions a seulement augmenté de 6,1%. Ainsi, en moyenne, le capital levé par transaction a légèrement augmenté au fil des ans, soit un total de 23% entre 2018 et 2023, ou 4,6% par année¹³².

Tableau 14. Le financement des sociétés canadiennes en Ontario dans le marché dispensé par le formulaire 45-106F1 (2018 à 2023)¹³³¹³⁴

Année	Nombre de transactions (milliers)	Montant levé (milliards \$)	Capital levé par transaction (millions \$) ¹³⁵
2018	4,9	31,8	6,5
2019	4,9	34,6	7,1
2020	5,4	37,4	6,9

¹²⁹ David Kornacki *et al.*, *Canadian Private Equity Market Overview - 2024*, Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2025, p. 7, en ligne : <<https://www.cvca.ca/insights/market-reports/q4-2024/>>.

¹³⁰ Ibid., p. 14.

¹³¹ Ibid., p. 9.

¹³² Nos calculs : à partir des données du tableau.

¹³³ Ontario Securities Commission, « Ontario Exempt Market Dashboard », 2025, en ligne : <<https://www.osc.ca/en/industry/companies/selling-securities-ontario/exempt-market/ontario-exempt-market-dashboard>>.

¹³⁴ Ces données tiennent compte uniquement des capitaux levés par des sociétés canadiennes auprès d'investisseurs ontariens. Par ailleurs, elles ne comprennent que les financements ayant fait l'objet du dépôt du formulaire 45-106F1, ce qui exclut notamment ceux réalisés sous le régime de la dispense pour émetteurs fermés.

¹³⁵ Nos calculs : montant levé/nombre de transactions.

2021	6,1	53	8,7
2022	5,4	40,4	7,5
2023	5,2	41,8	8,0

Par ailleurs, l'investissement à l'étranger par des investisseurs ontariens a bondi. Alors que la quantité de capital levé par des émetteurs canadiens en utilisant le formulaire 45-106F1 a cru d'un peu plus de 50% entre 2019 et 2021, le capital par des émetteurs américains auprès d'investisseurs ontariens a presque doublé durant la même période¹³⁶.

Tableau 15. Dispenses utilisées en Ontario (2018 à 2023)¹³⁷

Dispense utilisée	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Investisseur qualifié	84,7%	88,1%	83,2%	89,3%	84,2%	85,6%
Investissement d'une somme minimale	13,2%	8,2%	14,7%	8,1%	11,8%	12,6%
Notice d'offre	0,6%	0,5%	0,5%	0,4%	0,6%	0,5%
Parents, amis et partenaires	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,4%	0,3%
Autres	1,1%	2,8%	0,3%	1,8%	3,0%	1,0%

La dispense qui génère le plus de capitaux levés est la dispense de l'investisseur qualifié, qui permet de lever près de 80%-90% de tous les capitaux levés au moyen du formulaire 45-106F1. La dispense de l'investissement d'une somme minimale est la deuxième la plus utilisée et génère entre 8% et 15% des capitaux levés en vertu du formulaire chaque année.

¹³⁶ Ontario Securities Commission, *Ontario's Exempt Market*, OSC Staff Notice 45-718, 2022, p. 14, en ligne: <https://www.osc.ca/sites/default/files/2022-12/sn_20221207_45-718_ontario-exempt-market.pdf>.

¹³⁷ Ontario Securities Commission, « Ontario Exempt Market Dashboard », 2025, en ligne: <<https://www.osc.ca/en/industry/companies/selling-securities-ontario/exempt-market/ontario-exempt-market-dashboard>>.

Tableau 16. Le financement par secteur dans le marché dispensé ontarien (2018 à 2023)¹³⁸

Secteur	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Finance et assurances	56,4%	57,3%	52,8%	47,1%	57,3%	55,9%
Services immobiliers et services de location	11,1%	15,3%	12,2%	9,9%	10,2%	13,2%
Industrie de l'information et industrie culturelle	1,7%	2,5%	2,3%	6,3%	6,0%	5,9%
Commerce de détail	5,6%	0,8%	2,4%	3,0%	2,8%	3,3%
Extraction minière, exploitation en carrière, et extraction de pétrole et de gaz	5,4%	4,6%	7,3%	9,1%	5,5%	3,7%
Services publics	4,6%	4,4%	3,1%	2,7%	2,1%	4,6%
Transport et entreposage	2,0%	3,7%	7,2%	7,9%	3,9%	2,9%
Autres ¹³⁹	13,2%	11,4%	12,7%	14,0%	12,2%	10,5%

Entre 2018 et 2023, le secteur de la finance et des assurances domine le marché dispensé, avec à peu près 50% des capitaux levés au moyen du formulaire 45-106F1 chaque année. En deuxième place, les services immobiliers et de location sont loin derrière à environ 10%. Bien qu'il y ait une certaine variation entre les parts du marché dispensé occupé par chaque secteur, les pourcentages demeurent assez constants d'année en année.

¹³⁸ Ibid.

¹³⁹ Nos calculs : 100% - somme des autres

2. DIMINUTION DE L'ATTRACTIVITÉ DES MARCHÉS DE CAPITAUX PUBLICS : UN PHÉNOMÈNE MULTIFACTORIEL

Le déclin du nombre de PAPE observé au Canada et au Québec constitue un phénomène complexe, résultant d'un enchevêtrement de facteurs économiques, réglementaires, institutionnels, culturels et financiers. Cette partie présente ces déterminants, en mobilisant une littérature académique diversifiée ainsi que des données empiriques récentes. Elle met en lumière les transformations structurelles du financement des entreprises, la montée en puissance des marchés privés, et les limites du cadre réglementaire actuel en matière d'accès aux marchés publics. L'objectif est de dépasser les explications réductrices centrées sur les seuls coûts de conformité, pour explorer les dynamiques systémiques qui redéfinissent les incitatifs à l'entrée en bourse.

2.1 Causes économiques et structurelles

Au niveau macroéconomique, l'évolution des structures de financement des entreprises et la transformation des dynamiques sectorielles ont profondément altéré les incitatifs traditionnels associés à l'introduction en bourse. L'économie contemporaine repose de plus en plus sur des actifs incorporels – tels que les algorithmes, les données, les marques et les réseaux – qui sont difficiles à valoriser selon les critères comptables classiques¹⁴⁰. Or, selon Doidge *et al.*, les marchés des capitaux ne sont pas bien adaptés pour répondre aux besoins de financement des entreprises s'appuyant sur des actifs incorporels¹⁴¹. De plus, l'importance des actifs intangibles réduit l'attractivité des PAPE, car elle expose les entreprises à des exigences de transparence qui peuvent nuire à leur avantage concurrentiel¹⁴².

Une autre facette influant sur les PAPE a trait à un changement dans l'environnement économique induit par la mondialisation et la montée en puissance du numérique qui crée une nouvelle dynamique pour les PME. Plus particulièrement, selon l'hypothèse des économies de gamme (*economies of scope*), il est désormais crucial pour les PME de croître rapidement dans les secteurs technologiques afin d'atteindre le seuil de la rentabilité¹⁴³. Dans ce contexte, il devient ardu pour les PME de poursuivre une trajectoire de croissance organique menant éventuellement à un PAPÉ en ce que l'absence de rentabilité met à risque leur viabilité. En lieu, elles optent pour la voie des fusions et acquisitions pour soutenir leur croissance afin de bénéficier des économies de gamme.

¹⁴⁰ CPA Ontario, *You Can't Touch This: The Intangible Assets Debate*, décembre 2021 <en ligne: <https://assets.cpaontario.ca/insights/pdfs/intangible-economy-whitepaper.pdf>>.

¹⁴¹ Craig Doidge *et al.*, "Eclipse of the Public Corporation or Eclipse of the Public Markets?", (2018) 30:1 *J. App. Corp. Fin.* 8. Voir aussi, Jonathan Haskel & Stian Westlake, *Capitalism Without Capital: The Rise of the Intangible Economy*, Princeton University Press, 2018.

¹⁴² *Ibid.*, 10. Voir, en général, Edmund W. Kitch, "The Theory and Practice of Securities Disclosure", (1995) 61 *Brook. L. Rev.* 763, 848-857.

¹⁴³ Xiaohui Gao *et al.*, "Where Have All the IPOs Gone?", (2013) 48 *J. Fin. & Quant Analysis* 1663. Voir aussi L. Daniel Wilson, *Canadian Senior Market Health Check: Future Relevancy of the Public Markets at Risk as Operating Public Company Decline Accelerates*, School of Public Policy, University of Calgary, 2025, p. 5.

Cette dynamique est alimentée par la stratégie de consolidation que mènent les grandes entreprises dans les secteurs de pointe¹⁴⁴. Des observateurs critiquent toutefois la consolidation qui s'opère dans des secteurs comme l'IA, les biotechnologies et le numérique en raison de leur impact négatif sur l'innovation¹⁴⁵. Spécifiquement, ils se préoccupent de la tendance à la réalisation d'acquisitions destructrices (*killer acquisitions*) par les entreprises établies pour neutraliser la concurrence potentielle ou absorber une technologie avant son plein développement. Les acquisitions destructrices portent atteinte à la diversité entrepreneuriale et la pression concurrentielle, ce qui peut réduire le dynamisme de l'économie et l'innovation à long terme.

En somme, cette conjonction de facteurs économiques et structurels contribue à la désaffection des PAPE, en particulier pour les entreprises innovantes.

2.2 Causes de nature réglementaire

2.2.1 Coûts de conformité

La réalisation d'un PAPE est encadrée étroitement par la réglementation, tel que nous l'avons vu ci-dessus. Cet encadrement impose des coûts de conformité à l'émetteur qui exercent une influence sur la décision de lever des capitaux par cette voie¹⁴⁶. Plus particulièrement, à l'étape du PAPE, les coûts associés à la réglementation¹⁴⁷ incluent les dépenses associées à la préparation du prospectus, soit les honoraires des conseillers juridiques, la mise à niveau des systèmes d'information et de contrôle, la formalisation de la gouvernance, l'audit des états financiers, le temps consacré par les dirigeants et les employés de l'émetteur, ainsi que les frais pour l'inscription de l'émetteur à la cote d'une bourse de valeurs¹⁴⁸. À bien des égards, ces coûts sont relativement fixes ce qui fait en sorte que la charge de conformité ne varie pas de manière proportionnelle à la taille de l'émission ou de l'entreprise¹⁴⁹.

À la suite du premier appel public à l'épargne, la société devient un émetteur assujéti, statut qui la soumet à un ensemble de régimes qui régissent notamment la divulgation d'information continue, la gouvernance et la tenue des assemblées d'actionnaires. De plus, l'émetteur assujéti doit acquitter les frais imposés par la bourse de valeurs où ses titres sont cotés. Aux coûts de conformité découlant de ces régimes s'ajoutent ceux qui

¹⁴⁴ Voir, en général, Thomas Philippon, *The Great Reversal: How America Gave Up on Free Markets*, Cambridge, Harvard University Press, 2019.

¹⁴⁵ Colleen Cunningham et al, « Killer Acquisitions », (2012) 129 *J. Pol. Econ.* 649.

¹⁴⁶ Jay B. Kesten, « The Law and Economics of the Going-Public Decision », dans Douglas Cummings, dir., *The Oxford Handbook of IPOs*, Oxford, Oxford University Press, 2018, p. 27.

¹⁴⁷ À ces coûts s'ajoutent les honoraires des courtiers, de même que la sous-évaluation des actions. Voir Gerard Pinto, « The cost of going public and financial constraints », (2024) 38 *Financial Markets and Portfolio Management* 443.

¹⁴⁸ Stéphane Rousseau, "The Future of Capital Formation for Small and Medium-Sized Enterprises: Rethinking Initial Public Offering Regulation after the Restructuration of Canadian Stock Exchanges", (2000) 34 *RJTUM* 661, 669-682.

¹⁴⁹ Craig Doidge, G. Andrew Karolyi et René M. Stulz "The U.S. left behind? Financial globalization and the rise of IPOs outside the U.S.", (2013) 110 *J. Fin. Econ.* 546.

résultent du recours statuaire en responsabilité civile sur le marché secondaire¹⁵⁰. S'exerçant habituellement par la voie d'une action collective, le recours peut impliquer des frais importants sous la forme d'honoraires juridiques et d'experts, et ce, indépendamment du mérite. À nouveau, les coûts ne diminuent que marginalement en fonction de la taille de la firme, ce qui signifie que le coût marginal de la conformité est particulièrement élevé pour les petites capitalisations.

Référant à ces coûts de conformité, nombreux sont les observateurs qui estiment qu'ils constituent une importante cause de la diminution des PAPÉ depuis le début des années 2000¹⁵¹. Selon cette thèse, à mesure que les obligations de divulgation, de contrôle interne et de gouvernance se sont renforcées, les PME auraient trouvé le passage au statut de société ouverte trop onéreux. Cette explication repose toutefois sur des fondations plus fragiles qu'il n'y paraît – et la littérature académique récente en expose les limites.

Une première difficulté est d'ordre méthodologique et consiste en l'estimation des coûts de conformité. Comme le notait le professeur Coates relativement à la loi Sarbanes-Oxley : « Toute tentative d'estimation empirique des effets de la loi Sarbanes-Oxley se heurte à de sérieux problèmes [puisque la loi] apporte un grand nombre de changements juridiques simultanés et disparates, qui continuent d'être mis en œuvre et introduits progressivement. »¹⁵² En lien avec cette difficulté, force est de reconnaître que nous ne pouvons pas tenir pour acquis que les émetteurs n'adopteraient pas volontairement certaines – voire la plupart – des exigences réglementaires afin de communiquer aux investisseurs un signal de qualité qui se traduirait par une valorisation plus favorable et corrélativement un coût du capital moins élevé¹⁵³.

Une seconde difficulté a trait au fait que les plus importantes réformes des deux dernières décennies au Canada dans la réglementation sur les valeurs mobilières ont eu trait à la gouvernance. Or, comme l'ont souligné Tingle, Pandes et Robinson, les ACVM ont retenu une approche flexible en matière de gouvernance et se sont abstenues d'imposer des exigences formelles relativement à la qualité et à l'intégrité de l'information financière aussi onéreuses que celles édictées par la loi Sarbanes-Oxley¹⁵⁴. De plus, il importe de rappeler que l'existence d'un régime allégé pour les émetteurs en croissance quant aux exigences en matière de gouvernance et de divulgation. Ainsi, il est difficile d'affirmer que la réglementation s'est considérablement alourdie.

Une troisième difficulté concerne le risque d'action collective et les coûts qui en découleraient. Or, compte tenu de l'architecture du recours en responsabilité civile sur le

¹⁵⁰ L. Daniel Wilson, *Can Regulatory Reform Reverse the Decline of Public Markets in Canada? Assessing the Factors Impacting Decisions by Corporate Leaders to Avoid Canadian Public Listings*, thèse de doctorat, London, Western University, 2020, p. 6, 53, 64, 71, 78-79, 377.

¹⁵¹ Michel Magnan et Bryan Campbell, « Le premier appel public à l'épargne et les sociétés québécoises : état de la situation », (2014) *Cirano*, p. 1, 5, 55, 69-71.

¹⁵² John C. Coates IV, « The Goals and Promise of the Sarbanes–Oxley Act », (2007) 21 *J. Econ Persp.* 91, 106 (traduction).

¹⁵³ H.E Leland et D.H. Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure , and Financial Intermediation", (1977) 32 *J. Fin.* 371.

¹⁵⁴ Bryce Tingle, J. Ari Pandes et Michael J. Robinson, "The IPO Market in Canada: What a Comparison with the United States Tells Us about a Global Problem", (2013) 54 *Can. Bus. L.J.* 321, 342.

marché secondaire, ce risque est plutôt faible, comme en atteste les données colligées par NERA Consulting qui documente 148 actions collectives en 19 ans, soit une moyenne de huit actions collectives par année¹⁵⁵, comparativement à une moyenne de près de 175 actions collectives aux États-Unis par année aux cours des dix dernières années¹⁵⁶.

Enfin, les études empiriques sur l'impact des coûts de conformité sur les PAPE fournissent un portrait pour le moins nuancé de la question. Aux États-Unis, les exigences de la loi Sarbanes-Oxley en matière d'intégrité et de fiabilité de l'information financière ont été pointées du doigt comme étant une cause du déclin des PAPE. Or, selon les données de Doidge et al, ce déclin était amorcé avant l'adoption de la loi¹⁵⁷. De surcroît, les études ne sont pas concluantes relativement à l'impact des allègements sur le nombre d'émission¹⁵⁸. Par ailleurs, une étude récente de Ewens et al., a quantifié les coûts du statut d'émetteur assujéti et, en amont, leur impact sur la décision de procéder à un PAPE¹⁵⁹. L'étude en arrive à la conclusion que les coûts n'expliquent que 7,3 % de la baisse de la probabilité d'être cotée en bourse après 2000.

En somme, sans nier l'influence de l'encadrement sur la conduite des émetteurs, la thèse de la réglementation excessive qui génère des coûts de conformité dissuadant les entreprises d'effectuer un PAPÉ a une valeur explicative limitée¹⁶⁰.

2.2.2 Laxisme réglementaire et antisélection

Selon un autre courant de la littérature, le déclin des premiers appels publics à l'épargne est attribuable à la réticence des entreprises, non pas en raison des coûts de conformité, mais plutôt du laxisme de la réglementation qui donne lieu à un problème d'antisélection affectant la viabilité du marché des PAPE. Au Canada, ce sont les professeurs Carpentier et Suret qui ont mis de l'avant cette thèse en s'inscrivant en faux contre la thèse de la sur-réglementation (*regulatory over-reach*) qui a servi de justification au développement de places de marché et de règles réceptives aux PME avec des conditions d'inscription moins onéreuses. Examinons de plus près cette thèse.

¹⁵⁵ Bradley A. Heys, Robert Patton et Jielei Mao, Trends in Canadian Securities Class Actions: 2024 Update, NERA, 5 mars 2025, en ligne: <https://www.nera.com/insights/publications/2025/trends-in-canadian-securities-class-actions--2024-update.html?lang=en>

¹⁵⁶ Edward Flores and Svetlana Starykh, *Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2024 Full-Year Review*, NERA, 22 janvier 2025.

¹⁵⁷ Craig Doidge et al., "The US left behind? Financial globalization and the rise of IPOs outside the US", (2013) 110 *J. Fin. Econ.* 546.

¹⁵⁸ Comparez Xiaohui Gao et al., "Where Have All the IPOs Gone?", (2013) 48 *J. Fin. & Quant Analysis* 1663, 1665 (aucun impact *du Jumpstart Our Business Startups Act* (JOBS Act)) avec Michael Dambra et al., "The JOBS Act and IPO volume: evidence that disclosure costs affect the IPO decision", (2015) 116 *J. Fin. Econ.* 121 (augmentation du nombre de PAPÉ avec l'adoption du JOBS Act).

¹⁵⁹ Michael Ewens et al., "Regulatory costs of being public: Evidence from bunching estimation", (2024) 153 *J. Fin. Econ.* 1.

¹⁶⁰ Australia Securities and Investments Commission, *Australia's evolving capital markets: A discussion paper on the dynamics between public and private markets*, février 2025; Carole Comerton-Forde *Evaluating the state of the Australian public equity market: Evidence from data and academic literature*, ASIC Paper 807, février 2025, p. 25.

Le point de départ de leur analyse repose sur la présence d'asymétries informationnelles entre les dirigeants de PME — notamment celles à forte composante innovante — et les investisseurs. Ces asymétries sont particulièrement problématiques pour les PME, qui ne disposent généralement pas d'une réputation établie permettant de garantir la fiabilité des informations transmises. Cette opacité informationnelle accentue le problème d'agence, en ce sens qu'elle renforce la tentation, pour les dirigeants, de privilégier leurs intérêts personnels au détriment de ceux des investisseurs.

La réglementation joue un rôle essentiel dans la réduction des asymétries informationnelles, en permettant aux investisseurs d'évaluer plus justement la qualité des entreprises. Lorsqu'elle se révèle insuffisamment rigoureuse en matière de divulgation, le marché des PAPE devient vulnérable à un phénomène d'antisélection. Incapables de distinguer *ex ante* la qualité réelle des émetteurs, les investisseurs appliquent une décote moyenne, pénalisant ainsi les entreprises de haute qualité tout en favorisant celles de moins bonne qualité. Ce déséquilibre entraîne une sous-valorisation des bons émetteurs, qui peuvent alors être incités à se retirer du marché public. À terme, cette dynamique nuit à la profondeur, à la liquidité et à la robustesse du mécanisme de formation des prix. Poussé à l'extrême, le problème d'antisélection peut faire en sorte que les entrepreneurs malhonnêtes dominent le marché, car ils peuvent vendre des actions à un prix supérieur à leur véritable valeur, qui demeure inconnue.

Selon Carpentier et Suret, les données canadiennes font ressortir une problématique de cette nature. Plus de la moitié des PAPE au Canada sont réalisés par des entreprises sans revenus et disposant d'un capital propre minimal. Les investisseurs se retrouvent ainsi face à des sociétés sans historique opérationnel et avec très peu d'informations pour évaluer leurs perspectives futures. De surcroît, les intermédiaires réputationnels — tels que les banques d'investissement ou les cabinets d'audit reconnus — jouent un rôle marginal dans ce segment du marché. Il en résulte un marché des PAPE qui, selon leurs calculs, a enregistré des rendements anormaux négatifs jusqu'en 2006, et dont la distribution des rendements rappelle celle d'une loterie. En d'autres termes, la majorité des entreprises introduites en bourse génèrent des rendements anormaux négatifs, tandis qu'une minorité produit des gains exceptionnellement élevés. Investir dans une émission initiale revient ainsi, dans une certaine mesure, à acheter un billet de loterie.

Carpentier et Suret sont d'avis que ces résultats concordent avec la problématique d'antisélection. Ils font en sorte que les émetteurs de grande qualité vont éviter de réaliser un PAPE pour se financer étant donné que leur valorisation sera entachée par la piètre qualité des émetteurs inscrits. En corollaire, selon ces auteurs, les conditions d'inscription sur les marchés boursiers canadiens devraient être resserrés, plutôt que relâchés : « If smaller issuers systematically provide investors with very poor returns and if a lemon market situation exists, it would be better to increase the listing requirements than to reduce the regulatory burden ». Par ailleurs, Carpentier et Suret estiment que toute initiative de stimuler la croissance des PAPÉ sera ardue à moins que le marché canadien cesse d'être caractérisé par ce problème d'antisélection.

La thèse de Carpentier et Suret a fait l'objet de critiques de la part de Pandes et Tingle qui identifient cinq lacunes. Premièrement, ces derniers remarquent que la performance négative à long-terme des PAPE au Canada qui est documenté s'étalent sur deux décennies. Or, il est permis de douter que les investisseurs auraient persisté à demeurer

aussi longtemps dans un tel environnement. Deuxièmement, la performance négative à long-terme des PAPE est un phénomène observé également aux États-Unis depuis les années 1970 où les émissions de bien plus grande taille qu'au Canada, soit bien avant que le déclin des nouvelles émissions ne s'amorce¹⁶¹. Troisièmement, même en admettant que la distribution des rendements s'apparente à celle d'une loterie, cela n'implique pas nécessairement que le marché est instable. De fait, l'industrie du capital de risque est caractérisé par un taux d'échec très élevé, ce qui ne l'empêche pas de demeurer florissante. Quatrièmement, l'hypothèse ne semble pas s'appliquer naturellement aux émissions d'entreprises soutenues par des sociétés de capital-risque. Il s'agit d'entreprises dont les performances sont suffisamment attrayantes pour que le fonds de capital-risque puisse se retirer avec profit. Pourtant, selon les données de Pandes et Tingle, le déclin des introductions en bourse s'observe parmi les entreprises de très haute qualité soutenues par le capital-risque, qui est à peu près parallèle au déclin des introductions en bourse en général. Enfin, il n'existe aucune preuve directe que les marchés canadiens attirent des entreprises de qualité inférieure. Au contraire, une étude antérieure de Carpentier, L'Her et Suret a constaté que le taux de réussite du TSXV est quatre fois supérieur au taux estimé pour les sociétés de capital-risque traditionnelles¹⁶².

L'ensemble de ces critiques contribuent à nuancer grandement la thèse de l'antisélection. Tout de même, cette thèse ne devrait pas être pour autant ignorée. D'un point de vue théorique, elle met en lumière l'importance de préserver un encadrement des PAPE qui réduit les asymétries informationnelles et permet aux investisseurs de mesurer la qualité des entreprises effectuant de nouvelles émissions. D'un point de vue empirique, la récente étude de Wilson sur l'état de santé des marchés des capitaux juniors canadiens comporte une mise en garde notable relativement à la problématique de l'antisélection pour les sociétés de la CSE:

The performance of the CSE Index leads to the question of whether it is at risk of being properly labelled as a "lemons market." [...] Due to space constraints, the answer to that question must be left for another day, and the continued relevance of the CSE in the total financing dollars raised certainly demonstrates that investors have not yet abandoned the market. However, the degree of the negative returns on the CSE over an extended period, combined with the nature of the CSE market bubbles over the past decade, certainly highlight the higher risk nature of the CSE's cannabis and mining exploration focus.¹⁶³

En somme, toute initiative visant à améliorer le taux de nouveaux PAPÉ devrait tenir compte de la problématique d'antisélection.

¹⁶¹ Jay R. Ritter, "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings", (1991) 36 *J. Fin.* 3. Voir aussi pour des données au Royaume-Uni: Mario Levis, "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience 1980-1988", (1993) *Fin. Mgmt.* 28 (Spring).

¹⁶² Cécile Carpentier, Jean-François L'Her et Jean-Marc Suret, « Stock exchange markets for new ventures », (2010) 25 *J. Bus. Vent.* 403.

¹⁶³ L. Daniel Wilson, *Canadian Junior Public Markets Health Check: Surprising Resilience Thus Far, Some Concerns Looking Forward*, Working Paper 18-02, School of Public Policy, University of Calgary, 2025, p. 26.

2.3 Causes de nature institutionnelle

2.3.1 Évolution de l'intermédiation financière et de la gestion de portefeuille au Canada

Au cours des dernières décennies, le marché canadien de la gestion de portefeuille et des services de courtage a connu une concentration croissante¹⁶⁴. Ce mouvement s'est notamment traduit par l'acquisition, par les six grandes banques à charte, de nombreux courtiers en valeurs mobilières indépendants¹⁶⁵. Cette concentration a des conséquences notables sur le dynamisme du marché primaire, notamment en marginalisant les entreprises à petite capitalisation qui bénéficiaient historiquement de l'attention des intermédiaires plus spécialisés¹⁶⁶.

En effet, les courtiers indépendants jouent en effet un rôle essentiel dans le maillage entre les émetteurs et les investisseurs, particulièrement dans les segments du capital de risque. Ils assurent la fluidité du financement initial pour les jeunes entreprises à fort potentiel, mais à profil de risque élevé. Toutefois, cette fonction structurante s'est vue affaiblie par la montée en puissance des grands courtiers institutionnels, rattachés aux conglomérats bancaires. Lorsque les entreprises en démarrage atteignent un niveau de maturité suffisant pour intéresser ces grandes institutions, elles sont souvent détournées de leurs premiers partenaires, attirées par une gamme de services élargie et des ressources de distribution plus importantes. Ce phénomène accentue l'érosion des parts de marché des courtiers indépendants, comme l'a noté le Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers:

Cette dynamique concurrentielle a nui à la capacité des petits intermédiaires de continuer à fournir des services sur les marchés financiers de l'Ontario. Cela a entraîné une diminution du nombre de petits intermédiaires, ainsi qu'une baisse des nouveaux émetteurs. Le déclin des petits courtiers en valeurs mobilières crée un manque dans l'offre sur nos marchés financiers pour répondre aux besoins des petites entreprises à risque élevé qui veulent obtenir des capitaux pendant les premières phases de leur entreprise.¹⁶⁷

Par ailleurs, les courtiers indépendants, confrontés à des pressions accrues sur leur rentabilité, disposent de moins de ressources pour analyser et distribuer les titres à petite capitalisation. Ce désengagement freine davantage le dynamisme du marché des PAPE au Canada¹⁶⁸.

Le déclin des courtiers indépendants est particulièrement visible sur le marché du TSXV où ils ont historiquement joué un rôle central à la fois comme pourvoyeurs de liquidité et

¹⁶⁴ Cécile Carpentier et Jean-Marc Suret, "The Canadian and American Financial Systems: Competition and Regulation", (2003) 29 *Canadian Public Policy / Analyse de Politiques* 431.

¹⁶⁵ Tim Kiladze, "How the Big Six banks won the battle for Canadians' wealth", 2013, en ligne: <https://www.theglobeandmail.com/report-on-business/how-the-big-six-banks-won-the-battle-for-canadians-wealth/article13467969/>

¹⁶⁶ Michel Magnan et Bryan Campbell, « Le premier appel public à l'épargne et les sociétés québécoises : état de la situation », (2014) *Cirano*, p. 60.

¹⁶⁷ Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers, *Rapport Final*, 2021, p. 9.

¹⁶⁸ Michel Magnan et Bryan Campbell, « Le premier appel public à l'épargne et les sociétés québécoises : état de la situation », (2014) *Cirano*, p. 60.

comme canaux de distribution pour les nouvelles émissions¹⁶⁹. Leur retrait affaiblit les capacités de financement et de négociation des titres sur ce marché, contribuant directement à la baisse de la liquidité et à la diminution du nombre d'introductions en bourse. Bien que le Groupe TMX ait annoncé, dès 2015, la mise en place d'un programme de mainteneur de marché afin de revitaliser le TSXV, les effets de cette initiative demeurent à ce jour limités.

2.3.2 Faible demande pour les premiers appels publics à l'épargne

Au phénomène du déclin des courtiers indépendants, il faut ajouter d'autres facteurs qui contribuent à la faible demande pour les premiers appels publics à l'épargne.

Premièrement, la concentration croissante du marché de la gestion de portefeuille a réduit la diversité des acteurs susceptibles de soutenir les PAPE. Cette concentration s'est accentuée avec l'intégration progressive de nombreuses firmes indépendantes dans les réseaux des grandes banques, limitant ainsi l'espace pour des approches d'investissement plus spécialisées ou audacieuses¹⁷⁰. En dehors des institutions bancaires, seules quelques caisses de retraite et firmes indépendantes de gestion d'actifs conservent une présence significative, mais leur intérêt pour les PAPE demeure marginal¹⁷¹.

Deuxièmement, l'absence d'appétence de ces investisseurs pour les PAPE tient au caractère négligeable de ces investissements dans la performance globale de leurs portefeuilles très diversifiés. De surcroît, les titres des PAPE effectués par des entreprises en croissance sont susceptibles d'avoir une liquidité moindre, ce qui nuit aussi leur attractivité pour les investisseurs institutionnels.

Troisièmement, la montée en puissance des fonds négociés en bourse (FNB) contribue au déclin des PAPE. Ces véhicules d'investissement ont profondément modifié la dynamique de la demande sur les marchés boursiers¹⁷². En effet, les FNB privilégient des stratégies passives fondées sur des indices, ce qui réduit leur intérêt pour les nouvelles émissions de titres non encore intégrées dans les grands indices de référence¹⁷³. Cette évolution du paysage de l'investissement contribue à une baisse de la liquidité et de la valorisation initiale des titres lors des PAPE, en particulier pour les petites et moyennes entreprises. En somme, la croissance rapide des FNB, en réorientant les flux de capitaux vers des stratégies passives, réduit la demande pour les nouvelles émissions publiques.

¹⁶⁹ Pierre Lortie, *Entrepreneurial Finance and Economic Growth: A Canadian Overview*, C.D. Howe Institute, 2019, p. 20.

¹⁷⁰ Cécile Carpentier et Jean-Marc Suret, "Three Decades of IPO Markets in Canada: Evolution, Risk and Return", (2018) *17 Accounting Perspectives* 123, 136.

¹⁷¹ Pierre Lortie, *Entrepreneurial Finance and Economic Growth: A Canadian Overview*, C.D. Howe Institute, 2019, p. 19.

¹⁷² Vladyslav Sushko and Grant Turner, *The implications of passive investing for securities markets*, BIS, 2018; Mackenzie Investments, *2025 ETF Outlook: Growth, trends and key themes for advisors*, 3 février 2025.

¹⁷³ Robert Buckland, "The waning of active funds is drying up the IPO market", FT, 25 janvier 2025; Chris Carosa, « Index Funds Surge In Popularity But Pose Risks For The Market », *Forbes*, 2 avril 2024; Ari Weinberg, "Why Index Funds Have a Limited Presence in the IPO Market", *WSJ*, 4 septembre 2017.

Enfin, les investisseurs institutionnels hésitent à investir dans des émissions de faible envergure par crainte d'être considérés comme des initiés, ce qui restreint leur marge de manœuvre transactionnelle¹⁷⁴.

2.4 Causes de nature culturelle

Le dynamisme entrepreneurial au Québec demeure sensiblement plus faible que dans plusieurs autres provinces canadiennes, comme le fait ressortir le taux d'entrepreneurs au Québec qui est inférieur à celui du reste du Canada¹⁷⁵. Cette faiblesse relative du tissu entrepreneurial québécois a des répercussions en amont du marché des capitaux. Un écosystème entrepreneurial moins dynamique engendre un nombre plus restreint de projets d'affaires à fort potentiel de croissance, limitant ainsi le bassin d'entreprises susceptibles de recourir au financement externe par les marchés des capitaux. En corollaire, cela constitue un obstacle potentiel à l'émergence d'entreprises susceptibles de procéder à un PAPE¹⁷⁶.

L'impact de cette tendance est exacerbé par la relative prudence des entrepreneurs québécois qui est susceptible de freiner l'émergence d'entreprises à forte croissance, susceptibles de viser les marchés publics¹⁷⁷. Cette tendance a été observée par plusieurs professionnels des marchés financiers basés à Montréal et Toronto, qui soulignent une préférence marquée pour la stabilité financière à court terme plutôt que pour des stratégies de croissance agressive¹⁷⁸.

À cela s'ajoute une perception négative persistante à l'égard des marchés publics, entretenue par des narratifs qui sont véhiculés, sans pour autant être entièrement fondés : la complexité réglementaire, les coûts élevés d'un PAPE, l'exigence de publication trimestrielle des résultats (qui favoriserait une gestion court-termiste), la dilution du contrôle des fondateurs, ou encore l'obligation de divulguer des informations stratégiques confidentielles¹⁷⁹.

¹⁷⁴ Michel Magnan et Bryan Campbell, « Le premier appel public à l'épargne et les sociétés québécoises : état de la situation », (2014) *Cirano*, p. 60

¹⁷⁵ Québec, *Les entrepreneurs en chiffres – Portrait sociodémographique Édition 2025*, 2025, p. 7. Notons que dans l'ensemble du Canada, incluant le Québec, l'entrepreneuriat est en baisse. Voir Banque de développement du Canada, *Entrepreneuriat en mouvement : Compétences et réussite dans un monde changeant*, 2023, p. 6-7.

¹⁷⁶ Québec, *Les entrepreneurs en chiffres – Portrait sociodémographique Édition 2025*, 2025, p. 7.

¹⁷⁷ Michel Magnan et Bryan Campbell, « Le premier appel public à l'épargne et les sociétés québécoises : état de la situation », (2014) *Cirano*, p. 58-59.

¹⁷⁸ Groupe de travail sur le déficit d'inscriptions en Bourse des sociétés québécoises, *L'inscription en Bourse : le maillon faible de l'écosystème québécois du financement des entreprises – Un plan d'action pour y remédier* –, Ordre des CPA du Québec, 2016, p. 11-12

¹⁷⁹ Groupe de travail sur le déficit d'inscriptions en Bourse des sociétés québécoises, *L'inscription en Bourse : le maillon faible de l'écosystème québécois du financement des entreprises – Un plan d'action pour y remédier* –, Ordre des CPA du Québec, 2016, p. 11-12.

2.5 Perte de contrôle des fondateurs

Une autre cause potentielle du déclin des PAPE réside dans la dilution du pouvoir décisionnel des fondateurs au moment de l'entrée en bourse. Ce processus, inhérent à l'ouverture du capital à des investisseurs externes, entraîne une redistribution des droits de vote et une transformation des mécanismes de gouvernance. Il en résulte une tension entre, d'une part, les exigences de transparence et de responsabilité imposées par les marchés publics, et, d'autre part, la volonté des fondateurs de conserver une autonomie stratégique sur la direction de leur entreprise¹⁸⁰.

Concrètement, le PAPE implique une dilution significative de la participation des fondateurs, ce qui peut marginaliser leur influence sur les décisions clés.

Il est également important de rappeler que la dilution du contrôle sur l'entreprise souvent associée à un financement public est une des grandes craintes des entrepreneurs. En effet, les nouveaux investisseurs obtiennent ainsi des droits de vote qui peuvent amenuiser le rôle et le pouvoir du fondateur de l'entreprise.¹⁸¹

Cette perte de contrôle est perçue comme un coût non négligeable, particulièrement dans les entreprises à forte intensité en capital humain ou en innovation, où la vision du fondateur constitue un actif stratégique difficilement transférable. Bien que l'influence des fondateurs persiste après l'entrée en bourse, elle risque d'être affaiblie par les nouvelles structures de gouvernance imposées par les marchés publics¹⁸². De fait, l'ouverture du capital se traduit par l'arrivée de nouveaux investisseurs qui peuvent infléchir la direction de l'entreprise par l'engagement ou l'activisme actionnarial et mettre de l'avant une vision qui ne correspond pas à celle des fondateurs.

Pour atténuer l'effet dilutif des PAPE sur le contrôle des fondateurs, plusieurs entreprises canadiennes ont eu recours à des structures d'actions à droit de vote multiple. Ce mécanisme permet aux fondateurs de conserver un pouvoir décisionnel disproportionné par rapport à leur participation économique, en leur attribuant des actions conférant un nombre supérieur de droits de vote. Selon l'IGOPP, cette structure se heurte toutefois à une résistance notable de la part de certains participants au marché.

Si les entrepreneurs souhaitent maintenir le contrôle de leur société après son introduction en bourse, la pression exercée pour les en dissuader est très forte. En effet, de nombreux investisseurs institutionnels et d'autres intervenants comme les agences de conseil en vote soutiennent qu'il faut à tout prix éviter de déroger à la règle de « une action, un vote ».¹⁸³

¹⁸⁰ Sur le rôle de la vision des fondateurs, voir Zohar Goshen et Assaf Hamdani, "Corporate control and idiosyncratic vision", (2015) 125 *Yale L.J.* 560.

¹⁸¹ Groupe de travail sur le déficit d'inscriptions en Bourse des sociétés québécoises, *L'inscription en Bourse : le maillon faible de l'écosystème québécois du financement des entreprises – Un plan d'action pour y remédier* –, Ordre des CPA du Québec, 2016, p. 18.

¹⁸² Sur l'impact du PAPE sur le rôle des fondateurs, voir Teresa Nelson, "The Persistence of Founder Influence: Management, Ownership, and Performance Effects at Initial Public Offering", (2003) 24 *Strategic Management Journal*, 707.

¹⁸³ François Dauphin, *Entrée en bourse, un rêve du passé ?*, Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques, Montréal, 2024, p. 11.

Les critiques craignent que cette structure de capital ne crée un désalignement entre les intérêts des actionnaires et ceux des fondateurs, en réduisant la capacité des premiers à exercer une influence sur la direction de l'entreprise.

2.6 Abondance des capitaux privés

Le recul des premiers appels publics à l'épargne (PAPE) au Canada et au Québec ne s'explique pas uniquement par un accroissement des coûts réglementaires ou de conformité. Comme le souligne de Fontenay, un facteur notable consiste en l'érosion des avantages comparatifs des marchés publics, conjuguée à une abondance croissante de capitaux privés disponibles à toutes les phases de développement des entreprises : "The slow demise of equity capital raising in the public markets need not be due to rising costs for public companies, but instead to declining benefits."¹⁸⁴

La disponibilité croissante de capitaux privés à un stade avancé a ainsi modifié les incitations. Les entreprises en croissance peuvent désormais lever des sommes importantes auprès d'investisseurs privés. Cela a allongé le délai avant que les entreprises n'envisagent une introduction en bourse, si tant est qu'elles en envisagent une. L'âge médian des entreprises au moment de l'introduction en bourse a considérablement augmenté, reflétant cet allongement de la trajectoire privée. Les données relatives au financement par voie de capital de risque et de capital-investissement que nous avons présentées ci-dessus viennent étayer ces propos.

2.7 Sommaire

Le recul du nombre d'entreprises cotées en bourse ne s'explique qu'en partie par les coûts réglementaires associés au statut d'émetteur assujéti. Ces coûts ont souvent été cités comme des obstacles à l'entrée ou au maintien sur les marchés publics. Toutefois, des études récentes montrent que ces coûts ne jouent qu'un rôle secondaire dans la décision de rester privé. Un facteur déterminant réside dans la transformation du rapport coûts/bénéfices induit par la montée en puissance des marchés privés et l'assouplissement du régime applicable aux investisseurs et aux émetteurs non cotés.

En effet, les entreprises peuvent accéder à des capitaux substantiels sans recourir à un PAPE grâce à l'essor notamment du capital-investissement et du capital-risque. Les entreprises peuvent donc mobiliser des centaines de millions de dollars tout en évitant de procéder à un PAPE. Cette évolution a profondément modifié les options s'offrant aux entreprises en phase de croissance ou de maturité intermédiaire, qui peuvent désormais rester privées indéfiniment sans compromettre leur accès au capital.

Enfin, il convient de souligner que la santé des marchés publics ne devrait pas être évaluée uniquement à l'aune du nombre de PAPE ou d'émetteurs cotés. Le rôle des marchés boursiers dans l'allocation efficace du capital, la transparence financière, la surveillance par les parties prenantes et la démocratisation de l'accès à la création de valeur dépasse le simple indicateur quantitatif.

¹⁸⁴ Elizabeth de Fontenay, "The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company", (2017) 68 *Hastings L. Rev.* 445, 448.

3. PRINCIPAUX ENJEUX SOULEVÉS PAR LA CROISSANCE DU FINANCEMENT SUR LES MARCHÉS PRIVÉS

La croissance du financement sur les marchés privés soulève des enjeux fondamentaux pour la réglementation des valeurs mobilières, la gouvernance d'entreprise et la stabilité financière. Cette partie s'intéresse aux risques et tensions associés à l'essor du capital-investissement, du crédit privé et des autres formes de financement non cotées. Elle met en évidence les défis liés à la valorisation des actifs, aux conflits d'intérêts, à la qualité de la gouvernance, à l'inclusion financière et aux risques systémiques.

3.1 Efficience de répartition et valorisation des entreprises

La question de la valorisation est un des points centraux de l'analyse des marchés privés¹⁸⁵. En effet, la valorisation conditionne non seulement l'évaluation de la performance des fonds, mais aussi la répartition des incitations financières, la perception du risque et la comparabilité entre les produits d'investissement. Or, le processus de valorisation diffère entre les marchés publics et les marchés privés.

Sur les marchés publics, la valorisation des titres repose sur un mécanisme transparent, dynamique et réglementé. Les prix des actions sont établis selon un système d'enchères en continu sur des plateformes boursières, reflétant la rencontre entre l'offre et la demande à un moment donné¹⁸⁶. Cette dynamique est alimentée par un flot continu d'informations exigées et supervisées par les régulateurs ce qui assure leur fiabilité et leur comparabilité. À l'aide de ces renseignements, les investisseurs peuvent ajuster leurs attentes en fonction d'événements nouveaux ou de données financières, ce qui contribue à l'efficience informationnelle et soutient la fixation des prix¹⁸⁷.

Sur les marchés privés – notamment dans les domaines du capital-risque et du capital-investissement – la valorisation repose sur des modèles internes élaborés par les gestionnaires de fonds ou par des évaluateurs indépendants mandatés ponctuellement. Ces modèles utilisent des techniques comme la méthode des flux de trésorerie actualisés (*discounted cash flow* ou DCF), les multiples de comparables ou les scénarios de sortie anticipée. Bien que l'exercice de valorisation soit encadré par des lignes directrices

¹⁸⁵ Selon le CFA Institute, la valorisation (ou l'évaluation) fait référence au processus d'estimation de la valeur d'une entreprise, d'un investissement ou d'un actif sur la base des flux de trésorerie futurs, des états financiers et d'autres indicateurs clés. Voir, CFA Institute, *What is Valuation in Finance? Methods to Value a Company* <en ligne: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/valuation/>>.

¹⁸⁶ Il existe deux principales formes de places boursières, celles où la liquidité découle du jeu des ordres d'achat et de vente des investisseurs (order driven markets) et celles où elle est fournie par des intermédiaires qui agissent comme mainteneur de marché (market-makers) en fixant les prix d'achat et de vente (quote-driven markets). Voir Tim Vipond, *Trading Mechanisms*, Corporate Finance Institute <en ligne: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/trading-mechanisms/>>.

¹⁸⁷ Notons que l'efficience informationnelle n'assure pas l'efficience fondamentale. Voir Stéphane Rousseau, *Droit des valeurs mobilières*, Montréal, Éditions Thémis, 2023, p. 50.

comme celles de l'International Private Equity and Venture Capital Valuation¹⁸⁸, de même que par les normes comptables, il demeure sujet à la discrétion des dirigeants des fonds. Cette discrétion combinée à l'opacité du marché crée des préoccupations relativement à l'évaluation des actifs en portefeuille qui sont importantes étant donné l'illiquidité des investissements et les obligations qu'ont les investisseurs institutionnels envers leurs propres investisseurs¹⁸⁹. Ces préoccupations ont été résumées dans un rapport récent de l'OICV¹⁹⁰.

Une première source d'inquiétude réside dans la présence d'évaluations obsolètes (« *stale valuations* »), conséquence directe du caractère périodique — plutôt que continu — des processus d'évaluation sur les marchés privés. Bien que cette approche s'inscrive dans une logique d'investissement à long terme propre aux fonds, elle engendre un risque de décalage temporel dans la valorisation des actifs, pouvant ainsi masquer temporairement les évolutions réelles du marché, comme le note le rapport de l'OICV : « There is usually a 2 or 3 quarter lag between a decline in public market valuations and the impact becoming fully evident in private markets. »¹⁹¹

Une seconde préoccupation majeure concerne les pratiques d'évaluation influencées par l'illiquidité structurelle des actifs privés et l'absence de marché secondaire actif. Contrairement aux sociétés cotées, les investissements privés ne bénéficient pas de mécanismes de découverte de prix fréquents, ce qui rend leur valorisation plus subjective et vulnérable aux biais. Dans ce contexte, les gestionnaires de fonds, qui adoptent souvent une approche long-termiste pour justifier la stabilité apparente de leurs portefeuilles, peuvent être incités à maintenir artificiellement des valorisations élevées, même lorsque les marchés publics subissent des corrections significatives :

Because private assets don't trade, it's the fund managers—not the market—that determine what they're worth. That enables the managers to report much fewer and lower fluctuations than public funds do.¹⁹²

¹⁸⁸ International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines, décembre 2022 <en ligne: <https://www.privateequityvaluation.com/Portals/0/Documents/Guidelines/IPEV%20Valuation%20Guidelines%20-%20December%202022.pdf>>.

¹⁸⁹ Douglas J. Cumming, Andrej Gill et Uwe Walz, "International Private Equity Valuation and Disclosure", (2009) 29 *Northwestern Journal of International Law and Business* 617, 618.

¹⁹⁰ International Organization of Securities Commissions, *Emerging Risks in Private Finance*, 2023.

¹⁹¹ Id., p. 20.

¹⁹² Jason Zweig, Wall Street's Big, Bad Idea for Your 401(k), WSJ, 25 juillet 2025

Le lissage des valeurs qui en découle a été critiqué comme constituant du « volatility laundering ». ¹⁹³

Une dernière préoccupation a trait à l'existence de conflits d'intérêts qui peuvent influencer sur l'évaluation des actifs privés en portefeuille. Une source notable de conflit d'intérêts consiste en le mode de rémunération des gestionnaires. Typiquement, les investisseurs paient une commission de gestion, généralement un pourcentage annuel (1 à 2 %) des montants investis. Le fonds, en sa qualité de commandité (*general partner*), peut également recevoir une participation aux plus-values (« carried interest »), soit un pourcentage (généralement 20 %) des bénéfices du fonds au-delà d'un certain niveau de rendement en espèces convenu à l'avance. Bien que cette participation vise à aligner les intérêts des commandités avec ceux des investisseurs¹⁹⁴, elle peut affecter l'exercice d'évaluation en raison de l'impact de son résultat sur la rémunération du commandité, comme l'a récemment noté un rapport de la Financial Conduct Authority : « In this case, managers face a conflict of interest that could dissuade them from taking appropriate write-downs to avoid lost management fees. »¹⁹⁵ De même, cette forme de rémunération pourrait inciter les fonds à rechercher des investissements plus risqués que les investisseurs ne le souhaiteraient¹⁹⁶.

Les conflits d'intérêts sont aussi présents lors de transfert d'actifs internes, comme dans les fonds de continuation (*continuation funds*), où un gestionnaire revend à un nouveau véhicule les actifs d'un fonds en fin de vie¹⁹⁷. Il agit alors à la fois comme vendeur et acheteur. Bien que des évaluations indépendantes soient souvent requises dans ces cas, leur rigueur et leur transparence varient considérablement. Et, dans tous les cas, le transfert d'actifs vers un fonds de continuation a pour effet de différer l'évaluation de ceux-ci par le marché, que ce soit par une vente ou un premier appel public à l'épargne¹⁹⁸.

La discussion qui précède met en lumière plusieurs préoccupations qui questionnent la valorisation des actifs en portefeuille des fonds dans les marchés privés. Prenant un pas de recul, ces préoccupations soulèvent d'importants enjeux.

Un premier, qui a été souligné par l'OICV, concerne les conséquences systémiques des lacunes dans la valorisation des actifs dans les marchés privés : « Fund valuations have

¹⁹³ Cliff Asness, "Why Does Private Equity Get to Play Make-Believe with Prices?", Institutional Investor, 6 janvier 2023.

¹⁹⁴ William A. Sahlman, "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations", (1990) 27 *J. Fin. Econ.* 473, 495.

¹⁹⁵ Financial Conduct Authority, *Private market valuation practices*, 5 mars 2025 <en ligne: <https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/private-market-valuation-practices>>. Voir aussi Douglas J. Cumming, Andrej Gill et Uwe Walz, "International Private Equity Valuation and Disclosure", (2009) 29 *Northwestern Journal of International Law and Business* 617,628.

¹⁹⁶ William Magnuson, "The Public Cost of Private Equity", (2018) 102 *Minn. L. Rev.* 1847, 1871-1872.

¹⁹⁷ Kobi Kastiel et Yaron Nili, "The Rise of Private Equity Continuation Funds", (2024) 172 *U Penn L Rev* 1.

¹⁹⁸ *Id.*, 33.

the potential to be a key contributor to risks in private finance activities. »¹⁹⁹ En effet, en période de correction des marchés publics, de tels écarts de valorisation peuvent persister artificiellement dans le secteur privé, décalant les signaux économiques fondamentaux et induisant en erreur les investisseurs quant à la réelle valeur des actifs.

Un second enjeu concerne les rendements qui sont générés par les investissements dans les marchés privés. Ceux-ci ne sont pas aisés à évaluer en raison de l'opacité soulignée ci-dessus, sauf lorsque les actifs font l'objet d'une vente²⁰⁰. Une revue des études académiques abordant cette question jette un regard nuancé sur la supériorité des rendements générés par les fonds d'investissement privés²⁰¹ :

Our review covers the most credible research by top finance scholars, who use different data and methods. They report much more modest returns to private equity funds, with some showing that the median fund does not beat the stock market and others showing that returns for the median fund are only slightly above the market. The most positive findings for private equity generally compare it to the S&P 500 and report that the median fund outperforms the S&P 500 by about 1 percent a year, and the average by 2 to 2.5 percent. According to these studies, the higher average performance is entirely driven by the top quartile of funds—and particularly the top decile. With the exception of the top-performing funds, returns do not cover the roughly 3 percent additional return above the stock market that investors typically calculate is required to compensate them for the added risk and illiquidity of PE investments.

Sans prétendre trancher le débat, l'incertitude relativement au rendement des fonds est préoccupante puisqu'elle a pour effet de nuire à la capacité des investisseurs d'apprécier la qualité du travail des fonds : « This noise surrounding information about past performance renders it difficult for current investors, let alone potential investors, to identify and accurately assess information about private equity firm behavior. »²⁰² Plus fondamentalement, cela peut distorsionner la répartition des capitaux par les investisseurs. C'est d'ailleurs ce qui ressort d'une récente étude intitulée *Comparing Capital Allocation Efficiency in Public and Private Equity Markets* où les auteurs comparent directement la répartition du capital dans les marchés publics et privés²⁰³. Les auteurs constatent qu'en moyenne, les marchés publics allouent les capitaux de manière plus efficace que les marchés privés, car les sociétés cotées affichent une croissance plus rapide après avoir reçu des fonds propres, bien que leurs taux de croissance avant l'opération soient inférieurs à ceux des entreprises privées.

¹⁹⁹ International Organization of Securities Commissions, *Emerging Risks in Private Finance*, 2023, p. 20.

²⁰⁰ Eileen Appelbaum et Rosemary Batt, *Private Equity at Work : When Wall Street Manages Main Street*, New York, RSF, 2014, p. 162.

²⁰¹ Id. Voir aussi Douglas J. Cumming, Andrej Gill et Uwe Walz, "International Private Equity Valuation and Disclosure", (2009) 29 *Northwestern Journal of International Law and Business* 617 (les fonds d'investissement privés ont tendance à surévaluer leur performance).

²⁰² William Magnuson, "The Public Cost of Private Equity", (2018) 102 *Minn. L. Rev.* 1847, 1901.

²⁰³ Ali Sanati, et Ioanni Spyridopoulos, "Comparing Capital Allocation Efficiency in Public and Private Equity Markets", American University, décembre 2024 <en ligne: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4403578>>.

3.2 Gouvernance d'entreprise et responsabilité

Les entreprises financées sur les marchés privés ne sont pas soumises aux obligations d'information continue. Au-delà des exigences du droit des sociétés, elles ne diffusent des informations financières qu'à leurs investisseurs selon les modalités fixées par les ententes contractuelles. De la même manière, ces entreprises ne sont pas soumises aux recommandations relatives aux pratiques de gouvernance, ni aux exigences en matière de contrôle interne. Le résultat est que les mécanismes de reddition de comptes sont essentiellement tributaires de l'ordonnancement privé, c.-à-d. des négociations entre les dirigeants des entreprises et les fonds d'investissement²⁰⁴.

Dans un article phare publié il y a plus de 30 ans²⁰⁵, Michael Jensen a fait valoir que l'élaboration d'une gouvernance contractuelle des entreprises orientée par l'actionnariat des fonds d'investissement constituait une solution optimale aux problèmes d'agence découlant de la recherche de capitaux externes par les dirigeants : « Their primary owners are not households but large institutions and entrepreneurs that designate agents to manage and monitor on their behalf and bind those agents with large equity interests and contracts governing the use and distribution of cash. »²⁰⁶ Spécifiquement, selon Jensen, les fonds imposent une gouvernance plus rigoureuse grâce à plusieurs mécanismes :

- Concentration de la propriété : Les gestionnaires de fonds et les investisseurs ont des participations significatives dans les entreprises, ce qui aligne leurs intérêts avec ceux de la performance à long terme.
- Discipline financière : L'endettement élevé associé au modèle du private equity impose une rigueur budgétaire et une allocation plus efficace du capital.
- Surveillance active : Les gestionnaires de fonds exercent un contrôle étroit sur les décisions stratégiques, souvent en siégeant au conseil d'administration.
- Horizon temporel clair : Les fonds ont des cycles d'investissement définis, ce qui favorise une gestion orientée vers la création de valeur et la sortie rentable.

En somme, il considère que ce modèle fournit une réponse structurelle aux conflits d'agence. De fait, il qualifie le *private equity* de « révolution organisationnelle », capable de restaurer l'efficacité économique et la compétitivité des entreprises.

La thèse de Jensen est controversée. Nombreuses sont les critiques qui contestent la supériorité de ce modèle de gouvernance. Premièrement, d'un point de vue descriptif, malgré la baisse du nombre de sociétés cotées que nous constatons au Canada, celles-ci continuent de jouer un rôle central dans l'économie mondiale, notamment dans les secteurs technologiques et innovants. De fait, comme le notait un auteur : « private equity is not a substitute for public corporations, because it is predicated on their existence. »²⁰⁷ Deuxièmement, le modèle ne peut s'appliquer qu'à des entreprises de moyennes et

²⁰⁴ Robert B. Thompson, "Private Ordering and Contracting out in Twenty-First-Century Corporate Law", (2023-2024) 74 *Case W. Rsr. L. Rev.* 13.

²⁰⁵ Michael Jensen, "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, septembre-octobre 1989, 61.

²⁰⁶ Id.

²⁰⁷ Roger L. Martin, « It's Time to Replace the Public Corporation », *Harvard Business Review*, Janvier-février 2021.

grandes tailles. Troisièmement, des études soutiennent que le modèle induit une forme de court-termisme ayant des impacts négatifs pour les parties prenantes²⁰⁸, ainsi que pour l'investissement à long terme²⁰⁹.

Bien que les critiques formulées à l'égard du modèle de gouvernance propre aux fonds d'investissement soient pertinentes et méritent d'être prises en compte, il ne saurait être question ici d'en trancher définitivement la valeur normative. En effet, une étude empirique récente propose une lecture nuancée de ce modèle, en soulignant que ses effets sur l'économie et la société demeurent ambivalents²¹⁰. Ces effets varient sensiblement selon le type de transaction envisagé, le secteur d'activité concerné et le cadre réglementaire applicable. Ainsi, certaines stratégies — notamment celles mises en œuvre dans le cadre de transactions privées — peuvent favoriser l'innovation, la croissance et l'efficacité opérationnelle. À l'inverse, d'autres approches, telles que les opérations de privatisation, sont susceptibles d'entraîner des conséquences moins favorables, notamment en matière d'emploi, de protection des consommateurs et d'investissement à long terme.

Outre les critiques portant sur la performance ou la gouvernance des sociétés en portefeuille, plusieurs chercheurs et observateurs s'inquiètent de l'opacité qui caractérise ces entreprises lorsqu'elles ne sont pas soumises à un régime de divulgation publique. Cette préoccupation repose sur la reconnaissance des externalités positives générées par la transparence des sociétés cotées, c'est-à-dire des bénéfices qui dépassent les intérêts immédiats des entreprises et profitent à l'ensemble du marché et de la société²¹¹.

D'un point de vue financier, la divulgation obligatoire d'informations financières, environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) permet aux investisseurs d'évaluer plus précisément les risques et les perspectives de rendement associés aux entreprises cotées. De même, les données publiques offrent des points de comparaison utiles pour l'analyse et l'évaluation des entreprises non cotées opérant dans des secteurs similaires, notamment par le recours à des méthodes d'évaluation fondées sur les comparables²¹². Par ailleurs, les informations divulguées par les sociétés cotées peuvent être utilisées par les entreprises privées pour estimer leur coût du capital, pour élaborer un plan d'affaires, pour négocier avec des clients, des fournisseurs, etc.

Au-delà des dimensions strictement financière, l'information publiquement divulguée par les sociétés cotées offre aux parties prenantes – employés, ONG, gouvernements,

²⁰⁸ Eileen Appelbaum et Rosemary Batt, *Private Equity at Work : When Wall Street Manages Main Street*, New York, RSF, 2014, p. 193 et suiv. (impact négatif pour les salariés).

²⁰⁹ Jamie Morgan, *Private equity finance : rise and repercussions*, New York, Palgrave Macmillan, 2009.

²¹⁰ Morten Sorensen et Ayako Yasuda, "Stakeholder impact of private equity investments", dans B. Espen Eckbo, Gordon M. Phillips et Morten Sorensen, dir., *Handbook of the Economics of Corporate Finance*, vol. 1, Issue 1: Private Equity and Entrepreneurial Finance, Amsterdam, Elsevier, 2023, p. 299.

²¹¹ Donald C. Langevoort et Robert B. Thompson, "'Publicness' in Contemporary Securities Regulation after the JOBS Act", (2013) 101 *Geo. L.J.* 337, 364-365; Elizabeth de Fontenay, "The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company", (2017) 68 *Hastings L. Rev.* 445, 488-491.

²¹² Anat R. Admati et Paul Pfleiderer, "Forcing Firms to Talk: Financial Disclosure Regulation and Externalities", (2000) 13 *Rev. Fin. St.* 479.

médias et citoyens – un accès à des données essentielles pour juger de la performance économique, de la responsabilité sociale et de la conformité réglementaire des entreprises. En l'absence de telles obligations, les sociétés privées échappent à ce regard public, ce qui peut nuire à la qualité du débat démocratique et à l'efficacité des politiques publiques.

3.3 Inclusion financière et protection des investisseurs

Les marchés publics constituent un vecteur fondamental de participation des particuliers à la création de richesse. Toutefois, leur contraction progressive tend à restreindre les possibilités d'investissement offertes aux investisseurs de détail²¹³. En effet, les marchés privés demeurent en grande partie réservés aux investisseurs qualifiés, conformément aux exigences réglementaires en vigueur.

Cette restriction d'accès est néanmoins partiellement compensée par la possibilité, pour certains investisseurs individuels, de recourir à des véhicules d'investissement collectifs, tels que les fonds d'investissement, lesquels agissent comme intermédiaires leur permettant une exposition indirecte aux marchés privés²¹⁴. Malgré cette possibilité, plusieurs observateurs considèrent que les mécanismes actuels demeurent insuffisants et appellent à une réforme visant à élargir l'accès des particuliers aux marchés privés²¹⁵.

D'un point de vue normatif, une telle extension de l'accès permettrait aux investisseurs de détail de participer au financement d'entreprises établies mais encore en phase de croissance, contribuant ainsi à une meilleure diversification de leurs portefeuilles et à une démocratisation de l'investissement²¹⁶. À l'inverse, le maintien de l'exclusion actuelle est susceptible d'accentuer les inégalités socio-économiques, en réservant les opportunités les plus lucratives à une minorité d'investisseurs fortunés²¹⁷. En outre, certains auteurs invoquent la performance historiquement supérieure des marchés privés par rapport aux

²¹³ Carole Comerton-Forde et Charles Lane Advisory Pty LTD, *Evaluating the state of the Australian public equity market: Evidence from data and academic literature*, Australian Securities and Investments Commission, Australie, 2025, p. 49 et 50; L. Daniel Wilson, *Can Regulatory Reform Reverse the Decline of Public Markets in Canada? Assessing the Factors Impacting Decisions by Corporate Leaders to Avoid Canadian Public Listings*, thèse de doctorat, London, Western University, 2020, p. 28.

²¹⁴ Shawn Cymbalisky *et al.*, « L'augmentation des investissements individuels, une porte d'entrée vers les marchés privés », *Osler, Hoskin & Harcourt*, 5 décembre 2024, en ligne: <<https://www.osler.com/fr/articles/rapports/perspectives-juridiques-2024/laugmentation-des-investissements-individuels-une-porte-dentree-vers-les-marches-privés/>>.

²¹⁵ Voir, par exemple, James Langton, « L'ICI souhaite un meilleur accès des particuliers aux marchés privés », *Finance et investissement*, 16 mai 2025.

²¹⁶ John Finley, « Expanding Retail Access to Private Markets », *Blackstone*, novembre 2019, en ligne: <<https://www.sec.gov/spotlight/sbcfac/expanding-retail-access-to-private-markets-finley.pdf>>.

²¹⁷ Christina Parajon Skinner, « Private Equity for the People », (2024) 171 *University of Pennsylvania Law Review* 2059, 2061.

marchés publics pour illustrer l'ampleur des avantages dont les investisseurs non qualifiés sont actuellement privés²¹⁸.

Dans cette perspective, des observateurs recommandent une révision des critères d'admissibilité aux marchés privés, estimant que les exigences actuelles, bien qu'animées par une volonté de protection des investisseurs, ont pour effet de restreindre indûment l'accès à des opportunités économiques significatives. Nous reviendrons sur cette question dans la partie 4, ci-dessous. Pour l'instant, notons que les critiques s'opposant à une telle libéralisation de l'accès aux marchés privés invoquent des considérations impérieuses de protection des investisseurs²¹⁹. Selon ces critiques, les particuliers ne disposent ni des connaissances techniques ni du pouvoir de négociation nécessaires pour évaluer adéquatement les risques associés aux investissements privés. Leur capacité à prendre des décisions éclairées serait ainsi compromise, notamment en raison de l'opacité structurelle de ces marchés. L'un des enjeux majeurs réside dans la valorisation des actifs dont nous avons traité ci-dessus. Dans ce contexte, la crainte que l'exposition des investisseurs de détail aux marchés privés engendre un niveau de risque disproportionné, difficilement conciliable avec les objectifs de protection qui fondent les régimes actuels de réglementation financière.

3.4 Conflits d'intérêts dans les fonds d'investissement opérant sur les marchés privés

3.4.1 Conflits entre le gestionnaire du fonds et les investisseurs

La relation entre le gestionnaire du fonds et les investisseurs est marquée par un déséquilibre structurel, principalement attribuable à une asymétrie informationnelle favorable au gestionnaire. Au Canada, bien que de tels conflits existent, leur ampleur est atténuée par la prédominance d'investisseurs institutionnels de grande envergure, tels que les caisses de retraite qui disposent des ressources et de l'expertise nécessaires pour défendre leurs intérêts²²⁰. Quoi qu'il en soit, les conflits d'intérêts dans cette relation peuvent porter sur plusieurs aspects, notamment la structure des frais, les méthodes de

²¹⁸ Ibid., 2063. Ceci ne fait toutefois pas l'objet d'un consensus : Carole Comerton-Forde et Charles Lane Advisory Pty Ltd, *Evaluating the state of the Australian public equity market: Evidence from data and academic literature*, Australian Securities and Investments Commission, Australie, 2025, p. 50 et 51.

²¹⁹ Australian Securities & Investments Commission, *Australia's evolving capital markets: A discussion paper on the dynamics between public and private markets*, Discussion Paper, Australie, 2025, p. 41, en ligne: <<https://www.asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/consultations/dp-australia-s-evolving-capital-markets-a-discussion-paper-on-the-dynamics-between-public-and-private-markets/>>; Benjamin Schiffrin, « The Rise of the Private Markets Poses Risks for Retail Investors and Capital Formation », *Better Markets*, 18 novembre 2024, p. 5, en ligne: <<https://bettermarkets.org/analysis/the-rise-of-the-private-markets-poses-risks-for-retail-investors-and-capital-formation/>>.

²²⁰ Stephen Deane, *Private Markets: Governance Issues Rise to the Fore*, Virginie, CFA Institute, 2024, p. 25, 26, 54.

valorisation et la gestion des fonds de continuation, dont nous avons traité ci-dessus²²¹, ainsi que la répartition des capitaux non investis.

La structure tarifaire des fonds d'investissement privés est souvent complexe et peu transparente, ce qui permet aux gestionnaires d'imposer des frais indirects ou dissimulés, au détriment du fonds et, en définitive, de ses investisseurs²²². Les deux principales catégories de frais – les frais de gestion et les frais de performance – sont également susceptibles de générer des conflits d'intérêts²²³. Les frais de gestion, calculés en fonction de la taille du fonds, peuvent inciter le gestionnaire à lever des capitaux excédentaires, au détriment de la performance globale. De même, la recherche de frais de performance peut encourager une prise de risque excessive ou une focalisation sur des rendements à court terme, au détriment de la création de valeur à long terme. Ces effets peuvent toutefois être partiellement atténués par l'inclusion de clauses de récupération (« *clawback* ») et par la participation financière des gestionnaires eux-mêmes au sein du fonds, ce qui aligne partiellement leurs intérêts avec ceux des investisseurs. Par ailleurs, les gestionnaires fournissent fréquemment des services rémunérés aux sociétés en portefeuille²²⁴. Cette double relation commerciale peut engendrer des conflits d'intérêts, notamment lors de la négociation des conditions contractuelles ou de la fixation des frais afférents à ces services.

Un autre enjeu important réside dans la gestion des capitaux non encore investis (« *dry powder* »)²²⁵. Les gestionnaires de fonds peuvent être soumis à une pression implicite ou explicite de déployer ces capitaux dans des délais relativement courts, notamment pour répondre aux attentes des investisseurs en matière de rendement ou pour justifier les frais de gestion perçus sur les montants engagés, qu'ils soient investis ou non²²⁶.

Cette pression peut accentuer les conflits d'agence entre les gestionnaires et les investisseurs en accentuant des comportements sous-optimaux, voire risqués, de leur part²²⁷. Dans un contexte de rareté des opportunités d'investissement de qualité ou de forte concurrence sur le marché, les gestionnaires pourraient être incités à allouer les capitaux disponibles à des transactions moins rigoureusement sélectionnées, voire à des projets présentant un profil de risque plus élevé que celui initialement envisagé. Ce

²²¹ Voir supra les notes et le texte correspondant.

²²² Australian Securities & Investments Commission, *Australia's evolving capital markets: A discussion paper on the dynamics between public and private markets*, Discussion Paper, Australie, 2025, p. 37, en ligne: <<https://www.asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/consultations/dp-australia-s-evolving-capital-markets-a-discussion-paper-on-the-dynamics-between-public-and-private-markets/>>.

²²³ William Magnuson, "The Public Cost of Private Equity", (2018) 102 *Minn. L. Rev.* 1847, 1866-1874

²²⁴ International Organization of Securities Commissions *Emerging Risks in Private Finance – Final Report*, 2023, p. 23.

²²⁵ Voir Toby Nangle, "Private equity's bind should prompt an investor rethink", FT, 3 mai 2025 (notant l'abondance des capitaux non investis et les risques en décollant).

²²⁶ William Magnuson, "The Public Cost of Private Equity", (2018) 102 *Minn. L. Rev.* 1847, 1867.

²²⁷ Marie Lambert, Alexandre Scivoletto et Tereza Tykova, *Agency Costs of Dry Powder in Private Equity Funds*, document de travail, 2022 <en ligne: <https://ssrn.com/abstract=4028838>>. Voir aussi Ulf Axelson et al., "Why Are Buyouts Levered? The Financial Structure of Private Equity Funds", (2009) 64 *J. Fin.* 1549.

phénomène, parfois qualifié de « *capital overhang risk* », peut compromettre la performance globale du fonds et nuire aux intérêts des investisseurs.

De surcroît, cette dynamique peut créer un désalignement entre les objectifs d'investissement à long terme des investisseurs et les incitations à court terme des gestionnaires, notamment lorsque ces derniers sont rémunérés en fonction des actifs sous gestion ou des rendements immédiats. Dans ce contexte, l'absence de mécanismes de gouvernance robustes et de transparence accrue sur les critères d'investissement peut accentuer les risques de mauvaise allocation du capital.

3.4.2 Conflits entre fonds affiliés

Le regroupement de plusieurs fonds sous une même entité mère peut engendrer des conflits d'intérêts. Un cas particulièrement délicat survient lorsque des fonds de nature différente — par exemple, un fonds de crédit privé et un fonds de capital-investissement — sont contrôlés par la même entité mère et interviennent simultanément auprès d'une même société en portefeuille.

Le conflit pourra se manifester de manière aiguë lorsque la société en portefeuille connaît des difficultés financières. Dans ce contexte, les intérêts économiques des deux fonds peuvent diverger, notamment en ce qui concerne la répartition des actifs résiduels ou les modalités de restructuration. Le fonds de crédit privé, en tant que créancier, pourrait chercher à maximiser la valeur de ses créances, tandis que le fonds de capital-investissement, en tant qu'actionnaire, pourrait privilégier une stratégie de sauvetage ou de recapitalisation. Cette situation crée un risque que les décisions prises par l'entité mère ou par les gestionnaires soient orientées de manière à favoriser les intérêts d'un fonds au détriment de l'autre, compromettant ainsi l'équité entre les investisseurs des deux véhicules²²⁸.

Le conflit peut également se matérialiser lors de l'exercice des droits de vote associés aux titres de créance. En cas de défaut, le fonds de crédit privé pourrait être en position d'influencer les décisions collectives des créanciers, notamment en matière de restructuration ou de liquidation, dans le but de protéger ou de favoriser les intérêts du fonds de capital-investissement affilié. Ce type de comportement soulève des enjeux de gouvernance et de loyauté, en particulier lorsque les investisseurs des deux fonds ne sont pas identiques et que leurs intérêts sont divergents.

Bien que ces risques soient réels, ils peuvent être atténués par la mise en place de mesures internes robustes qui ont été identifiées notamment par l'OICV²²⁹. Ces mesures peuvent prendre la forme de la séparation fonctionnelle des équipes de gestion, l'instauration de comités de conflits indépendants ou la divulgation.

²²⁸ Stephen Deane, *Private Markets: Governance Issues Rise to the Fore*, Virginie, CFA Institute, 2024, p. 29.

²²⁹ International Organization of Securities Commissions *Emerging Risks in Private Finance – Final Report*, 2023, p. 23.

3.4.3 Conflits entre investisseurs

Les conflits d'intérêts entre investisseurs au sein d'un même fonds peuvent survenir lorsque leurs intérêts économiques ou stratégiques divergent. Ces tensions sont particulièrement visibles dans les fonds où les investisseurs peuvent avoir des horizons temporels, des tolérances au risque ou des objectifs de rendement différents²³⁰. Par exemple, un investisseur institutionnel à long terme pourrait privilégier une stratégie de croissance soutenue, tandis qu'un investisseur plus opportuniste pourrait rechercher une sortie rapide et rentable.

Ces divergences peuvent influencer les décisions collectives, notamment en matière de prolongation de la durée de vie du fonds, de réinvestissement des produits de cession, ou de participation à des fonds de continuation²³¹. Dans certains cas, les investisseurs majoritaires peuvent imposer des décisions qui ne servent pas les intérêts des minoritaires, créant ainsi un déséquilibre de pouvoir et une potentielle atteinte au principe d'équité.

3.4.4 Conflits entre les investisseurs et les fonds

La relation entre les investisseurs (mandants) et les gestionnaires de fonds (mandataires) dans les marchés privés de capitaux s'inscrit dans le cadre classique de la théorie de l'agence²³². Cette relation est caractérisée par une dissociation entre la propriété du capital et le contrôle effectif des décisions d'investissement, ce qui ouvre la voie à des conflits d'intérêts structurels. Gilson et Gordon qualifient cette dynamique de « capitalisme d'agence », un modèle dans lequel les gestionnaires d'actifs institutionnels exercent un pouvoir économique considérable, tout en étant eux-mêmes soumis à des incitations qui peuvent les éloigner des intérêts ultimes des bénéficiaires finaux²³³.

Dans ce contexte, les gestionnaires de fonds peuvent être incités à adopter des comportements opportunistes visant à maximiser leur propre rémunération ou à favoriser leur avancement professionnel, plutôt qu'à optimiser la performance à long terme du fonds. Ces comportements peuvent se manifester de plusieurs façons : sélection d'investissements générant des commissions élevées, arbitrages entre fonds affiliés, ou encore manipulation stratégique de la valorisation des actifs.

²³⁰ Dans les sociétés par actions, cette problématique a été reconnue par le Delaware Court of Chancery dans *Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas Inc.*, 16 A.3d 48 (Del. Ch. 2011).

²³¹ Voir, par exemple, Kai Li, Jarrad Harford et Dirk Jenter, *Conflicts of Interests Among Shareholders: The Case of Corporate Acquisitions*, MIT Sloan Research Paper No. 4653-07, Rock Center for Corporate Governance Working Paper No. 35, 2007 <en ligne: <https://ssrn.com/abstract=947596>>; Martin Jacob et Ronni Michaely, "Taxation and Dividend Policy: The Muting Effect of Agency Issues and Shareholder Conflicts", (2017)30 *Rev Fin St.* 3176.

²³² Michael C Jensen et William H Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure » (1976) 3 *J Fin Econ* 305.

²³³ Ronald J Gilson et Jeffrey N Gordon, « The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights » (2013) 113 *Colum L Rev* 863. La problématique du capitalisme d'agence était déjà identifiée par le professeur MacIntosh dans une étude publiée en 1993 : Jeffrey G MacIntosh, « The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets » (1993) 41 *Osgoode Hall LJ* 371 aux pp 430–3.

L'asymétrie informationnelle, particulièrement marquée dans les marchés privés, exacerbe ces risques. Contrairement aux marchés publics, où les obligations de divulgation et la surveillance réglementaire sont plus strictes, les marchés privés offrent aux gestionnaires une latitude considérable dans la présentation des résultats, la valorisation des actifs et le calendrier des sorties. Par exemple, un gestionnaire pourrait être tenté de retarder ou d'accélérer une cession d'actif afin de maximiser un bonus lié à la performance annuelle, ou encore de gonfler temporairement la valorisation d'un portefeuille pour faciliter une nouvelle levée de fonds.

3.6 Risque systémique et stabilité financière

La montée en puissance du capital-investissement et du crédit privé soulève des préoccupations croissantes en matière de stabilité financière. L'ampleur des capitaux alloués à ces marchés — provenant notamment des fonds de pension, des fonds souverains et des fondations universitaires — crée un risque de contagion systémique. En cas de sous-performance généralisée ou de crise de liquidité, les pertes dans ces portefeuilles pourraient se répercuter sur l'ensemble du système financier. À cet égard, plusieurs notent les similitudes entre l'expansion du capital-investissement et les activités de *shadow banking*, soulignant l'absence de régulation équivalente malgré des risques comparables.²³⁴

L'un des vecteurs majeurs de vulnérabilité est l'utilisation de l'effet de levier dans les transactions de capital-investissement, en particulier dans les opérations de privatisation. Ces opérations nécessitent un endettement élevé des cibles, ce qui accroît leur fragilité en période de ralentissement économique. De fait, les ratios d'endettement dans les entreprises détenues par des fonds de capital-investissement dépassent souvent ceux des entreprises cotées comparables, augmentant ainsi le risque de défaut.²³⁵

Parallèlement, la croissance rapide du crédit privé aggrave ces risques.²³⁶ Ce marché se caractérise par une faible transparence, une divulgation limitée et une forte exposition à des prêts assortis de clauses restrictives. Ces caractéristiques rendent difficile l'évaluation des risques et compliquent la surveillance réglementaire. Cette opacité peut masquer des concentrations de risque et entraver la découverte des prix, en particulier lors d'événements de stress de marché.

L'interconnexion croissante entre les marchés privés et les institutions financières traditionnelles, notamment les banques, les caisses de retraite et les assureurs, accentue le risque de contagion indirecte.²³⁷ Une sous-performance prolongée des actifs privés

²³⁴ Samim Ghamami et al., *Private Credit & Systemic Risk*, Moodys, juin 2025; Miriam Gottfried, "Wall Street's New 'Shadow Banks' Are on a Tear. They Want Your Money", *WSJ*, 16 mai 2025.

²³⁵ Steven N. Kaplan et Per Strömberg. "Leveraged Buyouts and Private Equity." NBER Working Paper No. 14207, 2008.

²³⁶ Gillian Tett, "Investors beware the dangers lurking in private credit", *FT*, 25 juillet 2025; John Plender, "Where the next financial crisis could emerge", *FT*, 4 janvier 2025.

²³⁷ José L. Fillat et al., "Could the Growth of Private Credit Pose a Risk to Financial System Stability?", *Current Policy Perspectives*, Federal Reserve Bank of Boston, 21 mai 2025.

pourrait entraîner des appels de capitaux supplémentaires, avec des conséquences budgétaires et importantes, notamment dans les régimes de retraite publics.

Enfin, malgré des horizons d'investissement à long terme, les marchés privés sont tout aussi procyclique que les marchés publics.²³⁸ Autrement dit, les valorisations, les flux de capitaux et les décisions d'investissement dans ces marchés ont tendance à suivre les cycles économiques : ils augmentent en période d'expansion et se contractent brutalement en période de ralentissement. Cette procyclicité est amplifiée par le fait que les actifs privés ne sont pas évalués en continu sur un marché liquide, comme nous l'avons vu ci-dessus.

Ce décalage temporel peut entraîner une accumulation de pertes latentes dans les portefeuilles privés. Les pertes ne deviennent alors visibles qu'au moment de la sortie, d'un refinancement ou d'un événement de liquidité, souvent en période de stress. Cela peut provoquer des ajustements soudains et désordonnés, contribuant à une volatilité systémique accrue. En d'autres termes, l'apparence de stabilité offerte par l'illiquidité des marchés privés peut se transformer en instabilité lorsque les conditions changent.

4. AVENUES DE RÉFORME : UNE PROPOSITION DE PROGRAMME DE RECHERCHE

Au regard de ce qui précède, cette partie propose un programme de recherche autour de six chantiers de réforme méritant d'être explorés par les régulateurs. Les chantiers de réforme visent soit à moderniser l'encadrement du marché dispensé, soit à renforcer l'attractivité et la pertinence des marchés publics canadiens, en tenant compte des enjeux de compétitivité, de transparence et d'innovation financière.

4.1 Révision de l'encadrement du marché dispensé

Le marché dispensé s'est imposé comme un vecteur central de mobilisation du capital dans les marchés financiers contemporains. Toutefois, l'adéquation des régimes de dispenses applicables aux placements privés à cette nouvelle réalité soulève des interrogations croissantes. De nombreux observateurs plaident en faveur d'une révision de l'encadrement des marchés privés, dans le but de préserver leur efficacité économique des marchés privés tout en assurant une protection adéquate des investisseurs.

4.1.1 Revoir la dichotomie entre les marchés privés et les marchés publics pour les fins de la réglementation

Le droit des valeurs mobilières repose historiquement sur une dichotomie entre marchés publics et marchés privés. Ce clivage a structuré la législation, la jurisprudence et la réglementation au Canada et aux États-Unis. Il est fondé sur une hypothèse fonctionnelle : les marchés publics nécessitent une surveillance rigoureuse en raison de la dispersion de l'actionnariat et de la vulnérabilité des petits investisseurs, tandis que les marchés

²³⁸ Sirio Aramonte et Fernando Avalos, "The rise of private markets", *BIS Quarterly Review*, décembre 2021, p. 69.

privés, présumés réservés à des investisseurs sophistiqués, peuvent fonctionner sous un régime de régulation allégée. Cette hypothèse est bien résumée dans l'arrêt clé de la Cour suprême des États-Unis *SEC v Ralston Purina* qui portait sur la signification de la dispense de placement privé laquelle s'applique aux opérations qui n'impliquent aucune offre publique²³⁹: « An offering to those who are shown to be able to fend for themselves is a transaction not involving any public offering. »

En droit des valeurs mobilières canadien, c'est la notion d'appel public à l'épargne qui a traditionnellement servi de point de bascule entre les marchés privés et publics. Afin de donner une signification à l'expression « appel public à l'épargne », la doctrine et la jurisprudence ont élaboré deux tests²⁴⁰ : (1) le test de la connaissance présumée (*need to know test*); (2) le test de l'association avec le vendeur (*common bonds of interests* ou *association test*)²⁴¹. Tout d'abord, le test de la connaissance présumée se fonde sur le postulat selon lequel les personnes pouvant se débrouiller par elles-mêmes ou ayant déjà accès à l'information qui se retrouve dans un prospectus ne font pas partie du public²⁴². Le second test, pour sa part, s'intéresse à l'existence de liens d'intérêts communs ou d'association entre l'acheteur de valeurs mobilières et le vendeur de celles-ci²⁴³. Lorsque de tels liens existent entre l'acheteur et le vendeur, l'acheteur ne fait pas partie du public et un prospectus n'est pas jugé nécessaire en ce « qu'une personne ne serait pas portée à user de pratique déloyale, abusive ou frauduleuse envers les personnes qui ont de tels

²³⁹ *SEC v. Ralston Purina Co.*, 346 U.S. 119 (1953).

²⁴⁰ *Déry c. Autorité des marchés financier*, 2013 QCCS 3564; *Autorité des marchés financiers c. Girard*, 2015 QCCQ 2985; *Autorité des marchés financiers c. Archer Or inc.*, 2011 QCBDR 123 ; Marie-Andrée Latreille et Nicholas Morin, « Tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur la dispense d'émetteur fermé sans jamais oser le demander », dans S.F.C.B.Q., *Développements récents en droit des affaires*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2017, p.18 et 19.

²⁴¹ Voir, en général, Jean-Francois Bernier, « Société fermée et financement public de la PME », dans S.F.C.B.Q., *Développements récents sur les valeurs mobilières*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2002, p. 71; Marie-Andrée Latreille et Nicholas Morin, « Tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur la dispense d'émetteur fermé sans jamais oser le demander », dans *Développements récents en droit des affaires*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2017, p.18 et 19 ; *Déry c. Autorité des marchés financier*, 2013 QCCS 3564 par. 46; *Autorité des marchés financiers c. Girard*, 2015 QCCQ 2985 par. 145; *Autorité des marchés financiers c. Archer Or inc.*, 2011 QCBDR 123, par. 56 et 57.

²⁴² *Déry c. Autorité des marchés financier*, 2013 QCCS 3564 par. 46; *Autorité des marchés financiers c. Girard*, 2015 QCCQ 2985 par. 145; *Autorité des marchés financiers c. Archer Or inc.*, 2011 QCBDR 123, par. 56 et 57 ; *Commission des valeurs mobilières du Québec c. Claude Durocher*, C.Q. Montréal (Chambre pénale), Mtl. n° 500-27-137112-850, 21 avril 1989, j. C. Morand cité dans *2158-4800 Québec inc., Valorisation P.M.V.F. inc. et Roland Gingras*, (1992) Vol. 23, n° 36, B.C.V.M.Q., 3; voir également *SEC v. Ralston Purina*, 346 U.S. 119, (1953); Marie-Andrée Latreille et Nicholas Morin, « Tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur la dispense d'émetteur fermé sans jamais oser le demander », dans S.F.C.B.Q., *Développements récents en droit des affaires*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2017, p.18 et 19.

²⁴³ *R. v. Piepgrass*, [1959] A.J. No. 38, (C.A.); *Déry c. Autorité des marchés financier*, 2013 QCCS 3564 par. 46; *Autorité des marchés financiers c. Girard*, 2015 QCCQ 2985 par. 145; *Autorité des marchés financiers c. Archer Or inc.*, 2011 QCBDR 123, par. 57 ; Jean-Francois Bernier, « Société fermée et financement public de la PME », dans S.F.C.B.Q., *Développements récents sur les valeurs mobilières*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2002; p.71; Marie-Andrée Latreille et Nicholas Morin, « Tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur la dispense d'émetteur fermé sans jamais oser le demander », dans S.F.C.B.Q., *Développements récents en droit des affaires*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2017, p.19.

liens avec elle »²⁴⁴. Initialement interprétés de manière disjonctive, ces deux tests ont fini par être appliqués de manière cumulative²⁴⁵.

Avec le temps, la notion d'appel public à l'épargne a été laissée de côté au Canada en faveur d'une approche réglementaire plus structurée. Au Québec, toute personne qui effectue un placement d'un titre soumis à l'application de la LVM doit préparer un prospectus, à moins de se prévaloir d'une des dispenses prévues par le Règlement 45-106. Pour ce qui est de la collecte des capitaux, les dispenses du Règlement 45-106 rendent compte de cette distinction entre les marchés privés et publics, mais à l'aide de critères plus précis. Pensons, par exemple, à la dispense d'investisseur qualifié.

Or, plusieurs observateurs questionnent l'hypothèse sous-jacent à la dichotomie entre marchés privés et publics à l'ère de la financiarisation, de l'essor des véhicules d'investissement complexes et du développement des marchés privés. Parmi ces observateurs, les écrits des professeurs Langevoort, Sale et Thompson se démarquent pour avoir introduit un fondement conceptuel à ce questionnement à travers la notion de *publicness*.²⁴⁶ Essentiellement, en référant à cette notion, ils font valoir que de nombreuses entreprises, bien que techniquement privées, remplissent des fonctions, assument des rôles ou génèrent des externalités typiquement associés aux sociétés cotées.²⁴⁷

[W]e suspect that some portion of what we call securities regulation follows from an effort to create more accountability of large, economically powerful business institutions that is only loosely coupled with orthodox (and arguably more measurable) notions of investor protection. This is the more general meaning of the term "publicness" what society demands of powerful institutions, in terms of

²⁴⁴ Jean-Francois Bernier, « Société fermée et financement public de la PME », dans S.F.C.B.Q., *Développements récents sur les valeurs mobilières*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2002, p. 71, à la p. 81; Marie-Andrée Latreille et Nicholas Morin, « Tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur la dispense d'émetteur fermé sans jamais oser le demander », dans S.F.C.B.Q., *Développements récents en droit des affaires*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2017, p.19.

²⁴⁵ *Déry c. Autorité des marchés financiers*, 2013 QCCS 3564, par. 47-56 ; *Lavigne c. Autorité des marchés financiers*, 2008 QCCS 3745, par. 78-80 ; *Autorité des marchés financiers c. Valiquette*, 2010 QCCQ 4995, par. 56 ; *2158-4800 Québec Inc., Valorisation P.M.V.F. Inc., Roland Gingras*, [1992] vol 23, n° 36 Bull. C.V.M.Q. 1 ; Jean-Francois Bernier, « Société fermée et financement public de la PME », dans S.F.C.B.Q., *Développements récents sur les valeurs mobilières*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2002, p.71, à la p. 82; Céline Carpentier et Jean-Marc Suret, *Le placement privé et la dimension réglementaire du financement des entreprises*, Série scientifique, Montréal, CIRANO, 2004; Marie-Andrée Latreille et Nicholas Morin, « Tout ce que vous avez toujours voulu savoir sur la dispense d'émetteur fermé sans jamais oser le demander », dans S.F.C.B.Q., *Développements récents en droit des affaires*, Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2017, p.19.

²⁴⁶ Donald C. Langevoort et Robert B. Thompson, " 'Publicness' in Contemporary Securities Regulation after the JOBS Act", (2013) 101 *Geo. L.J.* 337; Robert B. Thompson et Donald C. Langevoort, "Redrawing the Public–Private Boundaries in Entrepreneurial Capital Raising", (2013) 98 *Cornell L. Rev.* 1573 ; Hillary A. Sale, *The New "Public" Corporation*, (2011) 74 *Law & Contemp. Probs.* 137.

²⁴⁷ Voir Sarah Murray, "Can private equity meet public responsibilities?", FT, 11 octobre 2023.

transparency, accountability, and openness, in order for that power to be legitimate.²⁴⁸

Dans cette perspective, la *publicness* devient une propriété fonctionnelle, qui appelle une régulation adaptée en fonction de l'intérêt public en jeu. Ainsi, certaines sociétés non cotées, telles que les licornes technologiques (« *unicorns* »), c.-à-d. les sociétés atteignant une valorisation de \$ 1G (USD), ou les fonds d'investissement géants, deviennent *de facto* « publiques » par leur capacité à influencer les marchés, à concentrer des risques diffus, ou à capter l'épargne institutionnelle. Leur traitement dérogatoire dans le régime juridique actuel constitue, selon ces auteurs, une anomalie normative et un angle mort du droit des valeurs mobilières dans la mesure où la réglementation ne devrait pas être fondée sur le mode de financement – privé ou public – mais plutôt sur l'impact sociétal des entreprises. Ils plaident donc pour l'adoption d'un modèle à intensité variable, où les obligations de gouvernance, de transparence et de responsabilité évoluent selon le degré de *publicness*, et non selon une appartenance binaire au marché coté.

Dans la mouvance de ces auteurs, d'autres militent aussi en faveur d'une reconceptualisation du droit des valeurs mobilières fondée sur une évaluation différenciée du risque informationnel et du risque systémique des sociétés concernées. Ils soulignent notamment le caractère arbitraire des seuils d'actifs ou de revenus définissant un investisseur qualifié. En effet, les seuils utilisés pour définir un investisseur qualifié ne tiennent pas toujours compte de la sophistication réelle ou de la capacité à évaluer les risques, ce qui peut exclure indûment certains investisseurs ou, à l'inverse, en exposer d'autres à des produits complexes sans protection adéquate.²⁴⁹ De plus, même les investisseurs qualifiés peuvent subir les conséquences d'une asymétrie d'information extrême dans un contexte de non-divulgaration, comme l'a fait ressortir de manière spectaculaire le scandale Theranos : « sophistication is not quite the safeguard it's presumed to be ». ²⁵⁰

Dans ce contexte, diverses avenues de réforme ont été mises de l'avant pour prendre le relais à la dichotomie entre les marchés privés et publics. Une première avenue consiste à imposer des obligations minimales de divulgation – et de gouvernance – aux sociétés financées sur les marchés privés. À titre d'exemple, Fan propose de soumettre les licornes, à des obligations de divulgation renforcées :

²⁴⁸ Donald C. Langevoort et Robert B. Thompson, “ ‘Publicness’ in Contemporary Securities Regulation after the JOBS Act”, (2013) *Geo. L.J.* 337, 340.

²⁴⁹ Voir, par exemple, Recommendation of the Investor as Purchaser Subcommittee and the Investor Education Subcommittee: Accredited Investor Definition, Securities and Exchange Commission, 2012 <en ligne: <http://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/accredited-investor-definition-recommendation.pdf>>; Michael Finke, Tao Guo et Sandra Huston, “The unsophisticated “sophisticated”: Old age and the accredited investors definition”, (2021) 4 *Fin. Planning Rev.* 1; Elizabeth de Fontenay, “The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company”, (2017) 68 *Hastings L. Rev.* 445, 467-468.

²⁵⁰ Caroline Crenshaw, *Big “Issues” in the Small Business Safe Harbor: Remarks at the 50th Annual Securities Regulation Institute*, 30 janvier 2023. Voir aussi Elizabeth Pollman, “Private Company Lies”, (2020) 109 *Geo. L.J.* 553.

[O]nce a private company reaches unicorn status, it should be subject to some of the same reporting obligations as public companies to provide greater transparency and protect minority stockholders (i.e., employees). Although venture capital investors expect that the companies they invest in provide certain financial information to them (which is then memorialized in an investors' rights agreement), other stockholders and interested parties typically do not have rights to such information. In particular, minority investors and other stockholders, such as employees or former employees who have exercised stock options, have limited or no rights to obtain financial information and other information relevant to making an investment decision.²⁵¹

Comme le note Georgiev, le principal avantage de cette proposition est qu'elle offre une solution ciblée, ce qui facilite à la fois son évaluation et sa mise en œuvre.²⁵² En revanche, parce qu'elle est ciblée, elle se concentre sur un sous-ensemble des problèmes causés par la rupture de la frontière entre le public et le privé et que les interventions suggérées, bien que ciblées, ne sont pas systémiques.

Une seconde avenue a été évoquée par le personnel de la SEC. Similaire à la précédente, elle consiste à identifier une catégorie d'émetteurs privés dont la nature justifierait l'application d'obligations de transparence, menant à une surveillance accrue des régulateurs. Plus particulièrement, en 2023, la commissaire Crenshaw a remarqué qu'imposer de telles obligations à des grands émetteurs privés d'importance systémique (« *large and potentially systemically important private issuers* ») pourrait générer des bénéfices en améliorant la compréhension des régulateurs des marchés privés et des risques qui y sont associés.²⁵³ En outre, les obligations de transparence permettraient d'accroître l'intégrité du marché et l'imputabilité des acteurs. À cette fin, outre les obligations de divulgation, des exigences particulières relatives au contrôle interne et à la gouvernance pourraient être envisagées. Sans élaborer, la commissaire évoquait la possibilité d'avoir recours à une approche deux niveaux, similaire à celui prévu par la Regulation A, qui imposerait certaines obligations accrues aux grands émetteurs privés et aux émissions importantes.

Bien que ces avenues paraissent exploratoires, force est de constater que l'encadrement au Canada et à l'étranger comporte déjà des régimes qui imposent des obligations, notamment de transparence, en fonction de certains critères de taille. À titre d'exemple, la *Loi sur la lutte contre le travail forcé et le travail des enfants dans les chaînes d'approvisionnement* impose des obligations de divulgation aux entreprises, qu'elles soient cotées ou non, en fonction de certains critères de taille (actifs, revenus, employés)²⁵⁴. En Europe, la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) édicte des obligations d'informations en matière de durabilité selon les normes ESRS (*European Sustainability Reporting Standards*) élaborées par l'European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG) qui sont balisées par des critères similaires à l'approche

²⁵¹ Jennifer S. Fan, "Regulating Unicorns: Disclosure and the New Private Economy", (2016) 57 *B.C.L. Rev.* 583, 585.

²⁵² George S. Georgiev, "The Breakdown of the Public–Private Divide in Securities Law: Causes, Consequences, and Reforms", (2021) 18 *NYU J. Law & Bus.* 221, 295.

²⁵³ Caroline Crenshaw, *Big "Issues" in the Small Business Safe Harbor: Remarks at the 50th Annual Securities Regulation Institute*, 30 janvier 2023.

²⁵⁴ L.C. 2023, c. 9.

canadienne qui sont fondés sur le nombre d'employés, le chiffre d'affaires et le bilan²⁵⁵. Tout en reconnaissant que la CRSD a été modifiée par la Directive dite « *stop the clock* », notamment s'agissant du calendrier de mise en œuvre, l'approche fondée sur des seuils demeure néanmoins.

4.1.2 Révision de la notion d'investisseur qualifié

La notion d'investisseur qualifié occupe une place centrale dans l'architecture du marché dispensé, servant de critère déterminant tant pour la dispense d'« investisseur qualifié » que pour celle applicable aux émetteurs fermés, comme le notait la SEC :

Qualifying as an accredited investor, as an individual or an institution, is significant because accredited investors may [...] participate in investment opportunities that are generally not available to non-accredited investors, including certain investments in private companies and offerings by certain hedge funds, private equity funds, and venture capital funds.²⁵⁶

En effet, sur le plan conceptuel, cette catégorie vise à circonscrire l'accès aux placements dispensés de l'obligation de prospectus à des institutions ou des individus présumés disposer des connaissances financières, de l'expérience ou des ressources suffisantes pour évaluer les risques inhérents à ces investissements et en absorber les pertes potentielles²⁵⁷.

Or, comme l'ont reconnu les ACVM, la définition d'investisseur qualifié demeure ancrée dans des seuils de richesse et de revenu établis il y a plusieurs décennies qui n'ont pas été indexés sur l'inflation ni mis à jour pour refléter la sophistication moderne des investissements²⁵⁸. Dans ce contexte, certains considèrent la définition trop inclusive (permettant l'accès à des particuliers relativement peu avertis mais fortunés), d'autres trop restrictive (excluant les investisseurs avertis sur le plan financier qui ne disposent pas d'une valeur nette suffisante).

Dans la foulée de la crise financière, les ACVM ont envisagé procéder à une modification de la dispense d'investisseur qualifié²⁵⁹. La modification proposée ne changeait pas les seuils applicables aux personnes physiques pour les fins de leur statut d'investisseur

²⁵⁵ Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) no 537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises.

²⁵⁶ Securities and Exchange Commission, *Accredited Investor Definition*, Release Nos. 33-10824; 34-89669; File No. S7-25-19, 8 décembre 2020.

²⁵⁷ Voir Avis de publication des ACVM : *Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription - Dispenses de prospectus pour placement auprès des investisseurs qualifiés et pour investissement d'une somme minimale*, 19 février 2015, p. 2.

²⁵⁸ Ibid.

²⁵⁹ « Document de consultation 45-401 du personnel des ACVM – Examen des dispenses pour investissement d'une somme minimale et pour placement auprès d'investisseurs qualifiés », (2011) 8 Bull. A.M.F. 337.

qualifié²⁶⁰. Plutôt, elle imposait aux personnes physiques l'obligation de remplir et signer un nouveau formulaire de reconnaissance de risque décrivant, en langage simple, les catégories d'investisseurs qualifiés qui sont des personnes physiques et les protections auxquelles l'investisseur renonce en souscrivant ou en acquérant des titres sous le régime de la dispense²⁶¹. Cette obligation ne s'appliquerait pas aux investisseurs qualifiés qui sont des personnes physiques admissibles comme « clients autorisés » en vertu du Règlement 31-103, soit des personnes physiques possédant un actif financier de plus de 5 millions de dollars. La réforme proposée est toutefois demeurée lettre morte.

Du côté des États-Unis où pareilles critiques ont été formulées, la SEC a révisé la dispense d'investisseur qualifié prévue par la Rule 501 du *Regulation D* du *Securities Act of 1933* en 2020²⁶². La révision s'est appuyée sur le postulat que la richesse ne devrait pas être le seul critère permettant d'établir la sophistication financière d'un individu. Selon la SEC, les caractéristiques d'un investisseur visées par la définition devraient pouvoir être démontrées de diverses manières dont qui la capacité d'analyser les risques et les avantages, la capacité d'allouer les investissements de manière à atténuer ou à éviter les risques de pertes insoutenables, ou la capacité d'accéder à des informations sur un émetteur ou sur une opportunité d'investissement, ou encore la capacité de supporter le risque d'une perte. Par conséquent, au terme de cette révision, la SEC a créé de nouvelles catégories de personnes physiques et morales qui peuvent être considérées comme des investisseurs accrédités, indépendamment de leur fortune, pour autant que ces investisseurs ont démontré leur capacité à évaluer une opportunité d'investissement. Spécifiquement, la définition d'investisseur qualifié a été élargie pour inclure, indépendamment de la richesse ou du revenu, certaines personnes physiques détenant l'un des permis octroyés par la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) : Series 7 : General Securities Representative; Series 65 : Investment Adviser Representative; Series 82 : Private Securities Offerings Representative.

Plus récemment, le Projet de loi H.R.3394 – *Fair Investment Opportunities for Professional Experts Act* a été adopté par la Chambre des représentants en juin 2025. En attente d'examen au Sénat, il vise à étendre la définition d'investisseur accrédité pour inclure toute personne que la SEC reconnaît comme ayant une expertise professionnelle ou éducative suffisante. Cela pourrait donc inclure des professionnels expérimentés même s'ils ne détiennent pas les permis FINRA.

Pour l'heure, nous pouvons donc constater que les régulateurs procèdent avec prudence relativement à la définition d'investisseur qualifié. S'ils manifestent une volonté d'élargir cette catégorie, les régulateurs procèdent avec le souci de ne pas mettre en péril la protection des investisseurs. Au Canada, cette préoccupation semble avoir fait en sorte que la dispense d'investisseur qualifié demeure inchangée. Il serait certes pertinent de revoir cette dispense à la lumière de la recommandation qu'avait formulée le Groupe de

²⁶⁰ « Avis de consultation – Règlement modifiant le Règlement 45-106 sur les dispenses de prospectus et d'inscription et concordant - Dispenses de prospectus pour placement auprès d'investisseurs qualifiés et pour investissement d'une somme minimale », (2014) 11 Bull. A.M.F. 141.

²⁶¹ Tout représentant ou toute autre personne, inscrit ou non, qui participe à l'opération avec l'investisseur individuel serait tenu de remplir et de signer.

²⁶² Securities and Exchange Commission, *Accredited Investor Definition*, Release Nos. 33-10824; 34-89669; File No. S7-25-19, 8 décembre 2020.

travail sur la modernisation de la législation sur les valeurs mobilières au Canada qui mettait l'accent sur le rôle des professionnels en valeurs mobilières. Selon le Groupe de travail, la dispense pourrait être élargie afin d'inclure non seulement les personnes fortunées, mais également celles qui s'appuient sur une personne inscrite pour prendre leur décision d'investir dans le placement privé. Les connaissances financières approfondies de la personne inscrite seraient alors transférées à son client.

4.1.3 Accroître la liquidité des placements privés

De par leur nature, les actions émises par un émetteur qui n'est pas assujéti ne sont pas liquides. Tel que nous l'avons expliqué ci-dessus, le système fermé vient restreindre la revente des titres émis en vertu d'un placement privé. Les investisseurs doivent eux-mêmes se prévaloir d'une dispense pour revendre leurs propres titres, et ce, tant et aussi longtemps que l'émetteur n'est pas assujéti. Afin de pallier les inconvénients découlant de l'absence de liquidité des titres émis sur le marché dispensé, des initiatives récentes ont été mises de l'avant pour établir un pont entre les marchés privés et publics.

Pour les fins de cette étude nous nous concentrons sur le système PISCES (Private Intermittent Securities and Capital Exchange System) introduit en juin 2025 au Royaume-Uni et qui sera opérationnel d'ici la fin de 2025.²⁶³ Le système PISCES n'est pas une plateforme de négociation unique, mais un régime réglementaire exploité dans un bac à sable réglementaire (jusqu'en 2030) qui permet à plusieurs participants au marché de créer des bourses privées pour titres de sociétés non cotées, et ce, sous la supervision directe de la Financial Conduct Authority (FCA). Ces bourses privées et les sociétés qui y ont recours pour la négociation de leurs titres sont soumises à des règles communes d'inscription et de fonctionnement édictées par la FCA.

Plus spécifiquement, le système poursuit trois principaux objectifs :

- Offrir de la liquidité aux actionnaires de sociétés privées, y compris les employés et les premiers investisseurs.
- Permettre aux entreprises privées de rester non cotées tout en accédant à un plus large éventail d'investisseurs.
- Renforcer l'attractivité du Royaume-Uni comme centre financier innovant.

Les transactions se feront lors de périodes de négociation intermittentes, incluant des enchères périodiques ou des fenêtres de négociation limitées dans le temps. Les entreprises pourront définir un plancher et un plafond de prix pour leurs actions, contrôler qui peut acheter leurs titres et gérer la diffusion d'informations sur les transactions. Seuls les investisseurs institutionnels, professionnels, salariés ou certains investisseurs avertis peuvent participer. Les investisseurs particuliers ne sont généralement pas autorisés.

²⁶³ Financial Conduct Authority, *Private Intermittent Securities and Capital Exchange System: Sandbox Arrangements*, Policy Statement PS25/6, juin 2025. Pour une vue d'ensemble de l'historique de cette initiative, voir *PISCES – A new source of liquidity in the UK for unlisted companies*, Davis Polk, 20 juin 2025.

Reflétant la discussion ci-dessus relative au *publicness*, PISCES se caractérise par un régime de divulgation plus exigeant que pour le marché privé, dit *private-plus*. Les principales caractéristiques de ce régime sont les suivantes.

Avant chaque fenêtre de négociation, les sociétés doivent fournir des renseignements essentiels (core disclosure information) consistant en la description de l'entreprise et du modèle d'affaires, la structure de capital et la gouvernance, les états financiers des trois dernières années, les conditions des transactions (période d'ouverture, fourchettes de prix ou méthodes de fixation des prix, éventuelles restrictions de transfert) et le caractère intermittent de celles-ci.²⁶⁴ Entre les fenêtres de négociation, il n'y a aucune obligation de divulgation continue. Ainsi, les informations ou événements significatifs (acquisition, litige, changement de direction) ne sont pas automatiquement publiés, sauf si la société choisit de le faire pour ses investisseurs.

L'ensemble des renseignements publiés conformément au régime PISCES est soumis à la supervision de la FCA. De plus, les sociétés et leurs dirigeants peuvent être tenues responsables pour dommages-intérêts par les investisseurs en cas de communication d'information fautive ou trompeuse ou d'omission importante, sous certaines conditions.

Du reste, en permettant la reconnaissance de plusieurs plateformes PISCES, l'encadrement ouvre la porte à une concurrence qui pourrait mener à l'émergence de places boursières répondant aux particularités des sociétés, incluant les besoins de liquidité de leurs investisseurs. En revanche, la multiplicité des plateformes crée un risque de fragmentation de la liquidité, affectant négativement la profondeur du marché et le processus de fixation des prix.

À l'heure actuelle, nous ne pouvons pas porter un jugement sur la valeur de cette initiative. Certains observateurs formulent des réserves, questionnant la réelle contribution de PISCES en matière de liquidité compte tenu du risque de fragmentation du marché pouvant résulter de la multiplication des plateformes et du caractère intermittent des négociations.²⁶⁵ D'autres sont plus cinglants, y voient une grande menace pour la protection des investisseurs en raison du laxisme réglementaire qui caractérise PISCES: « It's an unregulated buyer-meets-seller market that embraces information asymmetry while bypassing banks, advisers and intermediaries with long-term reputations to protect ». ²⁶⁶

4.2 Améliorer l'attractivité du marché des premiers appels public à l'épargne : quel rôle pour la réglementation?

²⁶⁴ Financial Conduct Authority *Private Intermittent Securities And Capital Exchange System (Piscès) Instrument*, 2025/20, 2025, art. 2.3.

²⁶⁵ *Sink or swim? Pressure on PISCES to deliver liquidity in private-plus market*, Humphreys Law, 1er juillet 2025.

²⁶⁶ Bryce Elder, "Anything goes on PISCES, London's bottom-feeding private stock market", FT, 10 juin 2025.

Tel que nous l'avons fait ressortir ci-dessus, le déclin du nombre de premiers appels publics à l'épargne – et de sociétés cotées – est le résultat d'un ensemble de facteurs. Si elle est fréquemment identifiée comme une cause importante, la réglementation joue un rôle moins central que le font valoir les critiques. Tout de même, force est de constater que la réglementation du PAPE a peu évolué au fil du temps. Pourtant, plusieurs rapports et études ont proposé des réformes de l'encadrement du PAPE au cours des trente dernières années²⁶⁷. La relative stabilité de l'encadrement suggère qu'il n'est pas aisé de procéder à une réforme, étant donné les conséquences pouvant découler d'un allègement réglementaire mal calibré pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement du marché. Dans ce contexte, nous souhaitons insister sur l'importance de réfléchir à une approche proportionnée en matière d'encadrement du PAPÉ.

Comme point de départ, rappelons que le marché canadien des valeurs mobilières se caractérise par une forte proportion de petites et moyennes sociétés, particulièrement présentes dans les secteurs minier, énergétique, technologique et des ressources naturelles, et une petite proportion de sociétés de grande taille. Or, la réglementation en valeurs mobilières canadienne a été paradoxalement calquée sur les normes élaborées aux États-Unis où les sociétés cotées sont en plus grande proportion de grande taille. Dès les années 1990, le fardeau disproportionné imposé par la réglementation canadienne aux sociétés de plus petite taille a soulevé des préoccupations sur la capacité des PME à supporter les coûts de conformité et sur la perte d'attractivité des PAPE pour les entreprises en croissance. À preuve, en 1996, un groupe de travail de la CVMO proposait des réformes de l'encadrement du marché primaire en exposant ainsi le contexte des travaux.

The focus of the Task Force's mandate has been on the regulatory framework for SME equity investments: improving the comprehensibility and utility of that framework to market participants, eliminating regulatory costs which are disproportionate to the significance of the underlying objective, and ultimately improving the efficacy of the regulatory scheme.²⁶⁸

De fait, le thème de la réglementation proportionnée, adossée sur le constat de l'existence de coûts fixes imposés par les règles, constituera un fil conducteur des travaux menés par les régulateurs dans les décennies qui ont suivi.

La réglementation proportionnée repose sur le principe que les exigences réglementaires doivent être calibrées en fonction de la taille, de la complexité et du profil de risque des émetteurs, plutôt qu'imposées de manière uniforme. Explorée par la Pre Sarra, cette approche vise à permettre aux entreprises à plus faible capitalisation d'accéder aux marchés publics avec des exigences de divulgation et de gouvernance adaptées à leurs capacités financières²⁶⁹.

²⁶⁷ Voir Ontario Securities Commission, Task Force on Small Business Financing, *Final Report*, Toronto, 1996; Task Force to Modernize Securities Legislation in Canada, *Canada Steps Up*, Final Report, Toronto, 2006; Expert Panel on Securities Regulation, *Final Report and Recommendations*, Ottawa, 2009; Ontario, Groupe de travail sur la modernisation relative aux marchés financiers, *Rapport Final*, 2021.

²⁶⁸ Ontario Securities Commission, Task Force on Small Business Financing, *Final Report*, Toronto, 1996, p. 16.

²⁶⁹ Janis Sarra, *Proportionate Securities Regulation: The Potential for Scaled Treatment of Junior Issuers*, A Research Study Prepared for the Expert Panel on Securities Regulation, 2008.

D'une certaine manière, nous pouvons voir le régime des émetteurs émergents comme un laboratoire du modèle de réglementation proportionnée. Pour mémoire, la notion d'émetteur émergent est apparue lors de l'adoption du *Règlement 51-102 sur les obligations d'information continue* en 2004 pour alléger certaines exigences qui y étaient prévues pour les émetteurs inscrits à une bourse de croissance qui ne sont pas inscrits à une bourse senior. Par la suite, la notion a servi pour baliser des aménagements aux exigences en matière de gouvernance, dont celles relatives au contrôle interne et au comité d'audit.

De manière sommaire, les principaux allègements réglementaires concernant les émetteurs émergents consistent en :

- des délais de dépôt plus longs pour les états financiers annuels et intermédiaires;
- un seuil plus élevé de déclaration des acquisitions significatives;
- aucune obligation de déposer une notice annuelle;
- la capacité de déposer un document présentant les faits saillants trimestriels pour se conformer à l'obligation de déposer un rapport de gestion intermédiaire;
- des obligations différentes en matière de gouvernance;
- des obligations d'attestation allégées.

Prenant acte de l'importance des émetteurs émergents dans les marchés des capitaux canadiens, ainsi que des défis de conformité pour ces derniers, les ACVM ont mené une consultation en 2010 en vue d'examiner la faisabilité de l'adoption d'une réglementation sur mesure pour les émetteurs émergents. Au terme de la consultation, les ACVM ont publié le projet de *Règlement 51-103 sur les obligations permanentes des émetteurs émergents en matière de gouvernance et d'information* et d'autres règlements de modification pour deux périodes de consultation distinctes.

Les projets prévoyaient des obligations en matière d'information continue et de gouvernance ainsi que des obligations d'information à fournir dans le prospectus et à l'occasion de certains placements faits sous le régime d'une dispense de prospectus exigeant la communication d'information. Concrètement, en matière d'information continue, il était envisagé de combiner dans un rapport annuel unique : 1) les états financiers annuels audités; 2) le rapport de gestion; 3) l'attestation des dirigeants; 4) les informations sur la gouvernance et la rémunération. De plus, les émetteurs émergents publieraient un rapport semestriel obligatoire, plutôt qu'un rapport trimestriel. Par ailleurs, les projets proposaient une modification du régime du prospectus ordinaire dont le contenu allait s'arrimer avec celui du rapport annuel. De plus, seulement deux exercices audités seraient requis.²⁷⁰

En fin de compte, les ACVM ont décidé de ne pas mettre en œuvre le projet de Règlement 51-103 dans sa forme initiale. Elles ont plutôt opté pour une approche graduelle, en intégrant certaines propositions dans des modifications ponctuelles aux règlements existants. S'agissant des émetteurs émergents, par exemple, des modifications ont été

²⁷⁰ Les « petits émetteurs » pouvaient aussi bénéficier de la dispense de l'Annexe 41-101A1 leur permettant de présenter, dans le prospectus du premier appel public à l'épargne, des états financiers annuels audités sur un exercice seulement, accompagnés d'information financière comparative non auditée,

apportées au Règlement 51-102 en 2015 afin de les autoriser à remplacer le rapport de gestion intermédiaire par des faits saillants trimestriels.

Néanmoins, les préoccupations relatives à la proportionnalité de la réglementation sont demeurées. Ainsi, en 2017, les ACVM ont publié le Document de consultation 51-404 – *Considérations relatives à la réduction du fardeau réglementaire des émetteurs assujettis qui ne sont pas des fonds d'investissement* au soutien d'une consultation étendue sur la réduction du fardeau réglementaire des émetteurs assujettis.

En autres, le document de consultation envisageait des moyens de réduire les obligations de déclaration des petits émetteurs assujettis en utilisant une formule différente de celle de l'émetteur émergent. Plutôt que d'avoir recours à l'inscription à la cote d'une bourse de croissance pour tracer le champ d'application du régime allégé, le document de consultation évoquait une distinction reposant sur la taille s'inspirant du régime du *Smaller Reporting Companies* prévu par la Regulation S-K aux États-Unis. La taille de l'émetteur assujetti serait mesurée en fonction, par exemple, de l'importance de ses actifs, de ses produits des activités ordinaires, de sa capitalisation boursière ou d'une combinaison de critères. Ainsi, la distinction fondée sur la taille permettrait aux petits émetteurs assujettis inscrits à la cote de bourses importantes de se conformer aux obligations réglementaires allégées dont seuls les émetteurs émergents bénéficient à l'heure actuelle.

De manière plus ciblée, le document de consultation explorait l'opportunité d'alléger les obligations de divulgation s'appliquant au prospectus ordinaire en :

- assouplissant les obligations de présentation d'états financiers audités dans le prospectus relatif à un PAPE en les réduisant de trois à deux années;
- supprimant ou de modifiant certaines autres obligations relatives au prospectus afin de réduire les coûts d'établissement de l'information tout en nous assurant que les investisseurs éventuels continuent de recevoir l'information claire, compréhensible et exhaustive.

En outre, le document de consultation relançait la discussion relativement à la possibilité pour les émetteurs assujettis (ou seulement aux petits émetteurs assujettis) de produire des rapports trimestriels ou semestriels, une proposition qui a été reprise récemment par le Groupe de travail pour la modernisation des marchés des capitaux de l'Ontario.

En 2018, les ACVM ont fait le point sur le résultat des consultations en identifiant les priorités qu'elles allaient poursuivre. Aucune d'entre elles ne portait explicitement sur la proportionnalité de la réglementation en matière de PAPE (premier appel public à l'épargne) selon la taille de l'émetteur.

En somme, bien que les ACVM aient démontré une sensibilité croissante aux enjeux de proportionnalité et aient mis en œuvre certaines mesures d'allégement, les réformes adoptées demeurent fragmentaires. Une réforme systémique, fondée sur une catégorisation des émetteurs selon leur taille et leur profil de risque, reste à concrétiser pour répondre pleinement aux besoins des entreprises en croissance et renforcer l'attractivité des marchés publics canadiens. Toutefois, l'élaboration d'un tel régime soulève des défis importants, tant sur le plan de la définition des seuils pertinents que sur celui de la stabilité réglementaire. La crainte d'une complexification excessive du cadre normatif, les risques de transitions fréquentes entre régimes d'un exercice à l'autre, ainsi

que les enjeux de transparence pour les investisseurs, constituent autant d'obstacles à surmonter. Par ailleurs, l'efficacité réelle d'une telle réforme pour endiguer la privatisation des marchés de capitaux reste une question ouverte, qui pourrait nécessiter des réformes plus ambitieuses, inspirées de modèles étrangers ayant déjà expérimenté des approches différenciées, comme les régimes américains des « *Smaller Reporting Companies* » ou européens du « *EU Growth Prospectus* ».

4.3 Renforcer la surveillance des fonds d'investissement privés

Comme nous l'avons vu, les fonds d'investissement privés occupent une place importante dans l'écosystème financier canadien. Leur rôle dans le financement des entreprises, tant émergentes que matures, s'est considérablement accru, tout comme leur empreinte systémique. Au Canada, ces fonds opèrent principalement dans le cadre du marché dispensé, c'est-à-dire en dehors des exigences de prospectus applicables aux marchés publics. Bien que ce marché soit destiné aux investisseurs dits « qualifiés », la croissance rapide de ces véhicules soulève des préoccupations en matière de transparence, de gouvernance et de stabilité financière.

Comme pour les émetteurs se finançant dans le marché dispensé, l'argument traditionnel en faveur d'une réglementation allégée des fonds d'investissement privés repose sur l'idée que les investisseurs sont suffisamment sophistiqués pour se protéger eux-mêmes. Ainsi, si les gestionnaires de portefeuille, les gestionnaires de portefeuille et les courtiers sur le marché dispensé font l'objet d'un encadrement en vertu du Règlement 31-103 (mais peuvent bénéficier de dispenses), les fonds d'investissement privés ne sont pas réglementés de manière spécifique. La gouvernance des fonds d'investissement privé relève essentiellement du contrat, soit de société en commandite en droit civil, soit de *limited partnership* en common law.

Or, le postulat selon lequel les investisseurs qualifiés sont en mesure de se protéger eux-mêmes mérite d'être nuancé. En effet, la catégorie d'investisseurs qualifiés est vaste et englobe des investisseurs institutionnels et des investisseurs de détails. De plus, même au sein des investisseurs institutionnels, il existe une hétérogénéité qui affecte leur capacité à bien évaluer la performance des fonds d'investissement.²⁷¹ Ces constats suggèrent qu'une approche plus fonctionnelle de la réglementation, fondée non sur le statut de l'investisseur, mais sur les risques inhérents aux produits et aux structures mérite d'être explorée.

Dans cette perspective, les expériences états-unienne et européenne sont pertinentes. Aux États-Unis, depuis le *Dodd-Frank Act*, les gestionnaires de fonds privés américains doivent s'inscrire auprès de la SEC et se soumettre à certaines obligations de divulgation. En 2022–2023, la SEC a proposé un ensemble de règles— les *Private Fund Adviser*

²⁷¹ Josh Lerner, Antoinette Shoar et Wan Wongsunwai, « Smart Institutions, Foolish Choices: The Limited Partner Performance Puzzle », (2007) 62 *J. Fin.* 731 (résultats suggérant que les investisseurs varient en termes de sophistication et, potentiellement, d'objectifs d'investissement); Peter Morriss et Ludovic Phalippou, « A New Approach to Regulating Private Equity », (2012) 12 *J. Corp. Law Stud.* 59 (distinguant investisseurs qualifiés et investisseurs sophistiqués).

Rules — visant à renforcer la transparence sur les frais, les performances, les ententes préférentielles (*side letters*) et les conflits d'intérêts.²⁷² Cependant, plusieurs de ces dispositions ont été invalidées en juin 2024 une décision de la Cour d'appel du Cinquième Circuit du Texas qui a jugé que la SEC avait outrepassé son autorité réglementaire. Cette décision a mis un frein à ce projet ambitieux de réglementation des fonds privés.²⁷³

En Europe, la directive AIFM (*Alternative Investment Fund Managers Directive*) encadre les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs.²⁷⁴ Essentiellement, la directive exige que les gestionnaires soient agréés et respectent un ensemble d'obligations prudentielles, organisationnelles et de transparence dont l'intensité varie en fonction des actifs sous gestion.²⁷⁵ De son côté, après le Brexit, le Royaume-Uni a choisi de maintenir en place en grande partie les exigences de l'AIFDM par l'entremise des règles de la FCA. En 2025, le régulateur britannique a toutefois amorcé une consultation relativement à ces règles.²⁷⁶

La directive AIFM a suscité d'importantes critiques, notamment au sein de l'industrie du capital-investissement et des fonds alternatifs, qui remettent en question la nécessité d'un encadrement aussi étendu compte tenu des mécanismes d'autoréglementation déjà en place.²⁷⁷ Les critiques soulignent que l'imposition d'un cadre réglementaire uniforme ne tient pas compte des spécificités structurelles et opérationnelles des fonds d'investissement privés.²⁷⁸ Cette inadéquation engendre des obligations de conformité particulièrement lourdes, dont les coûts sont jugés disproportionnés par rapport aux bénéfices attendus en matière de protection des investisseurs ou de stabilité financière.

Tout en reconnaissant la légitimité des critiques des initiatives réglementaires américaines et européennes, il apparaît néanmoins pertinent que les ACVM examinent l'opportunité de mettre en place un cadre réglementaire adapté aux fonds d'investissement privés. Un

²⁷² Securities and Exchange Commission, *Private Fund Advisers; Documentation of Registered Investment Adviser Compliance Review*, Final Rule, Release No. IA-6383; File No. S7-03-22, 23 avril 2023.

²⁷³ *National Association of Private Fund Managers v Securities and Exchange Commission*, U.S. C.A. (5th Cir.), 5 juin 2024.

²⁷⁴ DIRECTIVE 2011/61/UE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 8 juin 2011 sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et modifiant les directives 2003/41/CE et 2009/65/CE ainsi que les règlements (CE) no 1060/2009 et (UE) no 1095/2010. La directive a été modifiée en 2024. Voir DIRECTIVE (UE) 2024/927 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 13 mars 2024 modifiant les directives 2011/61/UE et 2009/65/CE en ce qui concerne les modalités de délégation, la gestion du risque de liquidité, les déclarations à des fins de surveillance, la fourniture de services de dépositaire et de conservation ainsi que l'octroi de prêts par les fonds d'investissement alternatifs.

²⁷⁵ Voir Dirk Zetzsche, "The Directive on Alternative Investment Funds Managers (AIFMD): An Introduction", dans Dirk Zetzsche, dir., *The Alternative Investment Fund Managers Directive*, 3e Éd., Alphen aan den Rijn, WoltersKluwer, 2020, p. 1.

²⁷⁶ Financial Conduct Authority, *Call for Input: Future regulation of alternative fund managers*, 7 avril 2025.

²⁷⁷ Sur l'autoréglementation, voir Lin Lin, « Private equity and venture capital: a critical assessment of their growth and self-regulation », dans Iris Chiu et Iain MacNeil, dir., *Research Handbook on Global Capital Markets Law*, Cheltenham, Edward Elgar, 2023 p. 58

²⁷⁸ Zeshawn Qadir, "Interpreting Vague Provisions of the Alternative Investment Fund Managers Directive Through a Systemic Cost-Benefit Analysis", (2016) 17 *Chicago Journal of International Law* 273.

tel encadrement, fondé sur une logique de proportionnalité et tenant compte des spécificités du marché canadien, pourrait établir des normes minimales de divulgation, prévoir un système de *reporting* consolidé et organiser une supervision graduée par les régulateurs. Une telle approche permettrait de renforcer la transparence et la surveillance sans reproduire les rigidités observées dans certaines juridictions, tout en maintenant un équilibre entre la souplesse nécessaire au fonctionnement des fonds privés et la protection des investisseurs.

4.4 Révision de l'encadrement des investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels jouent un rôle clé dans les marchés privés en agissant comme commanditaires (*limited partners*) des fonds d'investissement privés. Or, comme nous l'avons souligné ci-dessus, la problématique du capitalisme d'agence soulève des enjeux pour les bénéficiaires (investisseurs) de ces investisseurs institutionnels.²⁷⁹ Ces enjeux questionnent l'adéquation du cadre réglementaire régissant les investisseurs institutionnels. Trois facettes retiennent notre attention.

Premièrement, nous pouvons nous interroger sur la robustesse de la gouvernance des investisseurs institutionnels qui varie selon la nature des institutions. En effet, ces investisseurs sont régis par des lois constitutives et des régulateurs qui définissent leurs objectifs et les instruments de gouvernance. Or, si certains régimes législatifs sont très étoffés en matière de gouvernance,²⁸⁰ d'autres, comme la *Loi sur les régimes complémentaires de retraite*, font davantage appel à l'autoréglementation en misant sur les pratiques exemplaires comme les lignes directrices de l' Association canadienne des organismes de contrôle des régimes de retraite (ACOR) sur la gouvernance des régimes de retraite ou les *Principes d'intendance* de la Coalition canadienne pour la bonne gouvernance.

Deuxièmement, la diversité de l'encadrement des investisseurs institutionnels fait en sorte que nous constatons une reddition de comptes asymétrique envers les bénéficiaires, que ce soit à l'égard des actifs en portefeuille, des rendements ou des relations avec les gestionnaires. Cette asymétrie informationnelle limite considérablement la capacité des bénéficiaires – cotisants, assurés ou retraités – à évaluer la performance de leurs représentants et l'alignement avec leurs intérêts. En l'absence d'informations standardisées sur les mandats de gestion, les orientations stratégiques ou les mécanismes de contrôle, les bénéficiaires ne disposent d'aucun levier réel pour exercer une surveillance ou formuler des attentes éclairées.

Enfin, l'importance du marché dispensé et des fonds de capital-investissement expose les investisseurs institutionnels à des environnements complexes, illiquides et peu transparents. Tel que mentionné ci-dessus, tous ne disposent pas de l'expertise

²⁷⁹ Voir Stéphane Rousseau et Sarah Pineau, « Principes d'intendance : le moment est-il venu d'encadrer la conduite des investisseurs institutionnels dans la gouvernance des entreprises? », (2025) 103 *R. du B. Can.* 1, 20-21.

²⁸⁰ Au Québec, voir les lignes directrices de l'Autorité des marchés financiers qui s'appliquent aux institutions de dépôt et aux assureurs.

nécessaire pour évaluer adéquatement les risques, négocier les conditions ou surveiller les gestionnaires de fonds privés. En ce sens, une étude du Bureau du Surintendant des institutions financières relative à la gestion du risque lié aux placements dans les régimes de retraite notait que les pratiques de gestion du risque lié aux placements pourraient être renforcées.²⁸¹

En somme, l'encadrement des investisseurs institutionnels qui déploient des capitaux dans les fonds de capital-investissement constitue un enjeu majeur de gouvernance financière et de protection des bénéficiaires ultimes. Il y aurait certainement lieu de procéder à une étude en profondeur de cette question dans le but de renforcer la supervision et la transparence. Compte tenu de la diversité des institutions en cause, cet exercice ne peut être mené seul par les ACVM et nécessite une mobilisation des régulateurs sectoriels, des législateurs et des parties prenantes pour adapter le cadre juridique aux réalités du capital-investissement moderne.²⁸²

CONCLUSION PROVISOIRE

L'analyse du recul des premiers appels publics à l'épargne (PAPE) et des nouvelles inscriptions à la Bourse de Toronto révèle une transformation profonde des marchés publics canadiens. Ce phénomène, loin d'être conjoncturel, s'inscrit dans une dynamique structurelle marquée par une baisse soutenue du nombre de sociétés opérantes, une raréfaction des petites capitalisations et une concentration croissante du capital dans les grandes entreprises.

Les données montrent que ce déclin ne résulte pas d'un retrait accru des sociétés cotées, mais bien d'un déficit chronique de nouvelles inscriptions, aggravé par la faiblesse des PAPE et la performance mitigée des mécanismes alternatifs d'entrée en bourse. Cette situation soulève des enjeux majeurs pour le financement des entreprises en croissance, en particulier les PME, qui peinent à accéder aux marchés publics dans un environnement de plus en plus exigeant et coûteux.

Face à cette réalité, il devient impératif de repenser le rôle des marchés publics dans l'écosystème financier canadien. Cela implique non seulement une réflexion sur les conditions d'accès à la cote, mais aussi sur les incitatifs réglementaires, les structures de gouvernance et les mécanismes de soutien à l'innovation. La revitalisation des marchés publics passe par une approche intégrée, capable de répondre aux besoins des entreprises tout en assurant la transparence, la liquidité et la confiance des investisseurs.

Cette étude ouvre ainsi la voie à une réflexion stratégique sur l'avenir des marchés boursiers au Canada, en mettant en lumière les leviers d'action nécessaires pour restaurer leur pertinence et leur dynamisme dans un contexte économique en mutation.

²⁸¹ Bureau du Surintendant des institutions financières, *Gestion du risque lié aux placements des régimes de retraite*, Ottawa, mars 2022.

²⁸² Stéphane Rousseau et Sarah Pineau, « Principes d'intendance : le moment est-il venu d'encadrer la conduite des investisseurs institutionnels dans la gouvernance des entreprises? », (2025) 103 *R. du B. Can.* 1, 50-52.

ANNEXE I

Exigences minimales d'inscription à la Bourse de Toronto (TSX)

La Bourse de Toronto est la principale place boursière du Canada, regroupant 750 sociétés opérantes²⁸³ pour une capitalisation boursière totale qui s'élève à près de 3,5 billions \$ (ou 3 500 milliards \$)²⁸⁴. Celle-ci est dominée par les secteurs industriel et des services financiers, suivies des ressources naturelles²⁸⁵. Elle accueille surtout des sociétés canadiennes, mais également plusieurs sociétés étrangères²⁸⁶.

Parmi les bourses canadiennes, la TSX se démarque par la présence des sociétés les plus établies et significatives, tout en ayant des sociétés à forte croissance. En raison de son ampleur, la TSX impose les exigences minimales d'inscription les plus exigeantes au sein des bourses canadiennes²⁸⁷.

Exigences minimales d'inscription à la TSX

Exigences minimales d'inscription	Sociétés industrielles			Sociétés d'exploitation minière	Sociétés pétrolières et gazières
	Sociétés industrielles, excluant les sociétés des technologies et de développement	Sociétés des technologies	Sociétés de recherche et développement		

²⁸³ J. Ari PANDES, « Canadian Initial Public Offerings and Public », *J. Ari Pandes*, 31 mars 2023, en ligne: <http://www.aripandes.com/wp-content/uploads/2023/04/Initial_Public_Offerings_Statistics.pdf>.

²⁸⁴ L. Daniel WILSON, « Canadian Senior Market Health Check: Future Relevancy of the Public Markets at Risk as Operating Public Company Decline Accelerates », (2025) 18:01 *The School of Public Policy Publications* 1, 18, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

²⁸⁵ L. Daniel WILSON, « Canadian Senior Market Health Check: Future Relevancy of the Public Markets at Risk as Operating Public Company Decline Accelerates », (2025) 18:01 *The School of Public Policy Publications* 1, 14, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

²⁸⁶ L. Daniel WILSON, « Canadian Senior Market Health Check: Future Relevancy of the Public Markets at Risk as Operating Public Company Decline Accelerates », (2025) 18:01 *The School of Public Policy Publications* 1, 17 et 18, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

²⁸⁷ Banque nationale du Canada, « What are the different Canadian stock markets and exchanges ? », 30 janvier 2025, en ligne: <<https://nbdb.ca/learning-centre/understanding-stock-market/stock-market-basics/different-canadian-stock-exchanges.html>>.

<p>Bénéfice ou produits</p>	<p>Société non dispensée²⁸⁸</p> <p><u>Sociétés qui prévoient être rentables</u></p> <p>Preuve de bénéfices tirés des activités continues d'au moins 200 000 \$, avant impôts et postes extraordinaires, pour l'exercice en cours ou le suivant (art. 309(b)ii) Guide TSX).</p> <p><u>Sociétés rentables</u></p> <p>Bénéfices tirés des activités continues d'au moins 200 000 \$, avant impôts et postes extraordinaires, au dernier exercice (art. 309(a)ii) Guide TSX).</p> <p>Société dispensée</p> <p>Bénéfices tirés des activités continues d'au moins 300 000 \$, avant impôts et postes extraordinaires, au</p>	<p>Société non dispensée</p> <p>Aucune exigence.</p> <p>Société dispensée</p> <p>Bénéfices tirés des activités continues d'au moins 300 000 \$, avant impôts et postes extraordinaires, au dernier exercice (art. 309.1(b) Guide TSX²⁸⁹).</p>	<p>Société non dispensée</p> <p><u>Sociétés au stade d'exploration ou de mise en valeur</u></p> <p>Aucune exigence.</p> <p><u>Sociétés productrices</u>²⁹⁰</p> <p>Preuve de bénéfice futur probable de la mine, étayée soit par une étude de faisabilité, ou par des données financières ou de production passées et attestées par des documents (art. 314(a)i) Guide TSX).</p> <p>Société dispensée</p> <p>Bénéfice avant impôts cohérent avec les activités courantes, au dernier exercice (art. 314.1(b) Guide TSX).</p>	<p>Société non dispensée</p> <p>Aucune exigence.</p> <p>Société dispensée</p> <p>Bénéfice avant impôts cohérent avec les activités courantes, au dernier exercice (art. 319.1(b) Guide TSX).</p>
------------------------------------	--	--	--	--

²⁸⁸ Contrairement aux sociétés non dispensées, une société dispensée ne doit pas obtenir le consentement de la TSX pour déposer tout changement important envisagé (art. 501 Guide TSX).

²⁸⁹ *Guide à l'intention des sociétés de la TSX*, TMX GROUP, en ligne: <<https://decisia.lexum.com/tsx/m/fr/item/454460/index.do#!fragment/zoupio-Toc167694660/BQCwhgziBcwMYgK4DsDWszlQewE4BUBTADwBdoAvbRABwEtsBaAfX2zgEYA2Adi4E4ALFy4AGAJQAaZNIKEIARUSFcAT2gByDZliEwuBEpXqtOvQZABIPKQBC6gEoBRADJOAagEEAcgGENkqRgAEbQpOzi4ka>> (ci-après : « Guide TSX »).

²⁹⁰ Comprend les sociétés de minéraux industriels (celles dont les propriétés contiennent des minéraux qui ne sont pas facilement commercialisables) qui ne génèrent actuellement pas de revenus de production (art. 314(a) al. 2 Guide TSX).

	dernier exercice (art. 309.1(b) Guide TSX).			
Flux de trésorerie	<p>Société non dispensée <u>Sociétés qui prévoient être rentables</u> Preuve de flux de trésorerie d'au moins 500 000 \$, avant impôts, pour l'exercice en cours ou le suivant (art. 309(b)iii) Guide TSX).</p> <p><u>Sociétés rentables</u> Flux de trésorerie de 500 000 \$, avant impôts, au dernier exercice (art. 309(a)iii) Guide TSX).</p> <p>Société dispensée Flux de trésorerie de 700 000 \$, avant impôts, au dernier exercice, et de 500 000 \$ en moyenne pour les deux derniers exercices (art. 309.1(c) Guide TSX).</p>	<p>Société non dispensée Aucune exigence.</p> <p>Société dispensée Flux de trésorerie de 700 000 \$, avant impôts, au dernier exercice, et de 500 000 \$ en moyenne pour les deux derniers exercices (art. 309.1(c) Guide TSX).</p>	<p>Société non dispensée Aucune exigence.</p> <p>Société dispensée Flux de trésorerie avant impôts de 700 000 \$ au dernier exercice et de 500 000 \$ en moyenne pour les deux derniers exercices (art. 314.1(c) Guide TSX).</p>	<p>Société non dispensée Aucune exigence.</p> <p>Société dispensée Flux de trésorerie avant impôts de 700 000 \$ au dernier exercice et de 500 000 \$ en moyenne pour les deux derniers exercices (art. 319.1(c) Guide TSX).</p>
Actif corporel net	<p>Société non dispensée <u>Sociétés qui prévoient être rentables</u> 7 500 000 \$ (art. 309(b)i) Guide TSX).</p> <p><u>Sociétés rentables</u> 2 000 000 \$ (art. 309(a)i) Guide TSX).</p>	<p>Société non dispensée Aucune exigence.</p> <p>Société dispensée 7 500 000 \$ (art. 309.1(a) Guide TSX).</p>	<p>Société non dispensée <u>Sociétés au stade d'exploration ou de mise en valeur</u> 3 000 000 \$ (art. 314(b)v) Guide TSX).</p> <p><u>Sociétés productrices</u> 4 000 000 \$ (art. 314(a)iv) Guide TSX).</p>	Aucune exigence.

	<p>Si l'actif corporel net est inférieur à 2 000 000 \$, l'admissibilité à l'inscription est possible si une société a des : (1) bénéfices tirés des activités continues d'au moins 300 000 \$, avant impôts et postes extraordinaires, au dernier exercice; (2) flux de trésorerie de 700 000 \$, avant impôts, au dernier exercice; et (3) flux de trésorerie moyen de 500 000 \$, avant impôts, aux deux derniers exercices (art. 309 note 3, 309.1(b) et (c) Guide TSX).</p> <p>Société dispensée 7 500 000 \$ (art. 309.1(a) Guide TSX).</p>			<p>Société dispensée 7 500 000 \$ (art. 314.1(a) Guide TSX).</p>	
<p>Fonds de roulement suffisant, structure du capital et ressources financières</p>	<p>Fonds de roulement suffisant pour exercer les activités et structure du capital pertinente (art. 309(a)iv) et (b)iv) Guide TSX).</p>	<p>Société non dispensée Fonds suffisants pour couvrir la totalité des dépenses de développement ainsi que les frais généraux, administratifs et d'immobilisation prévus pour au moins un an (art. 309(c)ii) Guide TSX).</p> <p>Société dispensée Fonds de roulement suffisant pour exercer les</p>	<p>Société non dispensée Fonds suffisants pour couvrir la totalité des dépenses de recherche et développement ainsi que les frais généraux, administratifs et d'immobilisation prévus pour au moins deux ans (art. 309(d)ii) Guide TSX).</p> <p>Société dispensée</p>	<p>Société non dispensée <u>Sociétés au stade d'exploration ou de mise en valeur</u> Fonds suffisants pour mener à terme le programme envisagé et couvrir les frais généraux et administratifs, les dépenses en immobilisations et les paiements relatifs aux propriétés pour au moins 18 mois (art. 314(b)iii) Guide TSX).</p>	<p>Société non dispensée <u>Sociétés au stade d'exploration ou de mise en valeur</u> Fonds suffisants : a) pour exécuter le plan de développement et couvrir les autres dépenses en immobilisations, les frais généraux et administratifs et le service de la dette pour au moins 18 mois, tout</p>

		activités et structure du capital pertinente (art. 309(a)iv) et (b)iv) Guide TSX).	Fonds de roulement suffisant pour exercer les activités et structure du capital pertinente (art. 309(a)iv) et (b)iv) Guide TSX).	<p>Fonds de roulement d'au moins 2 000 000 \$ et structure du capital pertinente (art. 314(b)iv) Guide TSX)²⁹¹.</p> <p><u>Sociétés productrices</u></p> <p>Fonds suffisants pour que la mine passe à la production commerciale (art. 314(a)iii) Guide TSX).</p> <p>Fonds de roulement suffisant pour couvrir toutes les dépenses en immobilisations prévues et exercer les activités, ainsi qu'une structure du capital pertinente (art. 314(a)iii) Guide TSX).</p> <p>Société dispensée</p> <p>Fonds de roulement suffisant pour exercer les activités et structure du capital pertinente (art. 314.1(e) Guide TSX).</p>	<p>en ayant une réserve pour éventualités; ou b) pour que la propriété passe à la production commerciale, tout en disposant d'un fonds de roulement suffisant pour couvrir l'ensemble des dépenses en immobilisations prévues au budget et assurer l'exploitation de l'entreprise (art. 319(b)iv) Guide TSX).</p> <p>Valeur marchande minimale des titres émis à inscrire d'au moins 200 000 000 \$ (art. 219(b)ii) Guide TSX).</p> <p>Structure du capital pertinente (art. 319(b)v) Guide TSX).</p> <p><u>Sociétés productrices</u></p> <p>Fonds suffisants pour exécuter le programme et couvrir les autres dépenses en immobilisations, les frais généraux et administratifs et le service de la dette pour au moins 18 mois, tout en ayant une réserve pour éventualités.</p>
--	--	--	--	---	--

²⁹¹ Néanmoins, une société qui dispose d'un fonds de roulement inférieur à 2 000 000 \$ peut être examinée si une partie ou l'entièreté des exigences liées aux dépenses minimales du programme de travail sont financées par un partenaire d'envergure du secteur, de manière à démontrer un fonds de roulement suffisant (art. 314 note 21 Guide TSX).

					Structure du capital pertinente (art. 319(a)iii et iv) Guide TSX). Société dispensée Fonds de roulement suffisant pour exercer les activités et structure du capital pertinente (art. 319.1(d) Guide TSX).
Trésorerie	Aucune exigence.	Société non dispensée Minimum de 10 000 000 \$ en trésorerie, dont la majeure partie provient de l'émission de titres visés par un prospectus (art. 309(c)i) Guide TSX). Société dispensée Aucune exigence.	Société non dispensée Minimum de 12 000 000 \$ en trésorerie, dont la majeure partie provient de l'émission de titres visés par un prospectus (art. 309(d)i) Guide TSX). Société dispensée Aucune exigence.	Aucune exigence.	
Produits et services	Aucune exigence.	Société non dispensée Preuve, jugée satisfaisante par la TSX, que les produits ou les services sont à un stade avancé de développement ou de commercialisation, et que la société possède les connaissances et les ressources nécessaires pour développer l'entreprise (art. 309(c)iii) Guide TSX). Société dispensée	Société non dispensée Antécédents d'exploitation d'au moins deux ans qui incluent des activités de recherche et développement (art. 309(d)iii) Guide TSX). Preuve, jugée satisfaisante par la TSX, que la société possède les connaissances et les ressources nécessaires pour faire avancer ses programmes de recherche et	Aucune exigence.	

		Aucune exigence.	développement (art. 309(d)iv) Guide TSX).	
			Société dispensée Aucune exigence.	
Propriétés	Aucune exigence.		<p>Société non dispensée</p> <p><u>Sociétés au stade d'exploration ou de mise en valeur</u></p> <p>Une propriété à un stade avancé. Elle doit être décrite en détail dans un rapport technique rédigé par une personne compétente et indépendante (art. 314(b)i) Guide TSX).</p> <p>La participation de la société dans la propriété doit être d'au moins 50 % (art. 314 Guide TSX)²⁹².</p> <p><u>Sociétés productrices</u></p> <p>Réserves prouvées et probables assurant à la mine une durée d'au moins trois ans, selon les calculs d'une personne indépendante (art. 314(a)i) Guide TSX). Si</p>	<p>Société non dispensée</p> <p><u>Sociétés au stade d'exploration ou de mise en valeur</u></p> <p>Ressources éventuelles²⁹⁴ de 500 000 000 \$ (art. 319(b)i) Guide TSX).</p> <p><u>Sociétés productrices</u></p> <p>Réserves prouvées développées de 3 000 000 \$ (art. 319(a)i) Guide TSX).</p> <p>Société dispensée</p> <p>Réserves prouvées développées de 7 500 000 \$ (art. 319.1(a) Guide TSX).</p>

²⁹² Exceptionnellement, les demandes présentées par des sociétés qui détiennent une participation dans la propriété inférieure à 50 %, mais d'au moins 30 %, peuvent être considérées en fonction de la taille du programme, de l'état d'avancement de la propriété et des partenariats stratégiques (art. 314 Guide TSX).

²⁹⁴ Ressources potentiellement récupérables à partir d'accumulations connues, mais qui ne sont pas actuellement commercialement récupérables en raison d'une ou de plusieurs éventualités : S. HATFIELD *et al.*, « Westernzagros Resources Ltd. – Annual Information Form for the year ended December 31, 2013 », 11 mars 2014, en ligne: <<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1514998/000119312514330783/d779900dex21.htm>>.

		<p>la mine n'est pas encore en production, une décision de mise en production doit avoir été prise (art. 314(a)iii) Guide TSX).</p> <p>La participation de la société dans la propriété doit être d'au moins 50 % (art. 314)²⁹³.</p> <p>Société dispensée</p> <p>Réserves prouvées et probables assurant à la mine une durée d'au moins trois ans, selon les calculs d'une personne indépendante (art. 314.1(d) Guide TSX).</p>	
Programme de travail recommandé	Aucune exigence.	<p>Société non dispensée</p> <p><u>Sociétés au stade d'exploration ou de mise en valeur</u></p> <p>Au moins 750 000 \$ affectés à des travaux d'exploration et/ou de mise en valeur de la propriété d'exploration, permettant l'avancement de la propriété, tels que recommandés dans le rapport technique d'une personne qualifiée et</p>	<p>Société non dispensée</p> <p><u>Sociétés au stade d'exploration ou de mise en valeur</u></p> <p>Plan de développement bien défini, jugé satisfaisant par la TSX, et dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'il favorise l'avancement du projet (art. 319(b)iii) Guide TSX).</p>

²⁹³ Exceptionnellement, les demandes présentées par des sociétés qui détiennent une participation dans la propriété inférieure à 50 %, mais d'au moins 30 %, peuvent être considérées en fonction de la taille du programme, de l'état d'avancement de la propriété et des partenariats stratégiques (art. 314 Guide TSX).

		<p>indépendante (art. 314(b)ii) Guide TSX)²⁹⁵. En présence de multiples propriétés, au moins 500 000 \$ sur une propriété admissible si les dépenses envisagées sur toutes les propriétés s'élèvent, dans l'ensemble, à au moins 750 000 \$ (art. 314 note 19 Guide TSX)</p> <p><u>Sociétés productrices</u> Mine en voie de mise en production commerciale (art. 314(a)iii) Guide TSX).</p> <p>Société dispensée Activités minières commerciales²⁹⁶.</p>	<p><u>Sociétés productrices</u> Programme bien défini, jugé satisfaisant par la TSX, et dont on peut raisonnablement s'attendre à ce qu'il augmente les réserves (art. 319(a)ii) Guide TSX).</p> <p>Société dispensée Aucune exigence.</p>
Direction et conseil d'administration	<p>Les membres de la direction, y compris les administrateurs, doivent posséder une expertise technique et une expérience suffisante dans le secteur d'activité de la société et au sein de sociétés ouvertes (art. 311 Guide TSX).</p> <p>La société doit comprendre au moins deux administrateurs indépendants, un chef de la direction, un chef de la direction financière qui n'occupe pas le poste de chef de la direction, ainsi qu'un secrétaire général (art. 311 Guide TSX).</p>	<p>Les membres de la direction, y compris les administrateurs, doivent posséder de l'expérience et de l'expertise technique appropriées liées aux projets miniers de la société et au sein de sociétés ouvertes (art. 316 Guide TSX).</p>	<p>Les membres de la direction, y compris les administrateurs, doivent posséder de l'expérience et de l'expertise technique appropriées liées aux projets pétroliers et gaziers de la société et au sein de sociétés ouvertes (art. 320 Guide TSX).</p>

²⁹⁵ Lorsqu'une société a une participation inférieure à 100 % dans une propriété, les dépenses du programme attribuables à la société sont établies en fonction de son pourcentage de participation dans la propriété (art. 314 Guide TSX).

²⁹⁶ TMX GROUP, « Guide d'inscription 2025 », 2025, p. 42, en ligne: <<https://www.tsx.com/ebooks/fr/2025-guide-to-listing/>>.

				La société doit comprendre au moins deux administrateurs indépendants, un chef de la direction, un chef de la direction financière qui n'occupe pas le poste de chef de la direction, ainsi qu'un secrétaire général (art. 316 Guide TSX).	La société doit comprendre au moins deux administrateurs indépendants, un chef de la direction, un chef de la direction financière qui n'occupe pas le poste de chef de la direction, ainsi qu'un secrétaire général (art. 320 Guide TSX).
Répartition des titres dans le public, capitalisation boursière et flottant	<p>Au moins 1 000 000 d'actions librement négociables dans le public (art. 310 Guide TSX).</p> <p>Valeur marchande globale minimale de 4 000 000 \$ détenue par des actionnaires publics (art. 310 Guide TSX).</p> <p>Au moins 300 actionnaires publics détenant chacun un lot régulier²⁹⁷ ou plus (art. 310 Guide TSX).</p>	<p>Société non dispensée</p> <p>Au moins 1 000 000 d'actions librement négociables dans le public (art. 310 Guide TSX).</p> <p>Valeur marchande globale minimale de 10 000 000 \$ détenue par des actionnaires publics (art. 309(c)v) Guide TSX).</p> <p>Au moins 300 actionnaires publics détenant chacun un lot régulier ou plus (art. 310 Guide TSX).</p> <p>Capitalisation boursière minimale de 50 000 000 \$ (art. 309(c)iv) Guide TSX).</p> <p>Société dispensée</p> <p>Au moins 1 000 000 d'actions librement</p>	<p>Au moins 1 000 000 d'actions librement négociables dans le public (art. 310 Guide TSX).</p> <p>Valeur marchande globale minimale de 4 000 000 \$ détenue par des actionnaires publics (art. 310 Guide TSX).</p> <p>Au moins 300 actionnaires publics détenant chacun un lot régulier ou plus (art. 310 Guide TSX).</p>	<p>Au moins 1 000 000 d'actions librement négociables dans le public (art. 315 Guide TSX).</p> <p>Valeur marchande globale minimale de 4 000 000 \$ détenue par des actionnaires publics (art. 315 Guide TSX).</p> <p>Au moins 300 actionnaires publics détenant chacun un lot régulier ou plus (art. 315 Guide TSX).</p>	<p>Au moins 1 000 000 d'actions librement négociables dans le public (art. 320 Guide TSX).</p> <p>Valeur marchande globale minimale de 4 000 000 \$ détenue par des actionnaires publics (320 Guide TSX).</p> <p>Au moins 300 actionnaires publics détenant chacun un lot régulier ou plus (art. 320 Guide TSX).</p>

²⁹⁷ Guide TSX « Interprétation » : un « lot régulier » désigne cent titres à une valeur marchande unitaire supérieure ou égale à 1 \$ par titre, 500 titres à une valeur marchande unitaire inférieure à 1 \$ mais supérieure ou égale à 10 ¢ par titre, ou 1 000 titres à une valeur marchande unitaire inférieure à 10 ¢ par titre.

		<p>négociables dans le public (art. 310 Guide TSX).</p> <p>Valeur marchande globale minimale de 4 000 000 \$ détenue par des actionnaires publics (art. 310 Guide TSX).</p> <p>Au moins 300 actionnaires publics détenant chacun un lot régulier ou plus (art. 310 Guide TSX).</p>		
Parrainage	<p>Société non dispensée</p> <p>Un rapport du parrain peut être exigé et porte notamment sur la capacité de la société à satisfaire aux exigences d'inscription, sa situation financière ainsi que la compétence de ses dirigeants (art. 312, 326 Guide TSX).</p> <p>Une dispense peut être accordée pour les PAPE²⁹⁸ ou les sociétés provenant de la TSXV (art. 338.1 Guide TSX).</p> <p>Société dispensée</p> <p>Aucune exigence.</p>	<p>Société non dispensée</p> <p>Un rapport du parrain peut être exigé et porte notamment sur la capacité de la société à satisfaire aux exigences d'inscription, sa situation financière ainsi que la compétence de ses dirigeants (art. 317, 326 Guide TSX)</p> <p>Une dispense peut être accordée pour les PAPE²⁹⁹ ou les sociétés provenant de la TSXV (art. 338.1 Guide TSX).</p> <p>Société dispensée</p> <p>Aucune exigence.</p>	<p>Un rapport du parrain peut être exigé et porte notamment sur la capacité de la société à satisfaire aux exigences d'inscription, sa situation financière ainsi que la compétence de ses dirigeants (art. 322, 326 Guide TSX)</p> <p>Une dispense peut être accordée pour les PAPE³⁰⁰ ou les sociétés provenant de la TSXV (art. 338.1 Guide TSX).</p> <p>Société dispensée</p> <p>Aucune exigence.</p>	

²⁹⁸ TMX GROUP, « Guide d'inscription 2025 », 2025, p. 40, en ligne: <<https://www.tsx.com/ebooks/fr/2025-guide-to-listing/>>.

²⁹⁹ TMX GROUP, « Guide d'inscription 2025 », 2025, p. 42, en ligne: <<https://www.tsx.com/ebooks/fr/2025-guide-to-listing/>>.

³⁰⁰ TMX GROUP, « Guide d'inscription 2025 », 2025, p. 44, en ligne: <<https://www.tsx.com/ebooks/fr/2025-guide-to-listing/>>.

Les sociétés souhaitant graduer de la Bourse de croissance TSX à la Bourse de Toronto peuvent être dispensées d'exigences de dépôt de documents, de parrainage et de certains frais (art. 338.1 Guide TSX).

Malgré le tableau précédent, la Bourse de Toronto dispose d'un pouvoir discrétionnaire dans l'application des exigences et lui permet d'accueillir et de rejeter une demande indépendamment du respect des critères par une société (art. 306, 313, 318, 323 Guide TSX).

ANNEXE II

Exigences minimales d'inscription à la Bourse de croissance TSX (TSXV)

La Bourse de croissance TSX (TSXV) permet aux sociétés de moins grande taille de lever des fonds sur les marchés publics. Avec 1424 sociétés opérantes, la TSXV est la bourse canadienne avec le plus grand nombre de sociétés opérantes, mais, en raison de la petite envergure des sociétés qui la composent, la capitalisation boursière totale de la TSXV demeure largement inférieure à celle de la TSX³⁰¹.

Les sociétés sur la TSXV sont surtout concentrées dans le secteur minier. Par ailleurs, les sociétés qui la composent sont rarement profitables et souvent à assez haut risque. Cette dernière tendance s'observe sur l'ensemble des marchés boursiers junior canadiens³⁰²³⁰³.

À noter également que la TSXV est la seule bourse à offrir le programme des *Capital Pool Companies* (CPC), qui constitue une source importante d'inscriptions en bourse. Depuis 1993, un plus grand nombre de sociétés opérantes ont été inscrites en bourse par voie de CPC que par PAPE traditionnel dans le pays³⁰⁴.

Exigences minimales d'inscription à la TSXV (groupe 1 : art. 2.5 Politique 2.1 TSXV³⁰⁵; groupe 2 : 2.6 Politique 2.1 TSXV)

Exigences minimales d'inscription	Sociétés industrielles		Sociétés d'exploitation minière	Sociétés pétrolières et gazières
	Industrie, technologie ou science de la vie	Immobilier ou placement		

³⁰¹ L. Daniel WILSON, « Canadian Junior Market Health Check: Surprising Resilience Thus Far, Some Concerns Looking Forward », (2025) 18:02 *The School of Public Policy Publications* 1, 33, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>; TMX Group, « Listing with us », en ligne: <<https://www.tsx.com/en/listings/listing-with-us>>.

³⁰² Nous considérons qu'au Canada, seule la TSX n'est pas une bourse junior.

³⁰³ L. Daniel WILSON, « Canadian Junior Market Health Check: Surprising Resilience Thus Far, Some Concerns Looking Forward », (2025) 18:02 *The School of Public Policy Publications* 1, 11 et 17, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

³⁰⁴ L. Daniel WILSON, « Canadian Junior Market Health Check: Surprising Resilience Thus Far, Some Concerns Looking Forward », (2025) 18:02 *The School of Public Policy Publications* 1, 27-30, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

³⁰⁵ *Politique 2.1 – Exigences relatives à l'inscription initiale*, TMX Group, en ligne: <<https://www.tsx.com/fr/resource/421>> (ci-après : « Politique 2.1 TSXV »).

<p>Actif corporel net, produits, ou financement sans lien de dépendance (selon le cas)</p>	<p>Groupe 1³⁰⁶ Actif corporel net ou produits de 5 000 000 \$. Si l'émetteur n'a pas réalisé de produits, celui-ci doit remettre un plan directeur sur deux ans attestant une probabilité raisonnable d'en générer dans les 24 prochains mois.</p> <p>Groupe 2 Actif corporel net de 750 000 \$ ou produits de 500 000 \$ ou financement sans lien de dépendance³⁰⁷ de 2 000 000 \$. Si l'émetteur n'a pas réalisé de produits, celui-ci doit remettre un plan directeur sur deux ans attestant une probabilité raisonnable d'en générer dans les 24 prochains mois.</p>	<p>Groupe 1 <u>Société immobilière</u> Actif corporel net de 5 000 000 \$.</p> <p><u>Société de placement</u> Actif corporel net de 10 000 000 \$.</p> <p>Groupe 2 Actif corporel net de 2 000 000 \$ ou financement sans lien de dépendance de 3 000 000 \$.</p>	<p>Groupe 1 Actif corporel net de 2 000 000 \$.</p> <p>Groupe 2 Aucune exigence.</p>	<p>Aucune exigence.</p>
<p>Fonds de roulement et ressources financières</p>	<p>Groupe 1 Fonds de roulement et ressources financières suffisants pour mener à terme un programme de travail déterminé ou réaliser un plan d'affaires pour au moins 18 mois. Fonds non affectés d'au moins 200 000 \$.</p> <p>Groupe 2 Fonds de roulement et ressources financières suffisants pour mener à terme un programme de travail déterminé ou réaliser un plan d'affaires pour au moins 12 mois. Fonds non affectés d'au moins 100 000 \$.</p>			

³⁰⁶ Les émetteurs de groupe 1 comprend les sociétés avec les ressources financières les plus importantes de la Bourse de croissance, alors que les émetteurs de groupe 2 regroupent la majorité des sociétés inscrites (art. 1.2 Politique 2.1 TSXV).

³⁰⁷ Un financement sans lien de dépendance désigne un financement où au plus 25 % du produit provient de personnes ayant un lien de dépendance (art. 2.3 Politique 2.1 TSXV).

<p>Propriété ou réserves</p>	<p>Participation appréciable dans la société ou dans l'actif principal utilisé pour exercer les activités de la société.</p>	<p><u>Société immobilière</u> Participation appréciable dans des biens immobiliers.</p> <p><u>Société de placement</u> Aucune exigence.</p>	<p>Groupe 1 Participation importante dans une propriété du groupe 1.</p> <p>Groupe 2 Participation appréciable dans une propriété permettant l'inscription ou, à l'appréciation de la TSXV, le droit d'obtenir une participation appréciable dans une propriété permettant l'inscription.</p>	<p>Groupe 1 <u>Exploration</u> Réserves de 3 000 000 \$, comprenant des réserves prouvées développées d'au moins 1 000 000 \$ et, pour le reste, des réserves probables.</p> <p><u>Production</u> Réserves prouvées développées de 2 000 000 \$.</p> <p>Groupe 2 <u>Exploration</u> i) Possession d'une propriété non prouvée comportant des zones d'intérêt ou ii) la société possède une participation dans une coentreprise et a réuni 5 000 000 \$ lors d'un placement par prospectus.</p> <p><u>Réserves</u> i) Au moins 500 000 \$ de réserves prouvées mises en valeur et en production ou ii) au moins 750 000 \$ de réserves prouvées et de réserves probables.</p>
<p>Dépenses antérieures et programme de travail</p>	<p>Antécédents d'exploitation ou de validation des activités.</p>	<p>Groupe 1 <u>Société immobilière</u> Aucune exigence.</p> <p><u>Société de placement</u></p>	<p>Groupe 1 Programme de travail comportant une phase initiale dépassant 500 000 \$, tel que recommandé dans un rapport d'étude géologique.</p>	<p>Groupe 1 <u>Exploration</u> Programme de travail satisfaisant d'au moins 500 000 \$ et qui, devrait accroître les réserves, tel qu'il</p>

		<p>Politique publique de placement.</p> <p>Groupe 2 <u>Société immobilière</u> Aucune exigence.</p> <p><u>Société de placement</u> i) Politique publique de placement ii) au moins 50 % des fonds disponibles affectés à au moins deux placements déterminés.</p>	<p>Groupe 2 Au moins 100 000 \$ engagées dans la propriété au cours des 36 mois précédant la demande d'inscription.</p> <p>Programme de travail comportant une phase initiale dépassant 200 000 \$, tel que recommandé dans un rapport d'étude géologique.</p>	<p>est recommandé dans un rapport d'étude géologique.</p> <p><u>Production</u> Aucune exigence.</p> <p>Groupe 2 <u>Exploration</u> i) Au moins 1 500 000 \$ affectés à un programme de travail, tel que recommandé dans un rapport d'étude géologique ou ii) la société possède une participation dans une coentreprise et a réuni 5 000 000 \$ lors d'un placement par prospectus.</p> <p><u>Réserves</u> Programme de travail satisfaisant d'un montant d'au moins 300 000 \$, tel que recommandé dans un rapport d'étude géologique. Cette exigence de 300 000 \$ ne s'applique pas si les réserves prouvées mises en valeur et en production ont une valeur d'au moins 500 000 \$</p>
Direction et conseil d'administration	<p>Les membres de la direction, y compris les administrateurs, doivent posséder une expertise technique et une expérience suffisante dans le secteur d'activité de la société et au sein de sociétés ouvertes au Canada ou dans un territoire similaire (art. 5.10 Politique 3.1³⁰⁸; art. 2.1(d)). La société doit comprendre au moins deux administrateurs indépendants, un chef de la direction, un chef de la direction</p>			

³⁰⁸ *Politique 3.1 – Administrateurs, dirigeants, autres initiés et membres du personnel et gouvernance*, TMX Group, en ligne: <<https://www.tsx.com/fr/resource/430>> (ci-après : « Politique 3.1 TSXV »).

	financière qui n'occupe pas le poste de chef de la direction, ainsi qu'un secrétaire général (art. 5.6 à 5.9 Politique 3.1 TSXV; art. 2.1(d) Politique 2.1 TSXV).		
Répartition des titres dans le public, capitalisation boursière et flottant	<p>Groupe 1 Au moins 1 000 000 d'actions librement négociables dans le public. Au moins 300 actionnaires publics détenant chacun un lot régulier ou plus. Au moins 20 % des actions émises et en circulation détenues par des actionnaires publics.</p> <p>Groupe 2 Au moins 500 000 d'actions librement négociables dans le public. Au moins 200 actionnaires publics détenant chacun un lot régulier ou plus. Au moins 20 % des actions émises et en circulation détenues par des actionnaires publics.</p>		
Prix minimal des titres	Prix minimal des titres de 0,10 \$ (art. 3).		
Parrainage	Un rapport du parrain peut être exigé.		
Autres critères	Aucune exigence supplémentaire	Aucune exigence supplémentaire.	Rapport d'étude géologique recommandant l'achèvement du programme de travail.

Malgré le tableau précédent, la Bourse de croissance TSX dispose d'un pouvoir discrétionnaire dans l'application des exigences et lui permet d'accueillir et de rejeter une demande indépendamment du respect des critères par une société (art. 5.3 Politique 2.1 TSXV).

ANNEXE III

Exigences minimales d'inscription à la Bourse des valeurs canadiennes (CSE)

La CSE est un marché boursier qui, depuis les quinze dernières années, gagne de l'ampleur au Canada. Elle est caractérisée par des exigences plus souples, permettant aux sociétés ne pouvant pas s'inscrire sur d'autres places boursières d'accéder aux marchés publics³⁰⁹. Tout comme la TSXV, les sociétés qui composent la CSE sont rarement profitables et à haut risque.

Les exigences d'inscription moins strictes de la CSE ont favorisé une concentration marquée d'émetteurs issus du secteur du cannabis³¹⁰.

Exigences minimales d'inscription à la CSE

Exigences minimales d'inscription	Sociétés en exploitation	Sociétés qui ne sont pas en exploitation	Sociétés cotées en bourse au Canada
Bénéfices	Doivent avoir généré des revenus de la vente de biens ou de la prestation de services (art. 2A.4(1)a), 2A.4(4) Politique 2 CSE ³¹¹).	Aucune exigence.	Aucune exigence.
Fonds de roulement, structure du capital et ressources financières	Ressources financières et un plan d'affaires qui démontrent raisonnablement la viabilité de leurs activités et la capacité d'atteindre leurs objectifs pour au moins 12 mois suivant l'inscription (art. 2A.4(4) Politique 2 CSE). Structure du capital jugée acceptable (art. 2A.5(1) Politique 2 CSE).	Fonds de roulement et ressources financières suffisants pour mener à terme un programme de travail déterminé ou atteindre les objectifs énoncés pour au moins 12 mois suivant l'inscription (art. 2A.4(1)b), 2A.4(5)c) Politique 2 CSE). Fonds de roulement d'au moins 200 000 \$ au moment de l'inscription (art. 2A.4(1)b) Politique 2 CSE).	Ne propose aucune opération ni modification qui serait considérée comme un changement important ou un changement dans les activités, sauf si la société dispose de ressources financières lui permettant d'atteindre les objectifs établis pour au moins 12 mois suivant l'inscription (art. 2A.4(1)c) Politique 2 CSE).

³⁰⁹ NOVA SCOTIA SECURITIES COMMISSION, « Understanding the Stock Market and its purpose – Canadian Securities Exchange », 24 juillet 2024, en ligne: <<https://nssc.novascotia.ca/before-you-invest/understanding-stock-market-and-its-purpose—canadian-securities-exchange>>.

³¹⁰ L. Daniel WILSON, « Canadian Junior Market Health Check: Surprising Resilience Thus Far, Some Concerns Looking Forward », (2025) 18:02 *The School of Public Policy Publications* 1, 17, en ligne: <<https://journalhosting.ucalgary.ca/index.php/sppp/article/view/80403>>.

³¹¹ *Politique 2 – Admissibilité à l'inscription à la cote*, Canadian Securities Commission, en ligne: <<https://cms.thecse.com/wp-content/uploads/2024/03/Politique-2-Admissibilite-a-lInscription-a-La-Cote-20-mars-2024.pdf>> (ci-après : « Politique 2 CSE »).

	Le ratio des actions dans la structure de capital à la suite du placement ou de la prise de contrôle inversée, ne doit pas excéder une action détenue par un fondateur pour trois actions non détenues par un fondateur (art. 2A.5(4)a) Politique 2 CSE) ³¹² .	Structure du capital jugée acceptable (art. 2A.5(1) Politique 2 CSE). Le ratio des actions dans la structure de capital à la suite du placement ou de la prise de contrôle inversée, ne doit pas excéder une action détenue par un fondateur pour trois actions non détenues par un fondateur (art. 2A.5(4)a) Politique 2 CSE) ³¹³ . Antécédents de développement de l'entreprise ou de l'actif (art. 2A.4(5)b) Politique 2 CSE).	Structure du capital jugée acceptable (art. 2A.5(1) Politique 2 CSE). Le ratio des actions dans la structure de capital à la suite du placement ou de la prise de contrôle inversée, ne doit pas excéder une action détenue par un fondateur pour trois actions non détenues par un fondateur (art. 2A.5(4)a) Politique 2 CSE) ³¹⁴ .
Propriétés	Aucune exigence.	La société (1) détient une participation importante dans son activité principale ou à son actif; (2) détient un historique de développement de l'entreprise ou de l'actif; et (3) a établi des objectifs et des jalons définis et possède des ressources financières nécessaires pour les atteindre (art. 2A.4(5) Politique 2 CSE).	Aucune exigence.
Répartition des titres dans le public,	Émetteur ordinaire Au moins 1 000 000 d'actions librement négociables dans le public (art. 2A.2(1)a) Politique 2 CSE).		

³¹² « La Bourse pourra accepter d'exercer son pouvoir discrétionnaire pour modifier [cette exigence] ou y renoncer si un émetteur inscrit dispose d'un « flottant important ». La Bourse considère généralement qu'un émetteur inscrit qui satisfait à l'ensemble des critères ci-dessous dispose d'un flottant important :

a) 2 000 000 \$ en capitaux, hors les fonds de personnes liées; b) 2 000 000 d'actions librement négociables; c) 200 actionnaires publics détenant chacun au moins un lot régulier sans restriction de revente. » (art. 2A.5(2)).

³¹³ « La Bourse pourra accepter d'exercer son pouvoir discrétionnaire pour modifier [cette exigence] ou y renoncer si un émetteur inscrit dispose d'un « flottant important ». La Bourse considère généralement qu'un émetteur inscrit qui satisfait à l'ensemble des critères ci-dessous dispose d'un flottant important : a) 2 000 000 \$ en capitaux, hors les fonds de personnes liées; b) 2 000 000 d'actions librement négociables; c) 200 actionnaires publics détenant chacun au moins un lot régulier sans restriction de revente. » (art. 2A.5(2)).

³¹⁴ « La Bourse pourra accepter d'exercer son pouvoir discrétionnaire pour modifier [cette exigence] ou y renoncer si un émetteur inscrit dispose d'un « flottant important ». La Bourse considère généralement qu'un émetteur inscrit qui satisfait à l'ensemble des critères ci-dessous dispose d'un flottant important : a) 2 000 000 \$ en capitaux, hors les fonds de personnes liées; b) 2 000 000 d'actions librement négociables; c) 200 actionnaires publics détenant chacun au moins un lot régulier sans restriction de revente. » (art. 2A.5(2)).

capitalisation boursière et flottant	<p>Au moins 150 actionnaires publics détenant chacun un lot régulier ou plus et dont les actions ne sont assujetties à aucune restriction relative à la revente (art. 2A.2(1)a) Politique 2 CSE).</p> <p>Au moins 20 % des actions émises et en circulation détenues par des actionnaires publics (art. 2A.2(1)a) Politique 2 CSE).</p> <p>Émetteur non émergent³¹⁵</p> <p>Au moins 1 000 000 d'actions librement négociables dans le public (art. 2A.2(1)b) Politique 2 CSE).</p> <p>Au moins 300 actionnaires publics détenant chacun un lot régulier ou plus (art. 2A.2(1)b) Politique 2 CSE).</p>
Prix minimal des titres lors du PAPE	<p>Pour les émetteurs dont les activités d'exploitation ne génèrent aucun revenu, des actions des fondateurs ne peuvent pas avoir été émises pour moins de 0,005 \$ au cours des 24 mois précédents la demande du PAPE (art. 2A.5(3)).</p> <p>Émetteur ordinaire</p> <p>Prix minimal des titres de 0,10 \$ (art. 2A.5(3)a)³¹⁶.</p> <p>Émetteur non émergent</p> <p>Prix minimal des titres de 2,00 \$ (art. 2A.5(3)b)³¹⁷.</p>
Exigences propres aux émetteurs non émergents	<p>Un émetteur non émergent doit respecter l'une de ces quatre normes :</p> <p>(a) Norme relative à la participation : i) au moins 5 000 000 \$ en fonds propres, et ii) minimum de valeur de 10 000 000 \$ détenue par des actionnaires publics; ou</p>

³¹⁵ Les émetteurs non émergents sont les sociétés plus avancées : Simon A. ROMANO, « CSE Makes Significant Changes to Listing Policies and Forms, Including a New “Non-Venture Issuer” Tier », *Stikeman Elliott*, 21 avril 2023, en ligne: <<https://stikeman.com/en-ca/kh/canadian-securities-law/cse-makes-significant-changes-to-listing-policies-and-forms-including-a-new-non-venture-issuer-tier>>.

³¹⁶ La Bourse pourra accepter d'exercer son pouvoir discrétionnaire pour modifier les exigences mentionnées aux paragraphes 2A.5(3) et (4) ou y renoncer si un émetteur inscrit dispose d'un « flottant important ». La Bourse considère généralement qu'un émetteur inscrit qui satisfait à l'ensemble des critères ci-dessous dispose d'un flottant important :

a) 2 000 000 \$ en capitaux, hors les fonds de personnes liées; b) 2 000 000 d'actions librement négociables; c) 200 actionnaires publics détenant chacun au moins un lot régulier sans restriction de revente.

³¹⁷ La Bourse pourra accepter d'exercer son pouvoir discrétionnaire pour modifier les exigences mentionnées aux paragraphes 2A.5(3) et (4) ou y renoncer si un émetteur inscrit dispose d'un « flottant important ». La Bourse considère généralement qu'un émetteur inscrit qui satisfait à l'ensemble des critères ci-dessous dispose d'un flottant important :

a) 2 000 000 \$ en capitaux, hors les fonds de personnes liées; b) 2 000 000 d'actions librement négociables; c) 200 actionnaires publics détenant chacun au moins un lot régulier sans restriction de revente.

	<p>(b) Norme relative au bénéfice net : i) au moins 400 000 \$ de bénéfice net tiré des activités poursuivies au cours de l'exercice financier le plus récent ou de deux des trois exercices financiers les plus récents, ii) au moins 2 500 000 \$ de fonds propres, et iii) minimum de valeur de 5 000 000 \$ détenue par des actionnaires publics; ou</p> <p>(c) Norme relative à la valeur au cours du marché : i) valeur au cours du marché de tous les titres d'au moins 50 000 000 \$, comprenant la ou les catégories à inscrire et toute catégorie convertible dans la ou les catégories à inscrire, mais excluant des options et des bons de souscription, ii) au moins 2 500 000 \$ de fonds propres, comprenant la valeur de toute offre concomitante de l'inscription, et iii) minimum de valeur de 10 000 000 \$ détenue par des actionnaires publics; ou</p> <p>(d) Norme relative aux actifs et aux revenus : i) au moins 50 000 000 \$ d'actifs et de revenus globaux, respectivement, au cours du dernier exercice ou de deux des trois derniers exercices financiers, et ii) minimum de valeur de 5 000 000 \$ détenue par des actionnaires publics (art. 2A.4(2) Politique 2 CSE).</p>
<p>Exigences propres aux entreprises du secteur des ressources naturelles</p>	<p>Société d'exploration minière</p> <p>Détient le titre lié à une propriété avec potentiel en minéraux et sur laquelle des explorations ont été réalisés. Dépenses admissibles d'au moins 150 000 \$ sur la propriété consenties par l'émetteur durant les 36 derniers mois (art. 2A.4(6)a)i) Politique 2 CSE).</p> <p>Si l'émetteur n'a pas de titre de propriété, il doit disposer des moyens et de la capacité d'acquérir un intérêt dans la propriété, sous réserve d'avoir atteint des objectifs ou jalons précis à l'intérieur d'un délai défini (art. 2A.4(6)a)i) Politique 2 CSE).</p> <p>Doit obtenir un rapport indépendant conforme à la Norme canadienne 43-101 et qui recommande de futures explorations sur la propriété (art. 2A.4(6)a)ii) Politique 2 CSE).</p> <p>Budget d'au moins 250 000 \$ pour la première phase d'exploration (art. 2A.4(6)a)ii) Politique 2 CSE).</p> <p>Si la société remplit les exigences minimales d'inscription au moyen d'un seul projet d'exploration, elle doit divulguer ses intentions de poursuivre d'autres projets ou possibilités d'exploration, ou de rester dans le secteur de l'exploration minérale (art. 2A.4(6)a)iii) Politique 2 CSE).</p> <p>Nonobstant les exigences précédentes au par. 2A.4(6)a), l'inscription peut être approuvée si elle contient : (1) des dépenses d'exploration admissibles d'au moins 75 000 \$ sur la propriété consenties par l'émetteur durant les 36 derniers mois; (2) un budget d'au moins 100 000 \$ pour la première phase d'exploration; et (3) une convention d'entiercement (art. 2A.4(6)b) Politique 2 CSE).</p> <p>Société de ressources énergétiques</p> <p>Doit détenir : (1) un titre lié à une propriété où des quantités mesurables de ressources énergétiques classiques ont été découvertes, ou disposer des moyens et de la capacité pour acquérir un intérêt dans la propriété, sous réserve d'avoir atteint des objectifs ou jalons précis à l'intérieur d'un délai défini (art. 2A.4(6)c)i) CSE); ou (2) un titre lié à une propriété contenant des ressources potentielles, ou disposer des moyens et de la capacité pour acquérir un intérêt important dans la propriété, au terme d'un programme d'exploration entièrement financé. Doit aussi être soumise un rapport d'admissibilité sur la propriété en vertu de la Norme canadienne 51-101 (art. 2A.4(6)c)ii) Politique 2 CSE).</p>

Malgré le tableau précédent, la Bourse des valeurs canadiennes dispose d'un pouvoir discrétionnaire dans l'application des exigences et lui permet d'accueillir et de rejeter une demande indépendamment du respect des critères par une société (art. 2.1(1) Politique 2 CSE).

ANNEXE IV

Exigences minimales d'inscription des Special Purpose Acquisition Company (SPAC) à la Bourse de Toronto (TSX)

Étape	Catégories d'exigences minimales d'inscription	Exigences
PAPE du SPAC	Prix minimal des titres	Prix minimal des titres de 2,00 \$ (art. 1016 Guide TSX).
	Somme minimale levée	Au moins 30 000 000 \$ levés par le SPAC au moyen d'un PAPE (art. 1003 Guide TSX).
	Territoire de constitution	Les SPACs devraient être constituées sous le régime d'une loi canadienne, provinciale ou fédérale. Les autres SPACs devraient d'abord s'assurer que la Bourse considère leur territoire de constitution comme acceptable (art. 1007 Guide TSX).
	Structure du capital	Les titres doivent prévoir : (a) un privilège de rachat permettant aux actionnaires (sauf les actionnaires fondateurs à l'égard de leurs actions de fondateurs) de décider du rachat de leurs actions si l'acquisition admissible est réalisée; et (b) une distribution de liquidation permettant aux actionnaires (autres que les actionnaires fondateurs à l'égard de leurs actions de fondateurs), si l'acquisition admissible n'est pas réalisée, de recevoir, par action détenue, une somme d'au moins : (1) le montant net en entiercement (après taxes et frais de liquidation), divisé par (2) le nombre d'actions en circulation, excluant ceux des fondateurs (art. 1008(a) Guide TSX).
	Entiercement	Dès l'inscription, au moins 90 % du produit brut du PAPE et la part des commissions reportées des placeurs doivent être remis à un agent d'entiercement (art. 1010 Guide TSX).
	Financement par emprunt	Le SPAC n'est pas autorisé d'obtenir du financement par emprunt avant l'opération admissible, sauf des emprunts à court terme, des emprunts de comptes fournisseurs dans le cours normal ou des prêts non garantis (jusqu'à concurrence de 10 % des fonds entiers) (art. 1009 Guide TSX).
	Répartition des titres dans le public, capitalisation boursière et flottant	Au moins 1 000 000 d'actions librement négociables dans le public (art. 1015(a) Guide TSX). Valeur marchande globale minimale de 30 000 000 \$ détenue par des actionnaires publics (art. 1015(b) Guide TSX). Au moins 150 actionnaires publics détenant chacun un lot régulier ou plus (art. 1015(c) Guide TSX).
Entre le PAPE et l'opération de-SPAC/acquisition admissible	Émission de nouveaux titres	Avant la réalisation d'une acquisition admissible, le SPAC peut seulement lever des fonds additionnels par l'émission ou l'émission potentielle de nouveaux titres de participation si ceux-ci servent à financer une acquisition admissible ou les frais administratifs (art. 1020 Guide TSX). Au moins 90 % des fonds obtenus doivent être entiers (art. 1019 Guide TSX).

	Délai maximal	Délai maximal de 36 mois suivant la date de clôture du placement effectué en vertu du PAPE pour réaliser l'acquisition admissible (art. 1022 Guide TSX).
Opération de-SPAC/acquisition admissible	Valeur de l'acquisition	La juste valeur marchande globale des entreprises ou des actifs visés par l'acquisition admissible doit représenter au moins 80 % de la somme totale figurant dans le compte d'entiercement au moment pertinent, déduction faite des commissions de placement reportées et de tout impôt à payer sur le revenu gagné par des fonds entiercés (art. 1023 Guide TSX).
	Approbations	L'acquisition admissible doit être approuvée par (i) la majorité des administrateurs non liés à l'acquisition et (ii) la majorité des voix exprimées des actionnaires. L'approbation des actionnaires n'est pas obligatoire lorsque le montant entiercé par le SPAC représente à au moins la totalité du produit brut réuni lors du PAPE et des propres supplémentaires réunis (art. 1024 Guide TSX).
	Droit de rachat	Les porteurs d'actions (sauf les actionnaires fondateurs à l'égard de leurs actions de fondateurs) doivent pouvoir demander le rachat de leurs actions pour leur part proportionnelle des fonds entiercés si l'acquisition est réalisée (art. 1027 Guide TSX).
	Actions des actionnaires fondateurs en cas de liquidation	Les actions des actionnaires fondateurs ne leur donnent pas le droit de participer à une distribution de liquidation ou de rachat (art. 1032 Guide TSX).

Malgré le tableau précédent, la Bourse de Toronto dispose d'un pouvoir discrétionnaire dans l'application des exigences et lui permet d'accueillir et de rejeter une demande indépendamment du respect des critères par une société (art. 1002 Guide TSX).

ANNEXE V
Exigences minimales d'inscription des CPCs à la Bourse de croissance TSX (TSXV)

Étape	Catégories d'exigences minimales d'inscription	Exigences
PAPE	Prix minimal des actions du PAPE	Prix minimal des titres de 0,10 \$ (art. 3.2(g) Politique 2.4 TSXV).
	Produit brut tiré du PAPE	Le produit brut tiré du PAPE revenant au capital du CPC doit être d'au moins 200 000 \$ et au plus 9 500 000 \$ (art. 3.2(j) Politique 2.4 TSXV). Le produit brut total revenant au capital du CPC provenant de l'émission : (1) des actions lors du PAPE; (2) des actions de lancement; et (3) des actions ordinaires émises par placement privé, ne doit pas excéder 10 000 000 \$ (art. 3.2(k) Politique 2.4 TSXV).
	Capitaux de lancement	Prix minimal des actions de lancement ³¹⁸ doit correspondre au montant le plus élevé entre : (1) 0,05 \$ ou (2) 50 % du prix des visées par le PAPE (art. 3.2(e) Politique 2.4 TSXV). Le CPC ne peut mobiliser plus de 1 000 000 \$ en capitaux de lancement par l'émission d'actions de lancement dont le prix est inférieur au prix d'offre du PAPE (art. 3.2(f)i) Politique 2.4 TSXV). Montant minimal des capitaux que le CPC peut mobiliser par l'émission d'actions de lancement à l'intention de ses administrateurs et dirigeants correspond à la plus élevée des valeurs suivantes : (1) 100 000 \$; et (2) 5 % du produit obtenu par le CPC avant son inscription à la Bourse par voie d'émission de titres sur son capital autorisé ³¹⁹ (art. 3.2(f)ii) Politique 2.4). D'autres personnes pourront seulement souscrire des actions de lancement lorsque la somme minimale aura été déboursée par les administrateurs et les dirigeants (art. 3.2(f)ii) Politique 2.4 TSXV); Au moins 5 000 \$ d'actions de lancement souscrites par chaque administrateur et dirigeant (art. 3.2(f)iii) Politique 2.4 TSXV).
	Catégories pouvant être émises	Seule une catégorie d'actions ordinaires peut être émise à titre d'actions de lancement et d'actions visées par le PAPE (art. 3.2(g) Politique 2.4 TSXV).
	Répartition des titres dans le public,	Au moins 500 000 d'actions librement négociables dans le public (art. 2.5 Politique 2.1; art. 3.2(l)i) Politique 2.4 TSXV).

³¹⁸ Les actions de lancement sont les actions des fondateurs du CPC : TMX GROUP, « Le programme des sociétés de capital de démarrage (SCD) », en ligne: <<https://www.tsx.com/fr/listings/listing-with-us/listing-guides/ways-to-list/capital-pool-company-cpc-program>>.

³¹⁹ Comprend, entre autres, le produit de l'émission des actions de lancement, de tout placement privé de titres et de la vente des actions visées par le PAPE en supposant la réalisation du placement maximal du PAPE (art. 3.2(f)ii)B) Politique 2.1).

	capitalisation boursière et flottant	<p>Au moins 150 actionnaires publics détenant chacun au moins 1 000 actions ordinaires libres de toute restriction relative à la revente (art. 3.2(l)ii) Politique 2.4 TSXV).</p> <p>Au moins 20 % des actions émises et en circulation détenues par des actionnaires publics (art. 3.2(l)iii) Politique 2.4 TSXV).</p> <p>Au moins 75% des actions visées par le PAPE doivent être assorties des limites suivantes : (1) au plus 2 % de l'ensemble des actions ordinaires visées par le PAPE peuvent être souscrites, à l'occasion du PAPE, par un même acheteur; et (2) au plus 4 % de l'ensemble des actions visées par le PAPE peuvent être souscrites, à l'occasion du PAPE, par un même acheteur ainsi que par les personnes qui lui sont liées ou qui font partie du même groupe (art. 3.2(m) Politique 2.4 TSXV).</p>
	Produits et services	Avant l'opération admissible, les seules activités qu'un CPC peut exercer sont le repérage et l'évaluation d'actifs ou d'entreprises dans la perspective de réaliser une opération admissible (art. 3.1 Politique 2.4 TSXV ³²⁰).
	Direction et conseil d'administration	<p>Les membres de la direction, y compris les administrateurs, doivent posséder une expertise technique et une expérience suffisante dans le secteur d'activité de la société et au sein de sociétés ouvertes au Canada ou dans un territoire similaire (art. 5.10 Politique 3.1 TSXV³²¹; art. 3.2(a) Politique 2.4 TSXV). La société doit comprendre au moins deux administrateurs indépendants (art. 5.6 à 5.9 Politique 3.1 TSXV; art. 3.2(a), (d) Politique 2.4 TSXV).</p> <p>La majorité des administrateurs et des dirigeants doivent répondre à l'une ou l'autre des exigences suivantes : (1) être résidents du Canada ou des États-Unis; ou (2) avoir exercé leurs fonctions d'administrateur ou de dirigeant au sein d'une ou de plusieurs sociétés ouvertes régies par un cadre réglementaire similaire à celui d'une bourse canadienne (art. 3.2(a) Politique 2.4 TSXV).</p> <p>Pris collectivement, les administrateurs et les dirigeants doivent avoir l'expérience, les compétences et les antécédents qu'il faut pour repérer les actifs importants, les analyser et les acquérir (art. 3.2(b) Politique 2.4 TSXV).</p>
Entre le PAPE et l'opération admissible	Interdiction de négociation des actions	Sous réserve des actions visées par le PAPE, de l'option du placeur pour compte et des options d'achat d'actions du CPC et de certaines exceptions pour les placements privés, la négociation ou l'émission de titres du CPC est interdite entre la date du visa du prospectus du CPC provisoire et la date à laquelle la négociation des actions ordinaires débute, sauf avec le consentement préalable de la Bourse et, le cas échéant, conformément aux dispenses d'inscription et de prospectus prévues par les lois sur les valeurs mobilières applicables (art. 8.1 Politique 2.4 TSXV).
	Emploi du produit	<p>Avant la réalisation de l'opération admissible, les seules dépenses que le CPC est autorisée d'effectuer sont les dépenses pour exploiter son entreprise, pour identifier et évaluer des actifs ou des entreprises, et pour obtenir l'approbation des actionnaires pour le projet d'opération admissible (art. 7.1 Politique 2.4 TSXV).</p> <p>Les paiements aux personnes ayant un lien de dépendance sont interdits (art. 7.2 Politique 2.4 TSXV).</p>

³²⁰ Politique 2.4 – Sociétés de capital de démarrage, TMX Group, en ligne: <<https://www.tsx.com/fr/resource/2480>> (ci-après : « Politique 2.4 »).

³²¹ Politique 3.1 – Administrateurs, dirigeants, autres initiés et membres du personnel et gouvernance (ci-après : « Politique 3.1 »).

		<p>Les paiements d'honoraires d'intermédiation et les dépôts, avances et prêts accordés au(x) vendeur(s) ou à la société visée sont permis, sous réserve de certaines conditions (art. 7.3, 7.4 Politique 2.4 TSXV).</p> <p>Jusqu'au moment où le CPC en aura besoin, le produit peut seulement être investi dans des titres émis ou garantis par un gouvernement fédéral, provincial ou d'un territoire canadien ou le gouvernement des États-Unis, dans des certificats de dépôt ou des comptes portant intérêt ouverts auprès de sociétés de fiducie, de banques ou de coopératives de crédit canadiennes (art. 7.5 Politique 2.4 TSXV).</p>
	Entiercement	<p>Sont entiercés les titres suivants : (1) les actions de lancement émises à un prix inférieur à celui des actions visées par le PAPE; (2) les actions de lancement, les actions visées par le PAPE et des titres nouveaux acquis après le PAPE sous la propriété ou le contrôle des personnes ayant un lien de dépendance avec le CPC (art. 10.1 Politique 2.4 TSXV).</p> <p>Les titres seront libérés à la conclusion de l'opération admissible selon les modalités incluses dans la convention d'entiercement (art. 10.2 Politique 2.4 TSXV).</p>
Opération admissible	Exigences	<p>L'émetteur résultant de l'opération doit satisfaire aux exigences relatives à l'inscription initiale à son secteur d'activités ainsi qu'aux exigences des groupes 1 ou 2, comme l'exige la Politique 2.1 (voir le tableau 3) (art. 11.1 Politique 2.4 TSXV).</p>

Malgré le tableau précédent, la Bourse de croissance TSX dispose d'un pouvoir discrétionnaire qui lui permet de refuser une opération admissible, malgré le respect de la société des exigences contenues dans la Politique 2.4 (art. 13.7 Politique 2.4 TSXV).