



C I R A N O

Centre interuniversitaire de recherche
en analyse des organisations

RAPPORT BOURGOGNE

**LE RÔLE DU GOUVERNEMENT QUÉBÉCOIS
DANS LE CAPITAL DE RISQUE**

Jean-Marc Suret

Directeur de l'École de comptabilité, Université Laval
Fellow CIRANO

(Mars 2004)

2004RB-01

Les Rapports bourgogne

Documents de synthèse portant sur des questions d'intérêt général produits par des Fellows CIRANO, les Rapports bourgogne contribuent à alimenter la réflexion et le débat public sur des questions d'actualité. Les idées et les opinions émises dans ces rapports sont sous l'unique responsabilité des auteurs, et ne représentent pas nécessairement les positions du CIRANO ou de ses partenaires corporatifs, universitaires et gouvernementaux.

CIRANO

Le CIRANO est un organisme sans but lucratif constitué en vertu de la Loi des compagnies du Québec. Le financement de son infrastructure et de ses activités de recherche provient des cotisations de ses organisations-membres, d'une subvention d'infrastructure du Ministère du développement économique et régional, de même que des subventions et mandats obtenus par ses équipes de recherche.

Les organisations-partenaires

PARTENAIRE MAJEUR

- . Ministère du Développement économique et régional du Québec [MDERQ]

PARTENAIRES CORPORATIFS

- . Alcan inc.
- . Axa Canada
- . Banque du Canada
- . Banque Laurentienne du Canada
- . Banque Nationale du Canada
- . Banque Royale du Canada
- . Bell Canada
- . BMO Groupe Financier
- . Bombardier
- . Bourse de Montréal
- . Caisse de dépôt et placement du Québec
- . Développement des ressources humaines Canada [DRHC]
- . Fédération des caisses Desjardins du Québec
- . Gaz Métro
- . Hydro-Québec
- . Industrie Canada
- . Ministère des Finances [MF]
- . Pratt & Whitney Canada Inc.
- . Raymond Chabot Grant Thornton
- . Ville de Montréal

PARTENAIRES UNIVERSITAIRES

- . École Polytechnique de Montréal
- . HEC Montréal
- . Université Concordia
- . Université de Montréal
- . Université de Sherbrooke
- . Université du Québec à Montréal
- . Université Laval
- . Université McGill

ASSOCIÉ À :

- . Institut de finance mathématique de Montréal [IFM²]
- . Laboratoires universitaires Bell Canada
- . Réseau de calcul et de modélisation mathématique [RCM²]
- . Réseau de centres d'excellence MITACS (Les mathématiques des technologies de l'information et des systèmes complexes)

© 2004 Jean-Marc Suret. Tous droits réservés.

Reproduction partielle permise avec citation du document source, incluant la notice ©.

ISSN 1701-9990

Table des matières

INTRODUCTION	4
1 UN PORTAIT DE LA SITUATION QUÉBÉCOISE	4
1.1 L'OFFRE DE CAPITAL	5
1.1.1 Quelques balises	5
1.1.2 Le rôle démesuré des gouvernements	5
1.1.3 Un coût démesuré	7
1.1.4 La faible performance de l'industrie	9
1.2 LE RECOURS SYSTÉMATIQUE À L'OUTIL FISCAL	11
1.3 LES EFFETS INDUITS NÉGATIFS	11
1.3.1 Les effets d'éviction	12
1.3.2 La culture de l'aide gouvernementale	12
1.3.3 Dysfonctions	13
1.3.4 Effets de réputation	13
2 LES PRINCIPAUX ACTEURS ET LE RAPPORT BRUNET	14
2.1 LES PRINCIPAUX MÉCANISMES QUÉBÉCOIS	14
2.1.1 Le FSTQ	14
2.1.2 Fondation	15
2.1.3 Capital régional et coopératif Desjardins (CRCD)	16
2.2 LE POIDS RELATIF DU GOUVERNEMENT	17
2.3 LA NOTION DE DISCONTINUITÉ	17
2.4 LA JUSTIFICATION DE L'EXISTENCE ET DU RÔLE DE LA SGF ET DE INVESTISSEMENT QUÉBEC	18
2.5 LA PROBLÉMATIQUE DES RÉGIONS	19
2.6 LES INNOVATECH	20
3 VERS UNE STRATÉGIE	21
3.1 LA RÉDUCTION DES FONDS SUBVENTIONNÉS	21
3.2 LE RESPECT DU PRINCIPE DE SAINTE GOUVERNANCE	22
3.3 LES FONDS MIXTES	23
CONCLUSION	25
TRAVAUX DE L'AUTEUR DANS LE DOMAINE DU FINANCEMENT DES PETITES ENTREPRISES	26
ANNEXE 1 : CONCURRENCE EN TERMES DE COÛT DU CAPITAL DE RISQUE	28

Ce document est une version révisée du mémoire déposé dans le cadre des consultations de la Commission des finances publiques sur le *Rapport du groupe de travail sur le rôle de l'État québécois dans le capital de risque*. Les résultats et opinions présentés ici ne représentent pas forcément ceux de CIRANO ou ceux des organismes qui ont financé nos travaux.

INTRODUCTION

Le présent mémoire porte sur le rôle du gouvernement québécois dans le domaine du financement des entreprises en croissance, dont une partie relève du capital de risque. Il adopte une perspective plus globale que celle du *rapport du groupe de travail sur le rôle de l'État québécois dans le capital de risque* (rapport Brunet). La problématique du capital de risque dépasse largement le cadre de la Société générale de financement (SGF), des Innovatech et d'Investissement Québec (IQ). On ne peut, par exemple, analyser la performance des Innovatech sans prendre en considération le contexte de concurrence auquel ces institutions font face. Dans la première partie, nous présentons notre analyse de la situation québécoise et tentons d'expliquer l'apparent paradoxe qui découle de la présence d'une offre abondante et de demandes insatisfaites. Nous dressons ce portrait à partir des divers travaux que nous avons menés dans ce domaine depuis près de vingt ans¹.

Nous analysons, dans la seconde partie, les principaux éléments du rapport Brunet. Toutefois, ce rapport ne traite pas d'un volet important du capital de risque au Québec. Nous avons donc introduit une analyse rapide des fonds de travailleurs et de Capital régional et coopératif Desjardins. La troisième partie est consacrée à des propositions qui visent à mettre en place des structures plus efficaces et dynamiques de financement en réduisant les coûts énormes encourus à ce chapitre par le Gouvernement du Québec. L'expérience des pays étrangers, que nous avons analysée en profondeur, montre que cet objectif est réalisable. Il demande toutefois que les mécanismes soient pensés, mis en place et administrés avec, comme objectif premier, le financement des entreprises en croissance. Il semble que cela ne fut pas toujours le cas.

1 UN PORTRAIT DE LA SITUATION QUÉBÉCOISE

La situation du Québec en termes de capital de risque est paradoxale. Elle se caractérise par une offre très abondante de capitaux, stimulée par de nombreux programmes et organismes gouvernementaux. Elle se caractérise également par l'insatisfaction de très nombreux entrepreneurs face à la rareté, aux coûts et aux conditions de financement. Cette situation découle du fait que les mécanismes ont été conçus un à un, essentiellement pour répondre aux intérêts de divers groupes de pression, sans vue d'ensemble ni analyse rigoureuse des besoins et principes qui auraient dû guider ces interventions. C'est particulièrement vrai pour le Régime d'épargne-actions du Québec (REAQ), voulu et largement influencé par les courtiers et la Bourse de Montréal, ou les fonds de travailleurs, dessinés au principal bénéfice des organisations syndicales. Le Québec se caractérise également par une très forte rigidité des mécanismes. Les pays performants en ce domaine, comme Israël, l'Allemagne ou les États-Unis modifient ou abandonnent rapidement les programmes jugés non performants. Le Québec maintient depuis des décennies des programmes qui ont peu évolué. Le contexte qui prévaut actuellement en termes de financement des entreprises, diffère pourtant totalement de

¹ Nous avons mené des travaux dans le domaine du financement des petites entreprises, du rôle de la fiscalité, analysé la plupart des programmes québécois dans le domaine de la capitalisation, étudié les programmes étrangers et la réglementation des valeurs mobilières. Nos travaux portent actuellement sur les coûts et conditions de financement par capital de risque. Au cours de ces études, nous avons rencontré des dizaines de sociétés en cours de financement. Une liste des études et rapports est annexée à ce mémoire.

celui qui existait lors de l'implantation des principaux programmes, il y a vingt ans. Nous abordons ci-dessous les divers éléments de ce constat.

1.1 L'offre de capital

Quelques balises

En moyenne, dans les pays les plus performants en matière de création d'entreprises technologiques et de capital de risque, les montants investis en capital de risque de démarrage représentent de 0,05 à 0,10 % du PIB. Lorsque l'on agrège les diverses rondes de capital de risque, en dehors des phases de sortie (*leveraged buyout, management buyout, Mezzanine*), le pourcentage atteint 0,20 %². Il est de 0,50 % aux États-Unis, qui constitue l'exception. Ramenés à l'échelle du Québec, les montants nécessaires, sous l'hypothèse d'une performance en recherche et valorisation égale à celle des pays les plus performants, situent les besoins annuels entre 123 et 246 millions de dollars pour le démarrage. Ils correspondent à 500 millions de dollars pour l'ensemble des rondes de financement. Toutefois, pour les rondes autres que celles de démarrage, il n'existe aucune évidence de carence de marché.

Quelques données permettent d'illustrer la démesure de l'offre québécoise : le Fonds de solidarité des travailleurs du Québec (FSTQ) amasse annuellement entre 600 et 800 millions de dollars. Les frais administratifs cumulés de la SGF, d'IQ et du FSTQ totalisent 287 millions de dollars³, ce qui est supérieur aux besoins de toutes les entreprises technologiques québécoises en démarrage, selon les normes internationales.

Suivant toutes les études que nous avons pu consulter, le Canada se situe au second ou, parfois, troisième rang mondial, en termes de capitaux disponibles par rapport au PIB ou au nombre d'habitants. Le Québec se situe largement au-dessus de la moyenne canadienne. L'abondance de l'offre est soulignée dans le rapport Brunet, de même que son origine essentiellement publique. Toutefois, il nous semblait nécessaire de mettre en évidence l'importance de l'écart par rapport à la norme.

Le rôle démesuré des gouvernements

Le Comité Brunet constate l'intervention trop importante de l'État, qui est évaluée à 70 % de l'offre de capital de risque. Nous endossons ce constat, mais nous ajoutons 20 % qui correspondent au rôle de la Caisse de dépôt et placement. Celle-ci n'est pas un organisme de financement gouvernemental, mais est perçue comme telle par les investisseurs ontariens et américains. Afin de mettre ce constat en perspective, nous avons estimé le poids relatif des États dans les pays les plus actifs en termes de capital de risque géré (tableau 1)⁴. Les

² OECD (2003), *OECD Science, Technology and Industry Scoreboard*, 197 p. Voir aussi Christophidis et Debande, *Financing Innovative Firms Through Venture Capital*, European Investment Bank Sector Paper, February 2001 http://www.ibngr.edu.pl/vc/publ_opis/christofidis1.html

³ Soit 157 millions de dollars pour la SGF au titre des frais généraux et frais de vente et administration, 42 millions de dollars de frais d'exploitation et d'administration pour Investissement Québec, et 88 millions de dollars de frais d'exploitation pour le FSTQ.

⁴ Nous associons les fonds gouvernementaux à ceux qui n'existeraient pas en l'absence de programmes de dépenses fiscales, comme les fonds de travailleurs. Que l'État intervienne par subvention directe ou par voie de dépenses fiscales, il assume en tout ou en partie le coût des fonds dont disposent les divers programmes.

données peuvent différer lorsque l'on s'intéresse aux financements effectivement réalisés, puisque 30 % seulement des capitaux levés par les fonds de travailleurs sont effectivement investis en capital de risque au Québec.

Tableau 1

**Poids relatif des États dans les pays les plus actifs en termes de capital de risque
(les fonds gouvernementaux incluent les fonds subventionnés fiscalement,
qui n'existeraient pas en l'absence des crédits d'impôt)**

Pays	Poids relatif des gouvernements	Observations
Israël	1 %	Retrait total des fonds <i>Yozma</i> depuis 1997
États-Unis	8 %	Les <i>SBIC</i> représentent 8 % du capital de risque. Le gouvernement finance les <i>SBIC</i> au moyen de prêts participatifs, dont les revenus compensent les pertes
Allemagne	9 %	Dans le secteur des biotechnologies principalement
France	11 %	Fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), qui commandent un crédit d'impôt de 20 %
Royaume-Uni	24 %	Incluant <i>EIS</i> (anges investisseurs) et <i>Venture Capital Trusts</i> , qui commandent un crédit d'impôt de 20 %
Europe	3,9 %	En moyenne au cours de la période 1995 à 1999
Japon	3 %	—
Québec	70 à 90 %	—

Source : Israël, Allemagne, Royaume-Uni, Japon: Mayer *et al.* (2003, table 1, p. 32)⁵, Europe : Baygan et Freudenberg (2000, table A1, p. 45)⁶, États-Unis : SBA⁷, France : *Rapport annuel de la Commission des opérations de Bourse* (2002, p. 167) et AFIC-PWC (2002, annexe VI.9)⁸.

Le pays le plus actif en termes d'intervention est le Royaume-Uni, où le gouvernement influence environ 24 % de l'offre. Toutefois, les principaux organismes utilisés, les *Venture Capital Trusts*, sont jugés peu efficaces et, pour Mayer *et al.* (2003), le Royaume-Uni fait figure d'exception en ce domaine. Tous ces pays, à l'exception de la France, ont des performances, en termes de créations d'entreprises par le capital de risque, supérieures à celle du Canada. Par exemple, en 2000, le capital de risque israélien finance 513

Au Québec, les Innovatech, SGF, Fonds de travailleurs ou Capital coopératif régional Desjardins sont tous des fonds subventionnés. Dans son étude réalisée pour le Réseau capital, SECOR (2003) les agrège d'ailleurs. Voir p. 12, *Pour une industrie du capital de risque en santé*, à :

http://www.reseaucapital.com/Conferences/Congres_2003/RapportSecor.pdf

⁵ Mayer, C., K. Schoors et Y. Yafeh, *Sources of Funds and Investment Activities of Venture Capital Funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the UK*, NBER Working Paper, 9645, April, 2003,

<http://www.nber.org/papers/w9645>

⁶ Baygan G. et M. Freudenberg, *The Internationalisation of Venture Capital in OECD Countries: Implications for Measurement and Policy*, STI Working Papers, OECD, 2000, 7, December 19.

⁷ <http://www.sba.gov/INV/stat/table10.pdf>

⁸ AFIC-PWC Association française des investisseurs en capital & Price Waterhouse Coopers (2002), *Rapport sur l'activité du capital-investissement en France - 2002*.

entreprises en démarrage⁹. La même année, le capital de risque canadien finance 550 entreprises en démarrage¹⁰. Le PIB d'Israël est du même ordre que celui du Québec.

Le Québec a mis en place des structures énormes, dont les coûts de fonctionnement sont fort élevés, qui interviennent dans tous les secteurs et à plusieurs stades de développement des entreprises. **Israël, les États-Unis et l'Allemagne ont opté pour des mécanismes de petite taille, aux objectifs bien définis et dont la durée de vie est souvent limitée.** Cette approche permet la spécialisation des fonds de capital de risque, semble limiter les frais administratifs et permet de conserver la concurrence entre les fonds. Elle est cohérente avec la mission des fonds qui agissent au niveau du démarrage et des premières rondes de financement. La proximité physique facilite les contacts qui sont essentiels, puisque les fonds apportent leur expertise autant que du capital.

Un coût démesuré

Les coûts de l'offre de capital de risque sont énormes. Le rapport Brunet évoque des montants de l'ordre 4,6 milliards de dollars en cinq ans, mais nous considérons que ce montant est sous-évalué. Les dépenses fiscales du gouvernement fédéral devraient être prises en compte, de même que le coût des déductions acquises lors du placement des parts de fonds de travailleurs dans des REER. Le REAQ, les SPEQ (Sociétés de placement dans l'entreprise québécoise) et des programmes plus ciblés ajoutent encore au total, qui approche vraisemblablement de 1,5 milliard de dollars par année. **Les coûts induits au Québec par les actions en faveur du financement des entreprises sont donc pratiquement du même ordre que ceux consentis au Royaume-Uni dont le PIB est dix fois plus important.** Ils représentent pratiquement la moitié des montants équivalents à ceux accordés à la *SBA (Small Business Administration)* pour le programme *SBIC* pour l'ensemble des États-Unis. Toutefois, dans ce dernier cas, il s'agit de prêts dont les redevances couvrent les pertes.

L'importance des coûts provient du fait que les organismes subventionnés interviennent à tous les niveaux et dans tous les secteurs. La SGF intervient aussi bien en capital de risque que dans les investissements de croissance et dans les grands projets. Le FSTQ suit la même voie. Or, les montants en cause dans les financements de capital de risque de croissance, dans les « *leveraged buyout -management buyout* » et, de façon générale, dans le placement privé hors capital de risque sont énormes. Ils ont représenté 40 milliards de dollars en Ontario en 2003. Rien n'indique que l'aide gouvernementale soit requise à ce niveau et, à notre connaissance, aucun pays n'y intervient de façon systématique.

Les coûts élevés sont également associés aux dérives de certains programmes. Nous n'avons, par exemple, trouvé aucun pays offrant de généreux crédits d'impôt pour le placement immobilier (fonds Solim et autres du FSTQ) et encore moins pour l'immobilier étranger (Investissements du FSTQ en Pologne ou à Cuba), pour l'investissement étranger (FSTQ), dans des sociétés dont la capitalisation dépasse 500 millions de dollars (FSTQ et certains titres REAQ), ni pour l'agrandissement d'auberges (SPEQ). Les programmes que

⁹ <http://www.intech.unu.edu/events/conferences/7nov2002/teubal.pdf>, p. 24

¹⁰ http://www.cvca.ca/statistical_review/table_01x2001.html

nous avons étudiés hors du Québec excluent ce type de placement, considéré comme sans effet positif sur l'économie.

L'efficacité de l'intervention semble faible. Cette efficacité se mesure classiquement par le coût supporté par l'État pour chacun des dollars investis dans les PME admissibles¹¹. Nous avons recueilli les données provenant des analyses des divers programmes mis en place dans d'autres juridictions, et estimé le coût pour le FSTQ, Fondation et Capital régional et coopératif Desjardins (CRCD). Ces estimations, qui reposent sur des méthodes qui ne sont pas forcément les mêmes, apparaissent au tableau 2.

¹¹ Les retombées fiscales induites par les emplois créés ne sont pas prises en compte. Il est impossible, en premier lieu, de les estimer correctement. Surtout, elles pourraient être obtenues quel que soit le mécanisme employé pour financer les entreprises. Nous estimons ici que le Gouvernement doit définir l'outil le plus efficace pour financer les entreprises et obtenir les « retombées économiques » qui peuvent en découler.

Tableau 2**Estimation du coût par \$ investi**

Mécanisme (Pays)	Coût par \$ investi	Observations
<i>Yozma</i> (Israël)	0	Les 100 millions de \$US investis initialement ont été récupérés par le gouvernement
<i>SBIC</i> (États-Unis)	0	Le programme reçoit une aide sous forme de prêts, d'un montant égal à 20 % du total investi. Ces prêts sont rémunérés à un taux normal et le programme n'entraîne pas de déboursés. Le coût du programme est estimé à 0
<i>Enterprise Investment Scheme</i> (Royaume-Uni)	0,55 à 0,66	Limité aux anges investisseurs
<i>Venture Capital Trust</i> (Royaume-Uni) ¹²	0,33 à 0,41	Fonds d'investissement en petite entreprise, inscrits en Bourse
FSTQ (Québec)	3 à 5	Seuls sont pris en compte les investissements effectifs dans des sociétés de petite taille, au Québec
Fondation (Québec)	2,2	Seuls sont pris en compte les investissements effectifs dans des sociétés de petite taille, au Québec
CRCD (Québec)	4,05	Seuls sont pris en compte les investissements effectifs dans des sociétés de petite taille, au Québec

Les expériences étrangères indiquent qu'il est possible, par des programmes correctement conçus, de placer des fonds dans des entreprises de petite taille à des coûts raisonnables. Les exemples israéliens et américains montrent que cela peut se faire à un coût nul, à condition que l'apport gouvernemental soit temporaire, rémunéré correctement et strictement limité à la seule carence de marché qui fasse une relative unanimité, soit la création et le démarrage des entreprises à potentiel élevé.

La faible performance de l'industrie

Le tableau 3 permet de comparer les rendements de l'industrie du capital de risque aux États-Unis et au Canada pour les cinq et huit années terminées au 31 décembre 2002. Les données canadiennes proviennent de *Macdonald et Ass.* et celles des États-Unis de *Venture Economics*. Les rendements canadiens sont sans rapport avec ceux observés aux

¹² Boyns, N., M. Cox, R. Spires et A. Hughes, 2003, *Research into the Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts*, Report prepared for the Inland Revenue, April : <http://www.inlandrevenue.gov.uk/research/report.pdf>

États-Unis, ce qui est, *a priori*, difficile à admettre, compte tenu de l'intégration forte des deux économies. Les explications possibles à cette situation sont les suivantes :

- La présence, au Canada, de fonds identifiés comme sociétés de capital de risque mais dont la rentabilité n'est pas l'objectif premier et dont la structure génère des coûts d'agence importants.
- Un déséquilibre entre les fonds disponibles et les possibilités de placements rentables. L'industrie du capital de risque est cyclique. Aux États-Unis, les chercheurs ont mis en évidence que les périodes de forte rentabilité attiraient des flux de capitaux qui étaient investis dans des projets marginalement moins rentables, ce qui entraînait une baisse de la rentabilité au cours des années subséquentes.
- Une maturité moindre du secteur, qui disposerait au Canada de ressources humaines moins spécialisées et formées et qui ne serait pas structuré par secteurs d'activité comme c'est souvent le cas aux États-Unis.

Les deux premières explications associent directement l'action des gouvernements à la faible rentabilité du secteur. Elles doivent susciter des interrogations majeures puisque, faute d'une rentabilité suffisante, le secteur ne pourra durablement attirer des capitaux privés. **Le Canada et, particulièrement, le Québec sont entrés, au cours des années 90, dans une boucle sans issue. L'intervention gouvernementale trop importante et mal structurée provoque une baisse des rendements qui éloigne les acteurs privés, ce qui justifie, aux yeux des organismes subventionnés, la poursuite de l'intervention. Si cette boucle n'est pas rompue, le Gouvernement devra continuer à financer la quasi-totalité de cette industrie.**

Tableau 3

**Comparaison des rendements du capital de risque et du placement privé
(incluant le capital de risque) aux États-Unis et au Canada**

	TRI moyen capital de risque		TRI moyen placement privé	
	Canada	États-Unis	Canada	États-Unis
5 ans terminés le 31 décembre 2002	-3,1 %	19,7 %	-1,3 %	21,4 %
8 ans terminés le 31 décembre 2002	6,1 %	32,6 %	9,5 %	26,8 %

1.2 Le recours systématique à l'outil fiscal

Le Québec a très largement basé sa politique de financement des sociétés technologiques et conventionnelles sur des outils fiscaux. L'efficacité de ce mode d'intervention est discutable, et les pays performants ne l'utilisent pratiquement pas. Israël et l'Allemagne, par exemple, utilisent surtout des subventions assorties de redevances en ce qui concerne la R&D et l'incubation. D'autres pays utilisent principalement l'effet de levier. Lorsqu'ils utilisent l'outil fiscal, les déductions maximales sont faibles (20 %) par rapport à celles octroyées au Québec (qui dépassent parfois 80 %). Les fonds de placement dans l'entreprise de petite

taille, au Royaume-Uni comme en France, ne permettent que des déductions de 20 %. Les principaux problèmes des dépenses fiscales dans le domaine du financement des entreprises sont les suivants :

Déresponsabilisation

Un investisseur qui reçoit un crédit d'impôt représentant 70 ou 84 % (SPEQ) de la valeur de son placement, n'a, par la suite, aucune incitation à exercer un contrôle attentif. Celui-ci est cependant essentiel pour assurer une gouvernance solide des entreprises et des organismes de placement.

Inefficacité

Les incitatifs fiscaux sont accordés pour des activités qui seraient, de toute façon, entreprises. L'étude des équivalents anglais des SPEQ indique que le pourcentage des placements qui auraient été effectués en leur absence, se situe entre 52 et 87 %. Ils amènent les agents à consacrer des montants importants pour profiter des crédits. Une fois les crédits acquis, les objectifs peuvent changer. Par exemple, les fonds levés pour financer des PME sont investis dans des grandes entreprises. Comme les actionnaires n'ont pas d'incitation ni, souvent, de pouvoir de contrôle, les frais de gestion explosent et la rentabilité diminue. L'avantage fiscal est essentiellement capturé par les intermédiaires.

Absence de contrôle

Il est extrêmement difficile de contrôler et de mesurer l'efficacité des mesures fiscales¹³.

En diminuant fortement l'incitation des actionnaires à contrôler les gestionnaires, les crédits d'impôt sont, fondamentalement, des générateurs de coûts d'agence et d'inefficacité. Les techniques de prêt à taux réduit assorti à des redevances et associé à des mises de fonds de partenaires privés, semblent être plus efficaces. Les seuls programmes à incidence fiscale au Royaume-Uni sont très ciblés, et ne permettent que des réductions d'impôt plus modestes que celles octroyées au Québec. Ces réductions n'excèdent pas 20 %, ce qui nous paraît être une limite à ne pas dépasser sous peine de créer des distorsions importantes et contre-productives. Ce taux est également celui qui permet d'envisager une concurrence équitable avec des fonds mixtes (voir l'annexe 1 pour une illustration).

1.3 Les effets induits négatifs

L'intervention démesurée du Gouvernement du Québec a de forts effets négatifs associés à l'éviction (*crowding-out effect*), au développement d'une culture de l'aide systématique et aux dysfonctions d'un marché dominé par les institutions subventionnées, ainsi qu'aux effets de réputation.

¹³ Deux études récentes illustrent la difficulté extrême d'évaluer les effets des dépenses fiscales. Voir, en France, Conseil des impôts (2003). *La Fiscalité dérogatoire : Pour un réexamen des dépenses fiscales*, Les éditions des journaux officiels, Paris, ainsi que Brixi, H. P., C. Valenduc et al. (2004). *Tax Expenditures, shedding light on government spending through the tax system : lessons from developed and transition economies*. Washington, DC, World Bank.

1.3.1 Les effets d'éviction

Divers auteurs ont mis en évidence le fait **qu'une offre publique et subventionnée importante évinçait l'offre privée et diminuait l'offre totale de capital de risque**. Analysés par plusieurs auteurs au Canada anglais¹⁴, les effets d'éviction semblent bien réels au Canada. Les investisseurs privés se retirent face aux fonds de travailleurs. L'éviction des autres types de capital de risque découle des généreuses déductions fiscales, qui permettent aux fonds de travailleurs d'accorder des conditions plus favorables que celles de leurs concurrents¹⁵. Selon Smith (1997)¹⁶, le taux de rendement composé du FSTQ sur dix ans (5,4 % avant impôt pour la période se terminant en décembre 1995) est inférieur au taux de rendement des bons du Trésor à échéance de trois mois (8 %), pour la même période. Le coût du capital du FSTQ est, donc, sans commune mesure avec celui des investisseurs privés en capital de risque. Les fonds de travailleurs sont moins performants mais attirent davantage de capitaux que les fonds privés. Ces fonds se substituent donc aux autres formes de capital de risque, sans augmentation globale du volume de capital de risque au Canada. Ce que Smith (1997) interprète de la façon suivante (p. 757) :

En d'autres termes, le niveau de financement par capital de risque demeure le même, mais les gestionnaires, les distributeurs et les détenteurs d'actions des fonds de capital de risque de travailleurs profitent de la situation au détriment des autres contribuables.

Selon Cumming et MacIntosh (2002)¹⁷, l'existence des fonds de travailleurs aurait réduit globalement le nombre d'investissements en capital de risque au Canada de 400 par année, pour un montant d'un milliard de dollars annuellement au cours de la période 1977 à 2001, essentiellement dans les stades de démarrage et d'expansion.

1.3.2 La culture de l'aide gouvernementale

En intervenant pour assister tous les secteurs, du cinéma aux mines, et toutes les formes d'entreprises, des sociétés fermées aux grandes entreprises, **le Gouvernement a créé une culture de la subvention**. Il est devenu inconcevable de lancer une entreprise sans l'aide d'un programme quelconque. La notion fondamentale qui veut que l'entrepreneur finance le démarrage avec ses propres fonds ou ceux de ses proches (*love money*) est devenue incongrue. C'est une perversion grave des notions économiques de base.

¹⁴ Best, A. et D. Mitra (1997), « The Venture Capital Industry in Canada », *Journal of Small Business Management*, 35(2), p. 105; Cumming, D.J. et J.G. MacIntosh (2002), *Crowding Out Private Equity: Canadian Evidence*, University of Alberta Working Paper.

¹⁵ Au Québec, l'avantage pour les sociétés financées serait cependant minime, puisque le FSTQ agit le plus souvent en partenariat avec d'autres investisseurs qui ne disposent pas des mêmes avantages fiscaux. Toutefois, lors de la négociation de rondes de financement prometteuses, le FSTQ est en mesure de fausser les enchères.

¹⁶ Smith, B. F. (1997), Commentaires sur l'étude intitulée « Les fonds de capital de risque de travailleurs au Canada, Aspects institutionnels, dépenses fiscales et création d'emploi », *Le Financement de la Croissance au Canada*, P. Halpern, University of Calgary Press, p. 754-758.

¹⁷ Cumming, D.J. et J.G. MacIntosh (2002), *Crowding Out Private Equity: Canadian Evidence*, University of Alberta Working Paper.

1.3.3 Dysfonctions

La présence de très nombreux acteurs subventionnés a provoqué des effets de coalition dont les entrepreneurs font les frais. La plupart des montages se font par syndication, et il n'est pas rare de voir trois sociétés de capital de risque présentes dans une ronde de financement de l'ordre du million de dollars. Voilà les effets de cette situation :

- L'absence de concurrence réelle entre les apporteurs de capital. Habités à se partager les rondes de financement, les sociétés de capital de risque (SCR) ont également appris à partager l'information. Un dossier soumis et refusé par un intervenant le sera immédiatement par les autres. Or, **la concurrence entre les organismes de financement est un élément clé d'une structure favorable aux entreprises.** Établie en oligopole, l'industrie québécoise est en mesure d'imposer des conventions d'actionnaires lourdes.
- Des situations inextricables en termes de convention d'actionnaires permettant l'imposition des clauses sévères (clauses « antidilutives », *ratchet*) qui génèrent des coûts très élevés et rebutent les investisseurs potentiels lors de la réalisation du placement.
- Des conditions de négociations et de relations avec les gestionnaires en capital de risque qui sont souvent difficiles. Les résultats préliminaires que nous avons tirés de l'étude des coûts indirects de financement nous indiquent **qu'il est aujourd'hui devenu courant de voir des négociations durer de 12 à 18 mois (contre environ deux mois aux États-Unis).** Les coûts associés à de telles négociations lorsque l'on comptabilise le temps passé par les dirigeants, peut atteindre de 50 à 100 % du montant levé.

1.3.4 Effets de réputation

Pour les investisseurs hors Québec, les divers organismes de financement aidés par le Gouvernement sont des organismes « subventionnaires », puisque l'aide gouvernementale permet en principe à ces mécanismes d'offrir du financement à un coût inférieur à celui du marché. Pour ces investisseurs, les entreprises qui ont été financées par l'un ou l'autre de ces organismes sont donc, *a priori*, des entreprises peu rentables, donc de mauvais placements. Par ailleurs, les investisseurs hors Québec sont portés à mettre en doute la validité des évaluations provenant d'organismes qu'ils considèrent comme gouvernementaux. Comme il est impossible, ou presque, à une entreprise québécoise de se développer en dehors des organismes subventionnés, cette perception s'étend à l'ensemble des entreprises québécoises. L'intervention de la Caisse de dépôt et placement n'est guère mieux perçue, cette institution étant considérée comme subordonnée aux désirs du gouvernement. Enfin, la perspective de partager la propriété ou de négocier avec un fonds syndical n'est pas très attirante pour un investisseur de Boston ou de Toronto. **L'intervention multiforme des pouvoirs publics et le poids des institutions subventionnées pénalisent donc les entreprises lorsqu'elles veulent étendre leurs sources de financement en dehors du Québec.** Cette conséquence néfaste de la situation actuelle ne peut se résoudre que par un retrait significatif des interventions gouvernementales et l'adoption d'une approche orientée sur le marché.

Cette approche est celle qui est recommandée par les spécialistes mondiaux de ce secteur¹⁸. Elle n'interdit pas aux gouvernements d'intervenir, mais ils doivent le faire sans perturber le marché.

2 LES PRINCIPAUX ACTEURS ET LE RAPPORT BRUNET

Au Québec, la moitié du capital de risque est entre les mains des fonds de travailleurs et de CRCQ, construit sur le même principe. Il est impossible de traiter des politiques gouvernementales en capital de risque sans se pencher sur le rôle et les réalisations de ces entités, qui ne faisaient pas partie du mandat du Comité Brunet (le Comité). Avant d'analyser les principaux éléments du rapport, il faut donc aborder la situation de ces fonds.

2.1 Les principaux mécanismes québécois

2.1.1 Le FSTQ

À la fin de l'exercice 2003, le FSTQ revendique des placements admissibles de 2,6 milliards de dollars. S'ils sont admissibles au regard de la Loi du fonds, ces placements ne correspondent pas tous à l'esprit qui a présidé à la création de ce programme, soit l'investissement dans les entreprises québécoises en vue de créer des emplois. En tout premier lieu, un montant de 907 millions de dollars, comptabilisé comme placement admissible, se trouve dans les caisses du FSTQ. Il s'agit essentiellement des capitaux disponibles dans les fonds régionaux, des fonds autorisés mais non déboursés et de garanties de prêt. Les placements effectivement réalisés représentent donc 1,73 milliard de dollars.

Une série de placements sans effet sur l'emploi doit ensuite être déduite, si l'on s'intéresse aux effets économiques du FSTQ. Il s'agit de placements immobiliers (190 millions de dollars) dont l'effet sur la création d'emploi est nul¹⁹. Il s'agit ensuite de placements étrangers dont on ne peut sérieusement affirmer qu'ils puissent avoir un effet sensible sur l'emploi au Québec. Il s'agit, enfin, de placements dans des entreprises de grande taille (SSQ, Axcan, Transat AT) où le FSTQ se substitue à d'autres actionnaires potentiels. Que les actions de ces entreprises soient détenues par le FSTQ ou d'autres actionnaires n'influence pas l'emploi. L'omission de ces placements, à l'effet très douteux sur l'emploi, ramène les placements à 1,145 milliard de dollars.

On trouve ensuite un portefeuille de titres de petite capitalisation inscrits en Bourse, qui totalise 235 millions de dollars, à propos duquel il est impossible d'obtenir de l'information. L'effet de ces placements sur l'emploi est indéterminé; il est fort possible que le retrait du fonds de l'actionnariat de ces sociétés inscrites et transigées change très peu de choses à leur situation.

¹⁸ Voir, par exemple, Hallberg, K. et International Finance Corporation (2000), *A Market-oriented Strategy for Small and Medium Scale Enterprises*. Washington, D.C., World Bank. Ou Gilson, R. J. (2003). « Engineering a Venture Capital Market, Lessons from the American experience », *Stanford Law Review* 55(4), p. 1067.

¹⁹ Les programmes mis en place dans d'autres pays, comme les SBIC aux États-Unis, excluent nommément l'immobilier de la liste des secteurs admissibles pour cette raison. Les autres programmes le font également en restreignant les placements aux secteurs technologiques (FCPI par exemple).

L'omission de ce portefeuille ramène le total des investissements des placements à 909,5 millions de dollars, ce qui représente moins de 20 % de l'actif net du FSTQ qui s'établit à 4,6 milliards de dollars. La prise en compte des placements dans les sociétés publiques de petite capitalisation porte ce total à 1,145 milliard de dollars. Toutefois, ce montant inclut des placements de grande taille comme Gaspésia, qui s'écartent à notre avis de la mission première du FSTQ. Le montant de 909 millions de dollars, réellement investi, peut être rapproché des frais administratifs cumulés depuis la création du FSTQ, soit 630 millions de dollars.

Le fonds a amassé, depuis sa création, des contributions supérieures à 5 milliards de dollars. Un rapide calcul permet de situer le coût de cette mesure à $5 \times 0,70 = 3,5$ milliards de dollars²⁰, sous l'hypothèse que les contribuables n'auraient pas utilisé les REER en l'absence du fonds²¹. Le coût fiscal non accumulé est donc de l'ordre de 3,85 \$ par dollar de capitalisation dans les sociétés fermées et de 3,00 \$ si l'on prend en compte les placements dans les sociétés ouvertes. Il faudrait, pour obtenir un calcul plus précis, tenir compte de la valeur temporelle des fonds, ce qui augmente le coût fiscal et le porte au-dessus de 5,00 \$ par dollar investi. Il conviendrait de comptabiliser, également, les placements dont le fonds a disposé. Toutefois, la très grande majorité des dispositions importantes s'est effectuée à des conditions très défavorables et leur prise en compte ne modifie pas sensiblement les résultats. Par ailleurs, selon les méthodes en vigueur dans l'industrie, le rendement annuel du fonds est inférieur de 500 à 1 000 points de base à celui de portefeuilles de référence. La différence s'explique par le choix de l'indice de référence pour les titres de petite capitalisation.

2.1.2 Fondation

Fondation bénéficie des mêmes avantages que le FSTQ, mais son envergure est beaucoup moins importante. Les fonds levés atteignaient 289 millions de dollars à la fin de l'exercice 2003. Fondation revendique un rendement de 2,29 % sur une base annuelle. Toutefois, suivant le mode conventionnel de calcul, la valeur de l'action est passée de 10,00 \$ à 10,97 \$ en sept ans, ce qui présente un taux annuel composé de l'ordre de 1,33 % (1,22 % à la clôture de l'exercice financier 2003). Ce rendement est inférieur à celui du FSTQ et s'explique probablement par une exposition proportionnellement plus importante aux rendements et risques des petites entreprises québécoises. Fondation revendique des investissements de 144,2 millions de dollars dans des petites entreprises québécoises. Après soustraction des garanties (3,8 M\$), des fonds engagés mais non déboursés (34,5 M\$) et des investissements dans des entreprises publiques québécoises à petite capitalisation (13,7 M\$), le total s'établit à 92,2 millions. Le coût d'acquisition de ces placements est toutefois supérieur de 25,5 millions de dollars, montant de la perte sur capital non réalisée. Le rapport entre les montants effectivement investis dans des sociétés fermées et les montants levés est donc de 32 % (92,2/289). Si l'on considère que les crédits d'impôt représentent 70 % des montants

²⁰ Le coût fiscal présenté ici est une approximation rapide, basée sur le taux actuel de déduction (réduction des impôts du Québec [15 %] et du Fédéral [15 %] au titre de la souscription des actions FSTQ, et réduction des impôts du Québec et du Fédéral obtenue grâce à une diminution du revenu imposable), tel que présenté par le FSTQ sur son site Web <http://www.fondsfq.com/fra/reer/ReerFrame.html?> dans la section « calculateurs REER ». Selon le taux d'impôt marginal du contribuable, l'économie d'impôt varie entre 60 et 78 % (accès au site web du 9 février 2004).

²¹ Les statistiques sur l'utilisation des REER indiquent que la proportion des déductions permises réellement utilisées est limitée et d'autant plus faible que le revenu disponible est peu important.

levés, le coût du programme est de 202 millions, sans prendre en compte le loyer de l'argent, et le coût par dollar investi est de l'ordre de 2,20 \$. La « performance » semble donc supérieure à celle du FSTQ, mais le rendement pour les actionnaires est plus faible.

2.1.3 Capital régional et coopératif Desjardins (CRCD)

Les investissements dans CRCD donnent droit à un crédit provincial qui permet de récupérer 50 % de la mise de fonds. Cette mesure est coûteuse et sa performance discutable. Elle illustre la rareté des projets en région. Selon le rapport semestriel 2003, 41,7 millions de dollars ont été investis dans des investissements non garantis à impact économique québécois; les levées de fonds ont totalisé 337,4 millions de dollars. Le rapport des montants placés aux montants levés est donc de 12,35 %. Le coût fiscal par dollar investi est de 4,05 \$, sans tenir compte du loyer de l'argent.

Par ailleurs, la liste de placements montre que 77 % des placements de ce fonds « régional » ont été effectués à Québec et à Montréal, régions où il est fort difficile de défendre qu'il manque de capital de risque! Moins de 10 millions de dollars ont été investis en région. Ce fonds n'a donc de régional que le nom. Ce fonds est relativement jeune et il est possible que la situation s'améliore et rejoigne celles des fonds de travailleurs. La situation de l'offre et de la demande de fonds est cependant telle, notamment dans les régions, qu'il est extrêmement peu plausible d'anticiper un taux d'investissement admissible adéquat.

Quel que soit l'organisme étudié, les mesures qui consistent à accorder des crédits d'impôt pour stimuler **l'investissement dans des entreprises québécoises sont coûteuses et inefficaces. Le pourcentage des fonds subventionnés qui peuvent effectivement être placés se situe entre 10 et 30 %, et ces placements se font dans des sociétés peu rentables.** Cette situation a un impact important sur l'analyse qu'il est possible de faire du rapport Brunet et de ses recommandations.

2.2 Le poids relatif du gouvernement

Le Comité constate l'intervention trop importante de l'État, qui est évaluée à 70 % de l'offre de capital de risque. Nous endossons ce constat, qui porte sur les fonds disponibles et englobe les fonds subventionnés fiscalement.

Il est surprenant de voir que le constat du rapport ne se traduit pas au niveau des recommandations. Rien n'est prévu pour réduire le poids relatif du gouvernement dans le capital de risque au Québec. Tout au plus, on recommande de ne plus augmenter les fonds, à l'exclusion d'un montant de 200 millions de dollars consenti à la SGF.

Cette institution devrait se retirer totalement du capital de risque et, progressivement, des financements de rondes avancées de financement (20 millions et plus), qui constituent actuellement une partie de son portefeuille. Nous considérons que l'importance et la structure de l'intervention gouvernementale québécoise sont à l'origine de la carence des marchés mentionnés dans le rapport Brunet à ce niveau. Développer ou même maintenir le rôle de la SGF à ce niveau reviendrait à consolider les facteurs qui provoquent cette carence de marché.

2.3 La notion de discontinuité

Le Comité rapporte deux discontinuités (ou carence) de marché qui justifieraient l'intervention de l'État. La première se situe au niveau de l'amorçage et du démarrage. Nous acceptons ce point de vue, en l'étendant aux premières rondes de financement, dont la taille limitée induit des coûts de négociation, gestion et encadrement fort élevés. Notons, ici, que l'amorçage est davantage lié à l'incubation et constitue donc un type d'intervention différent de celui du capital de risque de première ronde.

Une seconde carence serait perceptible au niveau du capital d'expansion, pour des rondes de financement de 20 millions de dollars et plus. Sur cette base, le Comité recommande d'ailleurs que la SGF continue d'agir en ce domaine. Il convient de s'interroger sur l'origine de cette carence, qui serait un phénomène exclusivement québécois. En effet, au cours de l'année 2003 seulement, le placement privé ontarien a mobilisé environ 40 milliards de dollars. L'étude des demandes d'exemptions déposées à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (OSC) montre de très nombreux placements de 20 millions de dollars et plus, effectués par des investisseurs du Canada anglais, des États-Unis et du Québec. Au Québec, le placement privé hors capital de risque est très peu actif. Trois facteurs expliquent cette différence.

La première raison est directement liée à la « sur-intervention » gouvernementale. Il existe très peu de sociétés qui sollicitent une seconde ou troisième ronde sans être passées par l'une ou l'autre des institutions gouvernementales ou par l'un des organismes subventionnés par des crédits d'impôt. Or, pour un investisseur ou un fonds du Canada anglais ou des États-Unis, une telle entreprise a été subventionnée. Sa qualité est donc douteuse. Certaines entreprises ont cumulé les aides, et l'intervention de plusieurs sociétés de capital de risque provoque des situations de conventions d'actionnaires (clauses de réajustement, options) qui rendent les transactions très complexes (effets de réputation et dysfonction).

La seconde raison est liée à la très faible rentabilité du capital de risque et du placement privé québécois, qui explique également la réticence des investisseurs privés. L'allocation de l'actif des régimes de retraite se fait en grande partie sur la base des taux de rendement attendus des principales catégories de placement. En moyenne, le placement privé a rapporté 20 % de plus aux États-Unis qu'au Canada (2 000 points de base) depuis cinq ans. Le choix est donc évident.

La troisième raison est liée au cadre réglementaire. Les normes adoptées récemment dans les autres provinces ont comme objectif de faciliter l'investissement dans des sociétés fermées, en élargissant les régimes de dispense. En Ontario, une société fermée peut lever des fonds totalisant 3 millions de dollars auprès de 35 actionnaires, sans avoir à émettre de prospectus. Les réglementations adoptées dans l'Ouest sont différentes, mais vont dans le même sens. Des dispositions qui facilitent la revente de blocs d'actions acquises dans le cadre de tels placements, ont également été adoptées. La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario affirme que les changements apportés ont accru de façon très importante le financement des sociétés fermées par placement privé²². Le Québec devra rapidement opter pour l'un ou l'autre des régimes et surtout œuvrer pour l'uniformisation de la réglementation en ce domaine. La problématique est complexe. Il semble toutefois essentiel d'explorer cette voie avant de tenter d'influencer l'offre de ce type de financement.

Compte tenu de ces éléments, nous considérons que le Gouvernement doit créer les conditions favorables à l'accroissement rapide du placement privé de seconde et troisième ronde.

2.4 La justification de l'existence et du rôle de la SGF et d'Investissement Québec

La principale justification de l'existence de ces organismes est, pour le Comité, l'existence de structures semblables dans les autres pays. Nous avons mené des analyses approfondies dans plusieurs autres pays. Nous n'avons pas observé, dans d'autres juridictions, de structures de type SGF, qui vise simultanément trois missions fort distinctes soit :

²² *One Step Forward, A Study of the Economic Impact of OSC Rule 45-501 Exempt Distributions*, Report to Janet Ecker: Minister of Finance, Ontario Securities Commission, 2003.
www.osc.gov.on.ca/en/About/Publications/pub_200303_45-501_study-impact.pdf

- la structuration de projets « stratégiques », le plus souvent avec l'étranger. Il peut exister des structures dédiées à cette fin, mais elles dépendent des ministères et agissent au cas par cas.
- Le capital de risque : il n'existe pas de fonds gouvernementaux de capital de risque dans les pays que nous avons étudiés. Lorsqu'il intervient, le gouvernement le fait par des fonds mixtes, par effet de levier (*SBIC*) ou par capital de lancement.
- Le placement privé de seconde et troisième ronde. Il n'existe pas, à notre connaissance, de mécanismes gouvernementaux spécialisés dans ce type de placement.

Il existe des structures de prêt de dernier recours, tels que la BDC. Elles sont cependant généralement structurées de façon différente, comme dans le cas des *SBIC* américaines, ce qui permet au gouvernement de dépenser moins pour des résultats supérieurs.

Il est effectivement essentiel de recentrer le rôle de la SGF, comme le suggère le Comité. Le volet du capital de risque doit effectivement être totalement abandonné. Le portefeuille pourrait être transféré rapidement, à la valeur marchande évaluée de façon rigoureuse et indépendante, à une société mixte de capital de risque, sous réserve des choix stratégiques qui permettront la survie de ces sociétés.

La SGF ne doit pas être autorisée à jouer un rôle dans le domaine du capital de risque. Elle ne doit intervenir ni dans les phases de démarrage, ni dans les phases ultérieures (placements de 20 millions de dollars et plus). Elle devrait se cantonner à son rôle initial de structuration de projets de grande envergure, qui engagent des sociétés étrangères ou des sociétés de très grande taille où elle jouera un rôle de catalyseur.

2.5 La problématique des régions

Le Comité reconnaît la faible présence du secteur privé en région, qu'il associe à la forte présence gouvernementale et au risque élevé des projets. Il recommande la création de fonds régionaux mixtes, les FIR. Dans la situation actuelle, la création de tels fonds est vouée à l'échec. Selon Lévesque et al. (2003)²³, **il existait, en 2001, 336 fonds régionaux au Québec. Certaines régions en comptent plus de 30** (Chaudière-Appalache : 31, Montérégie : 34) et on en recense 21 en Abitibi. La plupart de ces fonds sont largement soutenus par les gouvernements ou profitent d'importants crédits d'impôt. Que des problèmes de financement de projets et d'entreprises se posent dans un tel contexte ne manque pas de soulever des interrogations quant à l'efficacité de l'intervention. Au total, **ces fonds disposaient de 1,2 milliard de dollars en 2001**. CRCD dispose à lui seul de liquidités supérieures à 200 millions de dollars et investit essentiellement à Montréal. L'analyse des données des fonds régionaux du FSTQ, qui est à l'origine d'une partie importante de cette offre, permet de penser que les fonds disponibles, détenus sous forme de liquidité, constituent au moins la moitié de ce montant.

²³ Lévesque, B., Comeau, Y., Mendell, M., Martel, D., Desrochers, J., Crevier, F., Huot, G., Rouzier, R. et J. Cadieux, « Portrait des fonds régionaux et locaux de développement au Québec en 2001 », *Cahiers du CRISES*, Montréal, 78, 2003, 78 pages.

Dès lors, il est permis de s'interroger sur le bien-fondé de la recommandation. D'une part, si 336 fonds ne suffisent pas, on peut penser que l'ajout d'une dizaine de fonds supplémentaires ne changerait pas la situation de façon significative. D'autre part et surtout, placer des fonds mixtes, donc contraints à la rentabilité, en concurrence avec un tel ensemble de fonds subventionnés, en tout ou en partie, les conduirait très rapidement à l'échec. Face à une offre de projets relativement peu importante, ces fonds seraient systématiquement désavantagés en raison d'un coût du capital plus élevé.

Nous sommes tout à fait favorables à la notion de fonds mixtes, qui perturbent moins le fonctionnement des marchés et forcent une gouvernance adéquate. Toutefois, dans ce cas, la politique passée est un obstacle au développement de mécanismes efficaces. L'approche préconisée ne peut résoudre à court terme le problème du financement des projets en région. **Une analyse rigoureuse de l'efficacité, du fonctionnement et de la raison d'être des divers fonds existants, et la fermeture d'une partie importante de ces fonds, sont un préalable absolu à toute nouvelle intervention. La solution la plus évidente nous semble être de forcer les organismes en place à mettre, effectivement, les fonds à la disposition des entreprises, si des projets existent, ou de se retirer.**

2.6 Les Innovatech

Le rapport Brunet constate la faible performance des Innovatech. Puisqu'elles font face à la concurrence de capitaux subventionnés dix fois supérieurs aux leurs, le contraire aurait été étonnant! Le rapport propose la création d'un seul fonds mixte pour les situations d'amorçage ou de démarrage. Il suggère de doter ce fonds d'une enveloppe suffisante, ce qui semble engager de nouveaux investissements gouvernementaux. Trois remarques s'imposent.

En premier lieu, **il est inutile de lancer un fonds mixte dans la situation actuelle de saturation du marché.** Nous avons estimé les besoins annuels de fonds de démarrage au Québec à 123 millions de dollars. Le FSTQ lève environ 800 millions de dollars par année et en rembourse environ 300, Fondation augmente son capital de 40 millions de dollars et Capital régional et coopératif Desjardins, qui bénéficie de crédits semblables à ceux du FSTQ, a amassé près de 130 millions de dollars dans les six premiers mois de 2003. Au total, le bassin de capital de risque subventionné s'accroît de 650 millions de dollars par année, ce qui représente cinq fois les besoins du Québec. Les fonds mixtes ne survivront tout simplement pas.

En second lieu, si des conditions raisonnables de concurrence pouvaient prévaloir, l'option de la centralisation ne semble pas optimale. Elle repose sur le constat que des fonds plus importants pourraient engager de meilleurs gestionnaires. L'économie réalisée à ce titre pourrait, en effet, être de l'ordre de quelques centaines de milliers de dollars. Par contre, un fonds centralisé, spécialisé dans des opérations de démarrage, devra engager des gestionnaires spécialisés et encourir des frais considérables pour négocier les investissements à distance, puis suivre et encadrer les placements qui seront normalement relativement nombreux. Par ailleurs, **l'option du fonds unique réduit encore une concurrence quasi inexistante.** Enfin, des fonds locaux permettent un meilleur engagement des intervenants locaux. Les étapes de démarrage demandent une implication et un réseautage importants qui seront plus facilement effectués localement. Ici encore, les exemples étrangers (*Yozma*, *SBIC* et *FCPI*) indiquent que

des fonds dotés initialement de 40 à 50 millions de dollars peuvent se développer jusqu'à atteindre une taille de 200 millions, en étant rentables. La taille moyenne des *SBIC* est de l'ordre de 25 à 60 millions de dollars américains.

En troisième lieu, l'apport de capital est déjà présent. Si l'on ajoute les placements de capital de risque de la SGF à ceux des Innovatech, les sommes investies par le Gouvernement représentent plus de 750 millions de dollars. Nous suggérons que, s'il se fait, le démarrage des fonds mixtes se réalise à partir de cette mise de fonds, en prévoyant la récupération progressive de ces montants.

Nous ne voyons aucun avantage net à la création d'un fonds unique de capital de risque. Quelle que soit l'option choisie pour la refonte des Innovatech et la révision du rôle de la SGF, il semble essentiel que ces mesures s'inscrivent dans une stratégie globale.

3 VERS UNE STRATÉGIE

Le Québec doit se donner une stratégie globale face à la problématique du financement des entreprises, et mettre fin à la multiplication des programmes, des moyens et des cibles. Le gouvernement ne peut soutenir tous les secteurs ni toutes les formes d'organisation, de l'entreprise individuelle à la multinationale. Il n'en a pas les moyens, et une telle stratégie, qui évince les fonds publics et développe des réflexes d'assistanat systématique, est totalement contre-productive. Nous mettons en garde le gouvernement contre la tentation de créer rapidement de nouvelles structures à capitalisation mixte. Dans le contexte actuel, ces fonds n'auraient que peu de capacité de survie. En effet, ils devraient offrir à leurs actionnaires potentiels des taux de rendement compatibles avec les risques encourus, et donc gérer les fonds qui leur seraient confiés avec rigueur, en exigeant un taux de rendement raisonnable des sociétés financées. Elles seraient confrontées à des masses de capitaux obtenues à un coût quasiment nul par les fonds de travailleurs ou autres organismes bénéficiant de crédits d'impôt ou encore à des fonds gouvernementaux rémunérés aux taux des emprunts publics. Aucun fonds mixte de capital de risque, aussi bien géré soit-il, ne peut survivre dans de telles conditions. Le préalable à toute action qui viserait à introduire des fonds mixtes en région ou non, passe par une réduction significative des fonds subventionnés.

3.1 La réduction des fonds subventionnés

Il faut, en tout premier lieu, ramener les souscriptions annuelles des fonds de travailleurs et des fonds Desjardins à des montants qui peuvent raisonnablement être placés au Québec, dans des entreprises qui ont un effet sur l'emploi et n'ont pas accès au marché public. Les placements étrangers, les investissements dans le secteur immobilier et dans les entreprises inscrites en Bourse, de même que les placements dans des sociétés dont l'actif dépasse 15 millions de dollars devraient être considérés comme des placements de portefeuille. Les montants non déboursés par les fonds principaux ou régionaux ne doivent plus être considérés comme des placements admissibles. Étant donné la règle qui impose que 60 % de l'actif moyen soit investi dans les placements admissibles, cette modification à la Loi du Fonds, étendue aux entités semblables, aurait le double effet de réduire fortement les souscriptions possibles au cours des prochains exercices et de **mettre réellement les fonds fiscalement subventionnés à la disposition des petites entreprises.** Les fonds de travailleur

doivent être ramenés à leur vocation première²⁴. Nous estimons que, dans le cas du FSTQ, les placements définis au sens strict représentent approximativement 900 millions de dollars. L'imposition des normes plus strictes forcerait l'injection de près de 1,8 milliard de dollars dans les petites entreprises québécoises, si le FSTQ désire conserver sa taille actuelle $[(4\,500 \times 0,6) - 900 = 1\,800\,000\,000,00]$. Il s'agit de fonds pour lesquels le Gouvernement a déjà consenti d'importantes dépenses fiscales. Si le FSTQ et les autres fonds avantagés fiscalement ne sont pas en mesure de placer ces fonds aux conditions définies, leur taille se réduirait par le double effet des remboursements et de l'absence de souscriptions. Une autre avenue, qui pourrait être explorée si la précédente semble trop difficile, consisterait à ramener les avantages fiscaux vers la limite de 20 % qui semble être la norme dans les autres juridictions. Cela amènerait une réduction du flux de financement. L'une ou l'autre des avenues aurait pour effet induit d'améliorer la rentabilité des fonds qui pourraient se montrer plus sélectifs.

De la même façon, la SGF devrait se voir interdire tout placement de capital de risque, qu'il s'agisse de capital de risque conventionnel ou de placements de seconde ou troisième ronde (20 millions et plus). L'argument qu'il n'existe pas de bassin de capitaux suffisants au Québec n'est pas défendable, compte tenu, entre autres, de la présence de la Caisse de dépôt.

Dans le cas des régions, la proposition de modification des lois des fonds de travailleurs et CRCQ amènerait un afflux important de capitaux puisqu'une large part des 1 200 millions de dollars disponibles n'est pas investie. Pour inciter les fonds à avantage fiscal à investir davantage en région et pour compenser le risque supérieur de ces placements, il est possible d'imaginer que les placements admissibles effectivement effectués en région se voient attribuer un coefficient supérieur à 1 (1,20 par exemple) dans le calcul du montant effectivement placé aux termes de la règle des 60 %.

Dans la mesure où un tel virage est possible, le gouvernement injecte plus de 2 milliards (FSTQ, CRCQ et Fondation) dans le financement des jeunes entreprises au Québec, à un coût nul. Il peut cependant envisager des actions ciblées pour couvrir les besoins des sociétés technologiques en démarrage et dans leurs premières phases de croissance. Même si les fonds de travailleurs interviennent dans le même créneau, la situation peut être tournée à l'avantage des objectifs gouvernementaux, dans la mesure où la concurrence prévaut réellement et où les fonds mixtes se donnent des avantages concurrentiels en termes de qualité de gestion et d'encadrement des entreprises.

3.2 Le respect du principe de saine gouvernance

Les sociétés technologiques et celles qui les financent sont particulièrement exposées aux problèmes d'agence, qui découlent des différences d'objectifs entre les gestionnaires et les actionnaires. Dans le cas particulier des sociétés de capital de risque, les performances des gestionnaires ne peuvent être observées qu'à long terme, et l'information fournie par les

²⁴ Les spécialistes ontariens qui ont analysé les fonds de travailleur dans l'ensemble du Canada recommandent que l'on mette fin rapidement à cette mesure (Cumming et MacIntosh, « Comparative Venture Capital Governance: Private versus Labour Sponsored Venture Capital Funds », *CESifo Working Paper* 853, 2003). Nous partageons ce point de vue. Les problèmes de gouvernance de ces mécanismes sont tels qu'ils ne présentent pas une option économique défendable. Nous jugeons cependant que la recommandation de Cumming et MacIntosh est peu réaliste en l'état actuel des choses.

rapports annuels est d'utilité douteuse²⁵. Il est donc essentiel que les organismes, institutions et programmes bénéficient d'une régie interne très solide et d'incitatifs forts. Pour Gilson (2003, p. 2)²⁶, la force du capital de risque américain réside dans la structure de sa gouvernance : « **the genius of U.S. venture capital contracting lies in the use of powerful incentives coupled with powerful monitoring for all participants in the process.** » Il écrit, encore, que cette forte gouvernance découle du fait que le marché américain a été largement structuré par les mécanismes de marché :

The central lesson to be learned from the U.S. venture capital market is, that it is overwhelmingly the product of private ordering - an extremely effective contracting structure that covers the entire venture capital cycle, from initial investment in the VC fund, to the VC fund's investment in a portfolio company, to the exit from the portfolio investment to allow the VC fund's cash and non-cash investment to be recycled.

Deux indicateurs permettent de déceler la présence d'importants coûts d'agence : il s'agit de la faiblesse des performances financières et de frais administratifs élevés. Plusieurs des organismes ou fonds québécois se trouvent dans cette situation. Dans une situation où prévalent d'importants coûts d'agence, les avantages fiscaux ou pécuniaires consentis par le gouvernement sont capturés par les directions et les employés des organismes ne sont que très partiellement transmis aux sociétés financées. Pour les auteurs qui ont analysé en détail le fonctionnement des fonds de travailleurs, ceux-ci sont un exemple de structure à coûts d'agence très élevés.

Les facteurs qui favorisent une gouvernance saine sont la clarté des objectifs, l'implication financière des principaux bénéficiaires, un actionnariat peu dispersé et fortement engagé, la présence d'actionnaires de contrôle et, dans les cas où un avantage fiscal ou autre est accordé, un système formel de reddition des comptes et d'évaluation des placements. Dans ces cas également, ils devraient être soumis à l'expertise du vérificateur général et l'autorité de tutelle devrait avoir le pouvoir de retirer l'accréditation d'un fonds.

Tous les mécanismes actuels devraient être revus de façon à permettre une amélioration sensible de la gouvernance. Dans les cas où cela semble exclu, de par la structure du programme, le programme devrait être abandonné.

3.3 Les fonds mixtes

Les fonds mixtes existent ou ont existé dans plusieurs pays (États-Unis, Israël). Dans ce dernier pays, le Gouvernement s'en est retiré et les *Yozma* poursuivent leurs levées de fonds sans aide. Les grands principes qui prévalent sont les suivants :

²⁵ Les placements constituent l'essentiel de la valeur et sont estimés à la valeur marchande dans la plupart des cas. La détermination de cette valeur est très difficile dans le cas des sociétés technologiques, et les normes comptables accordent une grande latitude. Les importantes radiations survenues récemment dans plusieurs institutions financières et imputées opportunément à la conjoncture, illustrent la capacité de gestion de la valeur des placements qui prévaut dans ce secteur.

²⁶ Gilson, R. J. (2003), « Engineering a venture capital market: Lessons from the American experience », *Stanford Law Review* 55(4), p. 1067.

Approvisionnement en projets

De tels fonds ne peuvent survivre que s'ils disposent d'un bassin de projets valables suffisamment important. Cet approvisionnement dépend de l'efficacité de la recherche, d'une part, et des mécanismes d'incubation, d'autre part.

Autonomie et souplesse

Les fonds mixtes sont avant tout des fonds privés, dans lesquels des investisseurs privés interviennent et dont le gouvernement, qui dote initialement ces fonds, se retire progressivement. Ils doivent être gérés comme des fonds privés sous peine de disparaître. Les contraintes en termes de rythme des placements et de secteur doivent être souples, en autant qu'il s'agisse de technologies. Certains fonds peuvent opter pour une spécialisation, d'autres non. Leur croissance ou décroissance est directement fonction de leur performance. Un fonds peu actif et qui gère mal ses placements ne survit tout simplement pas. Compte tenu de la situation d'absence de concurrence qui prévaut au Québec et des problèmes que posent les conventions d'actionnaires complexes et restrictives, nous suggérons que deux principes soient imposés, en échange de l'apport gouvernemental : l'unicité et la convention type.

L'unicité signifie que le fonds mixte investit seul. Cela contredit le principe de partage des risques cher aux investisseurs en capital de risque. Cette règle a deux avantages importants : **restaure une forme de concurrence entre les apporteurs de capital et accélère les négociations tant à l'investissement que lors de la disposition du placement.** Il importe en effet d'accélérer de façon significative les processus de négociation. Cette accélération serait favorable aux entreprises et, indirectement, aux institutions qui les financent²⁷.

La convention type élimine les frais légaux et accélère le processus. Les clauses de réajustement de la valeur (*Ratchet*), qui sont un obstacle majeur lors des rondes ultérieures de financement et peuvent entraîner l'éviction du promoteur, devraient être proscrites.

Supervision et reddition de comptes

Les fonds doivent être strictement encadrés. Sur le modèle des *SBIC* américaines, des normes de reddition de compte et d'évaluation des placements doivent être élaborées et imposées. Des normes internationales d'évaluation sont d'ailleurs en cours d'élaboration et pourraient servir de référence. Ces normes devraient être imposées à tous les organismes bénéficiant d'une aide directe ou fiscale du Gouvernement, tels que les fonds de travailleurs et le CRCO.

Le travail de supervision implique que l'autorité de tutelle (ministère ou autorité des marchés financiers) dispose d'une cellule capable de gérer ces entités, de les évaluer et d'apporter des correctifs si nécessaire. De telles structures existent dans tous les pays qui ont articulé une politique efficace de financement des entreprises technologiques. Elle prend, dans certains pays, la dimension d'un ministère de la recherche, à vocation économique²⁸. Sur le modèle des mécanismes mis en place dans les pays qui nous servent de référence, les promoteurs de tels fonds devraient faire la preuve de leur compétence et de leur expérience dans le domaine du capital de risque.

²⁷ La notion de partage des risques perd une grande partie de son sens dans un marché totalement dominé par les institutions essentiellement financées par le Gouvernement. Lorsque Innovatech, la SGF, le FSTQ et Capital régionale Desjardins se partagent un investissement, le risque ultime est assuré par le contribuable.

²⁸ Il s'agit de la *Small Business Administration* (SBA) aux États-Unis, de la *Small Business Service* (SBS) au Royaume-Uni, et de l'Agence nationale de valorisation de la recherche (ANVAR) en France.

CONCLUSION

Le Québec a mis en place, au fil des ans, des mécanismes extrêmement coûteux dont l'effet principal est de réorienter une part très importante de l'épargne vers des investissements peu rentables au prix de coûts administratifs énormes. Une telle politique est économiquement indéfendable. L'ampleur du phénomène est telle qu'il devient très difficile de réformer les mécanismes pour en améliorer la performance et la gouvernance. L'action des gouvernements bloque le développement d'une industrie privée du capital de risque et limite sérieusement l'apport de capitaux de placement privé, qui finance normalement des rondes avancées de capital de risque ainsi que les opérations de sortie, telles que les *leveraged buyout* et les *management buyout*. La comparaison avec les politiques menées dans d'autres pays indique que, pour un coût très inférieur en proportion du PIB, la plupart des pays atteignent des résultats très supérieurs. Deux avenues sont donc offertes.

La première avenue consiste à maintenir ou à réduire faiblement les avantages consentis aux fonds de travailleurs et à CRCD, qui accroissent les montants disponibles en capital de risque de plusieurs centaines de millions annuellement. Il est alors inutile de chercher à réformer les mécanismes de financement du démarrage et de la croissance. En particulier, la notion de fonds mixte est vouée à l'échec dans de telles conditions de concurrence défavorable. Cette avenue ne mène nulle part et ne devrait même pas être envisagée.

L'autre avenue demande des mesures radicales pour ramener le rôle du gouvernement et l'offre subventionnée de capital vers la norme internationale, qui se situe sous les 20 %.

Il convient de revoir en profondeur les lois des fonds fiscalement avantageés pour que les capitaux dont ils disposent soient effectivement mis à la disposition des petites entreprises québécoises. Nous estimons que les réserves de capital de risque non investies représentent plus de dix fois les besoins annuels des entreprises. La période d'ajustement vers cet objectif correspondrait à un gel de toutes formes de contribution. Celles-ci reprendraient, avec un taux de déduction moindre, lorsque 60 % des fonds levés seraient effectivement placés dans des sociétés fermées québécoises, excluant toute forme d'échappatoire et de dérogation. Dans un tel contexte, il peut être réaliste de développer des fonds mixtes, qui seraient construits à partir des portefeuilles existant dans les Innovatech et SGF. Une attention particulière devra être portée aux mécanismes qui régiront ces fonds. Le pourcentage de levier et les taux requis par le gouvernement pourraient facilement être gérés pour que la concurrence puisse effectivement jouer.

Dans une situation où prévalent d'importants coûts d'agence, les avantages fiscaux ou pécuniaires consentis par le gouvernement ne sont que très partiellement transmis aux sociétés financées. Ils sont principalement capturés par les directions et les employés des organismes de financement.

Le Gouvernement devrait se concentrer sur son rôle principal qui est de susciter l'éclosion et les premières phases de croissance des sociétés innovantes, ce qui renvoie à la recherche, à la formation de chercheurs et d'entrepreneurs technologiques, à l'incubation et au transfert ainsi qu'aux premières phases de financement. Les bons projets attirent le capital de risque et assurent le développement d'une industrie dynamique. Une industrie dynamique, de capital de risque, attire les placements privés et suscite des émissions initiales. C'est cette dynamique, totalement perturbée par les politiques des dernières années, qui doit être restaurée.

TRAVAUX DE L'AUTEUR
DANS LE DOMAINE DU FINANCEMENT DES PETITES ENTREPRISES

- Suret, J.-M. et C. Carpentier, *Le Fonds de solidarité des travailleurs du Québec : Évaluation du programme*, Rapport de recherche CIRANO (sous embargo), février 2004, 42 p.
- Carpentier, C. et J.-M. Suret, *Initiatives gouvernementales en capital de risque : les leçons des expériences européennes*, Rapport de recherche CIRANO (sous embargo), février 2004, 37 p.
- Carpentier, C. et J.-M. Suret, *Création et financement des entreprises technologiques : les leçons du modèle israélien*, Rapport de recherche CIRANO (sous embargo), janvier 2004, 37 p.
- Carpentier, C. et J.-M. Suret, *Le Programme SBIC : analyse et enseignements*, Rapport de recherche CIRANO (sous embargo), janvier 2004, 33 p.
- Carpentier, C. et J.-M. Suret, *Le Régime d'épargne-actions du Québec : un réexamen*, Rapport de recherche CIRANO (sous embargo), janvier 2004, 37 p.
- Carpentier, C. et J.-M. Suret, *Les Sociétés de capital de démarrage, bilan et analyse : 1995-2001*, Rapport de recherche, Université Laval – CVMQ, septembre 2003, 86 p.
- Carpentier, C. et J.-M. Suret, *How Useful is Venture Capital? Evidence from Capital Pool Companies, document de travail, septembre 2003, 38 p.*
- Suret, J.-M. et C. Carpentier, *Réglementation des valeurs mobilières au Canada*, document de travail CIRANO et Commission des valeurs mobilières du Québec, juillet 2003, 202 p.
- Carpentier, C., M. Kooli et J.-M. Suret, *Les Émissions initiales au Canada : bilan, anomalies et dysfonctions*, Rapport sur le financement des PME au Canada, avril 2003, 66 p.
- <http://strategis.ic.gc.ca/epic/internet/insbrp-rppe.nsf/vwGeneratedInterF/rd00530f.html>
- Kooli, M. et J.-M. Suret, « How cost-effective are Canadian IPO markets », *Canadian Investment Review*, vol. 16, n° 4, 2003, p. 20-28.
- Suret, J.-M. et É. Cormier, « The Quebec Stock Savings Plan: Overview and Assessment », dans P. Halpern (ed.), *Financing Growth in Canada*, University of Calgary Press, 1997, p. 585-623.
- Suret, J.-M. et L. Arnoux, « Origines, formes et importance du capital de risque direct : un survol international », *Revue internationale PME*, n° 8 (3-4), 1995, 233-258.
- Suret, J.-M. et L. Arnoux, « Capitalisation des entreprises québécoises : évolution et état de la situation », *Revue internationale PME*, n° 8 (3-4), 1995, 166-179.
- Suret, J.-M. et L. Arnoux, *Le Capital informel au Québec*, monographie, Conseil de la science et de la technologie du Québec, 1995, 82 pages.
- Gagnon, J.-M., J. Saint-Pierre et J.-M. Suret, « L'abaissement du coût du capital », dans A. Martel et M. Oral (dir.), *Les Défis de la compétitivité*, Montréal, Publi-Relais, 1995, p. 179-203.

- Suret, J.-M., « Le gouvernement du Québec et le financement des entreprises : les mauvaises réponses à un faux problème », dans P. Palda (dir.), *L'État interventionniste*, The Fraser Institute, Vancouver, 1994, p. 113-168.
- Suret, J.-M., « Analyse et bilan de deux programmes d'encadrement financier du développement », *L'Efficacité des organisations et la compétitivité*, Association des économistes québécois, Montréal, 1994, p. 181-200.
- Suret, J.-M., « Une évaluation des dépenses fiscales et subventions dans le domaine de la capitalisation des entreprises », *L'Actualité économique*, 69(2), juin 1993, p. 17-40.
- Suret, J.-M., É. Cormier et B. Lemay, « La sous-évaluation initiale du prix des actions canadiennes », *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 7(3), septembre 1990, p. 47-56.
- Suret, J.-M. et J.-M. Gagnon, « Coûts d'agence, fiscalité et PME : aspects théoriques et tests empiriques », *Revue internationale de gestion des petites et moyennes organisations*, 5(2), 1990, p. 28-38.
- Suret, J.-M., « Les initiatives québécoises dans le domaine de la capitalisation des entreprises : le point de vue des investisseurs », *Canadian Public Policy*, 16(3), septembre 1990, p. 239-251.
- Gagnon, J.-M. et J.-M. Suret, « Tax Rules and Corporate Financing: A Canadian Perspective », *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 5(1), mars 1988, p. 36-46.
- St-Pierre, J. et J.-M. Suret, *Endettement de la PME : état de la situation et rôle de la fiscalité*, monographie, The Institute for Research on Public Policy, 1987, 164 p.
- Gagnon, J.-M., J.-M. Suret et J. St-Pierre, « Asymétrie, fiscalité et endettement du Canada », *Finance*, Revue de l'Association française de finance, 8(1), juin 1987, p. 75-103.
- St-Pierre, J. et J.-M. Suret, « Note sur les PME et le développement économique », *Revue internationale de gestion des petites et moyennes organisations*, 1(6), 1986, p. 46-48.
- St-Pierre J. et J.-M. Suret, « Note sur les déterminants de l'importance relative des PME », *Revue internationale de gestion des petites et moyennes organisations*, 1(6), 1986, p. 49-51.
- Suret, J.-M., « Facteurs explicatifs des structures financières des PME québécoises », *L'Actualité économique*, 60(1), mars 1984, p. 59-71.

ANNEXE 1 : CONCURRENCE EN TERMES DE COÛT DU CAPITAL DE RISQUE

Un fonds de capital de risque met des fonds à la disposition des entreprises. Ces capitaux lui sont confiés par les investisseurs, qui sont ou non fiscalement avantagés. Le taux de rendement exigé par les actionnaires indique le taux qui devra être exigé des entreprises financées. Le taux exigé est le coût du capital. Il est par exemple de 25 %, si les actionnaires considèrent que le risque justifie un tel taux.

Si les actionnaires reçoivent un crédit d'impôt, noté « C » et exprimé en pourcentage, ils exigent un coût du capital moindre, donné par l'expression suivante :

$$\text{Coût du capital} = \text{taux exigé} (1 - C)$$

Sous l'hypothèse d'un taux exigé de 25 % et d'une déduction de 70 %, le coût du capital passe à 7,5 %. Un fonds de travailleurs peut alors consentir un taux moindre aux entreprises financées, mais peut aussi augmenter ses frais de gestion ou choisir des projets de qualité moindre.

Le coût du capital peut également être calculé pour un fonds mixte à levier, dont les investisseurs ne bénéficient d'aucun avantage fiscal. Si « g » est la part du gouvernement, R_g et R_p représentant les taux respectifs demandés par le gouvernement et le secteur privé, alors :

$$\text{Coût du capital} = (R_g \times g) + (R_p \times (1-g))$$

Si le secteur privé demande 25 % et le gouvernement 8 %, un fonds mixte financé à 50 % par l'État aura un coût du capital de 16,5 %, plus de deux fois supérieur à celui d'un fonds de travailleurs qui bénéficie d'un avantage fiscal de 70 %. Dans une telle situation, le fonds mixte n'a aucune possibilité de survie, dans la mesure où il est en concurrence avec un fonds de travailleurs pouvant offrir du capital en exigeant un rendement de seulement 7,5 %.

Si l'avantage fiscal accordé aux fonds de travailleurs est ramené à 20 % (au lieu de 70 %), le coût du capital de ces fonds devient 20 %²⁹ (au lieu de 7,5 %). La concurrence peut alors se faire avec un fonds mixte où le gouvernement détient 30 % des fonds, sous les hypothèses posées plus haut. Le coût du capital du fonds mixte est alors de 19,9 %³⁰.

²⁹ Soit 25 % x (1- 0,20).

³⁰ soit 25 % x (1-30 %) + 8 % x 30 %.