

2005s-15

**Le Programme SBIC :
analyse et enseignements**

Cécile Carpentier, Jean-Marc Suret

Série Scientifique
Scientific Series

Montréal
Mars 2005

© 2005 *Cécile Carpentier, Jean-Marc Suret*. Tous droits réservés. *All rights reserved*. Reproduction partielle permise avec citation du document source, incluant la notice ©.
Short sections may be quoted without explicit permission, if full credit, including © notice, is given to the source.



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 et de la Recherche, de même que des subventions et mandats obtenus par ses équipes de recherche.

CIRANO is a private non-profit organization incorporated under the Québec Companies Act. Its infrastructure and research activities are funded through fees paid by member organizations, an infrastructure grant from the Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche, and grants and research mandates obtained by its research teams.

Les organisations-partenaires / The Partner Organizations

PARTENAIRE MAJEUR

- . Ministère du Développement économique et régional et de la Recherche [MDERR]

PARTENAIRES

- . 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
- . Fédération des caisses Desjardins du Québec
- . GazMétro
- . Groupe financier Norshield
- . Hydro-Québec
- . Industrie Canada
- . Ministère des Finances du Québec
- . Pratt & Whitney Canada Inc.
- . Raymond Chabot Grant Thornton
- . Ville de Montréal

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

ASSOCIE A :

- . 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)

Les cahiers de la série scientifique (CS) visent à rendre accessibles des résultats de recherche effectuée au CIRANO afin de susciter échanges et commentaires. Ces cahiers sont écrits dans le style des publications scientifiques. Les idées et les opinions émises sont sous l'unique responsabilité des auteurs et ne représentent pas nécessairement les positions du CIRANO ou de ses partenaires.

This paper presents research carried out at CIRANO and aims at encouraging discussion and comment. The observations and viewpoints expressed are the sole responsibility of the authors. They do not necessarily represent positions of CIRANO or its partners.

Le programme SBIC : analyse et enseignements*

Cécile Carpentier[†], Jean-Marc Suret[‡]

Résumé / Abstract

Nous analysons le programme américain des *Small Business Investment Companies* (SBIC), destiné à aider les PME à trouver du capital de risque. Les SBICs sont des entités entièrement privées ayant la possibilité de se refinancer dans des conditions favorables auprès de la Small Business Administration (SBA). Ce programme peut être considéré comme un succès et devrait inspirer les décideurs d'autres pays. Les SBICs ont en effet permis des financements nombreux de petites et moyennes entreprises traditionnelles et de haute technologie, à un coût faible ou nul pour le Gouvernement. L'intervention se fait suivant des règles qui sont proches de celles qui prévalent sur le marché privé. Le programme repose sur un système de gouvernance solide, des règles claires et la responsabilisation des acteurs. Le pouvoir de la SBA est important, et la régie interne des SBICs est forte. Le caractère largement privé des SBICs associé à une capitalisation initiale relativement importante, à la présence d'une tierce partie certifiant la qualité du projet, et à la qualité de gestion des dirigeants contribuent également au succès de ce programme.

Mots-clés : politique publique, petites entreprises, financement, SBIC, gouvernance

We analyse the American Small Business Investment Companies (SBIC) program designed to help small and medium sized businesses find venture capital. SBICs are private entities that may be financed by the Small Business Administration under favourable conditions. The success of this program should inspire public policy makers in other countries. Indeed, SBICs have financed numerous traditional and high tech SMEs at a low or zero cost for the government. The rules of government intervention are very similar to those of private financing. The program rests on strong governance, clear rules and stakeholder accountability. The SBA is powerful and the SBICs are stringently governed. The private status of SBICs, their sizeable initial funding, the third party certifying the quality of the project and officers with proven management capacity may explain the success of the program.

Keywords: *public policy, small business, financing, SBIC, governance*

* Ce travail a bénéficié de l'assistance de recherche de Lilian Iluta, étudiant au MBA à l'Université Laval.

[†] Professeur, Université Laval, École de comptabilité, Pavillon Palasis-Prince, bureau 5244, Québec, Canada, G1K 7P4. Courriel : cecile.carpentier@fsa.ulaval.ca. Tél: (418) 656-2131 #6385, fax: (418) 656-7746.

[‡] Auteur pour la correspondance. Directeur de l'École de comptabilité, Université Laval, Pavillon Palasis-Prince, bureau 5244, Québec, Canada, G1K 7P4. Courriel : jean-marc.suret@fsa.ulaval.ca. Tél: (418) 656-2131 # 7134, fax: (418) 656-7746,

Sommaire exécutif

Le programme *Small Business Investment Companies* (SBIC) est lancé en 1958 par le Congrès américain. Il s'agit à l'origine d'une intervention temporaire, basée sur la perception de l'existence d'une discontinuité du marché du financement des PME en croissance, dans la fourchette de 250 K\$ à 5 millions de \$. Ce programme est destiné à aider les PME à trouver du capital de risque, et ne cible aucun secteur en particulier. Il est conçu comme un partenariat public-privé. Les SBICs sont des entités entièrement privées dédiées au financement des PME ayant la possibilité de se refinancer dans des conditions favorables auprès de la Small Business Administration, leur autorité de tutelle. Ce financement prend la forme d'un endettement, ce qui augmente le risque de la SBIC, et devrait augmenter son rendement, via le mécanisme de l'effet de levier. Depuis 1960, le programme a permis le financement de près de 95 000 entreprises différentes, pour 39 milliards de \$, dont 10 milliards de \$ de fonds publics.

D'importantes modifications ont été mises en œuvre à partir de 1995, et notre analyse porte donc principalement sur cette nouvelle version du programme. À la fin de l'année fiscale 2002, on dénombre 442 SBICs, et ce nombre est en forte augmentation depuis 1995 (277). Globalement, le programme peut être considéré comme un succès car il a permis de réaliser, entre 1996 et 2002, 23 473 financements (23,43 millions de \$), sans coût net pour le gouvernement qui 1) finance les SBICs à un taux qui couvre le niveau de risque et 2) fournit des garanties et parvient, grâce à la rémunération des fonds prêtés aux SBICs à couvrir les pertes encourues.

Nous considérons qu'à terme, ce type d'intervention représente un modèle dont il convient de s'inspirer. Les SBICs ont permis des financements nombreux de petites et moyennes entreprises. Elles sont strictement limités aux situations dans lesquelles on peut défendre que des discontinuités de marché existent et dans des secteurs traditionnels. Leur coût est faible ou nul pour le Gouvernement. Ce n'est que durant l'exercice 2003 que des pertes ont épongé la quasi-totalité des surplus engrangés au cours des années antérieures, et cette situation devrait être corrigée par des changements de dispositions réglementaires.

L'intervention ne perturbe pas le marché : elle se fait suivant des règles qui sont proches de celles qui prévalent sur le marché privé. L'intervention de la SBA semble toutefois permettre des financements qui, par ailleurs, auraient été difficiles. Ce résultat ne doit rien au hasard. Les SBICs actuelles sont le résultat d'une longue évolution, et les révisions ont été précédées d'analyses rigoureuses. Les changements apportés au fil des ans ont permis d'instaurer un système de gouvernance solide, à tous les niveaux. L'encadrement est strict, les règles claires et la responsabilisation des acteurs est évidente. Cette situation résulte également du caractère largement privé de ces entités associé à une capitalisation initiale relativement importante, à la présence d'une tierce partie certifiant la qualité du projet, et à la qualité de gestion des dirigeants. Le pouvoir de l'autorité de tutelle est important, et la régie interne des SBICs est forte. Sur ces différents aspects, les SBICs diffèrent donc totalement des initiatives gouvernementales québécoises.

Une partie du succès du programme est associée à la réglementation bancaire. En effet, la majeure partie du financement des PME émane des SBICs banques. L'intérêt des banques pour les SBICs peut être relié aux modifications de la réglementation CRA. Selon Riding (1998, p.47), il n'existe cependant aucune preuve à l'effet que les institutions prêteuses canadiennes exercent une discrimination contre certaines collectivités locales. L'implantation au Canada d'une réglementation similaire à la réglementation CRA américaine ne peut donc pas être justifiée et elle est de toute façon hors de portée des décideurs québécois.

Nous considérons que les dispositions des SBICs devraient fortement inspirer les décideurs québécois dans la révision des différents programmes et des institutions mises en place pour financer les sociétés en croissance au Québec. En particulier, par leur mission, les SBICs se rapprochent des objectifs visés par les fonds de travailleurs. Leur structure, leur coût et leurs performances s'en distinguent toutefois très largement.

Programme de recherche sur le rôle des gouvernements dans le financement des entreprises Le Programme SBIC : analyse et enseignements

Table des matières

1. PRÉSENTATION DU PROGRAMME	6
1.1. VUE D'ENSEMBLE	6
1.2. CRÉATION D'UNE SBIC.....	8
1.3. FINANCEMENT D'UNE SBIC.....	8
1.4. INVESTISSEMENTS D'UNE SBIC	10
1.5. MODIFICATIONS MAJEURES APPORTÉES AU PROGRAMME SBIC	12
2. DESCRIPTION DU PROGRAMME SBIC.....	15
2.1 AMPLEUR DU PROGRAMME	15
2.1.1. <i>Ampleur en termes de nombre de SBICs</i>	15
2.1.2. <i>Financement du programme</i>	15
2.1.3. <i>Ampleur en termes d'investissement</i>	18
2.2. LE CAS PARTICULIER DES SBICs BANQUES	19
2.3. LA PERFORMANCE DES SBICs.....	22
3. ANALYSE DU PROGRAMME	24
3.1. SITUATION D'APPROVISIONNEMENT EN PROJETS	24
3.2. PERFORMANCE DU MÉCANISME DE FINANCEMENT	24
3.2.1. <i>L'équilibre entre l'offre et la demande de projets rentables</i>	24
3.2.2. <i>La capacité de sélectionner les projets</i>	25
3.2.3. <i>Régie interne des institutions</i>	26
3.2.4. <i>L'incitation à la régie interne des sociétés financées</i>	28
3.2.5. <i>Le rôle relatif des gouvernements</i>	29
4. CONCLUSION	31
BIBLIOGRAPHIE	32

1. PRESENTATION DU PROGRAMME

1.1. VUE D'ENSEMBLE

Le programme *Small Business Investment Companies* (SBIC) est lancé en 1958 par le Congrès américain. Il s'agit à l'origine d'une intervention temporaire, basée sur la perception de l'existence d'une discontinuité du marché du financement des PME en croissance, dans la fourchette de 250 K\$ à 5 millions de \$⁴. Ce programme est destiné à aider les PME à trouver du capital de risque, et ne cible aucun secteur en particulier.

Le programme SBIC est conçu comme un partenariat public-privé. Les SBICs sont des entités entièrement privées dédiées au financement des PME ayant la possibilité de se refinancer dans des conditions favorables auprès de la Small Business Administration (SBA), leur autorité de tutelle. Ce financement prend la forme d'un endettement, ce qui augmente le risque de la SBIC, et devrait conduire à augmenter son rendement, via le mécanisme de l'effet de levier. Les SBICs sont régies par le *SBA Act of 1958*, qui a été modifié notamment en 1992 (CFR 107)⁵. En 1971, un programme de SBICs spécialisées (SSBICs) est lancé dans le but de financer des entreprises détenues ou gérées par des personnes économiquement ou socialement désavantagées. Ce programme est gelé en 1996 et la SBA n'émet désormais plus de nouvelles licences SSBICs.⁶

L'intervention du gouvernement américain auprès des PME est entièrement indirecte. Elle se limite à encadrer la création et le fonctionnement des SBICs et à leur offrir des moyens de financement. En effet, *the program is a unique way for the federal government to help U.S. small businesses. It is structured so that the government itself does not make direct investments or target specific industries. Essentially a "fund of funds," the SBIC program outsources the portfolio management and investment decisions to qualified private fund managers, who invest in entrepreneurial companies based on their specialized knowledge of venture capital investing*⁷.

La figure 1 présente une vue d'ensemble du programme. Le Congrès, sur proposition du Président, alloue chaque année une enveloppe budgétaire au titre de ce programme. La SBA encadre le fonctionnement des SBICs. Le mécanisme de financement et d'investissement des SBICs est établi et coordonné par la division *Investment Trust*. La SBA régit l'octroi des licences d'exploitation, et s'assure régulièrement que les SBICs respectent les exigences réglementaires.

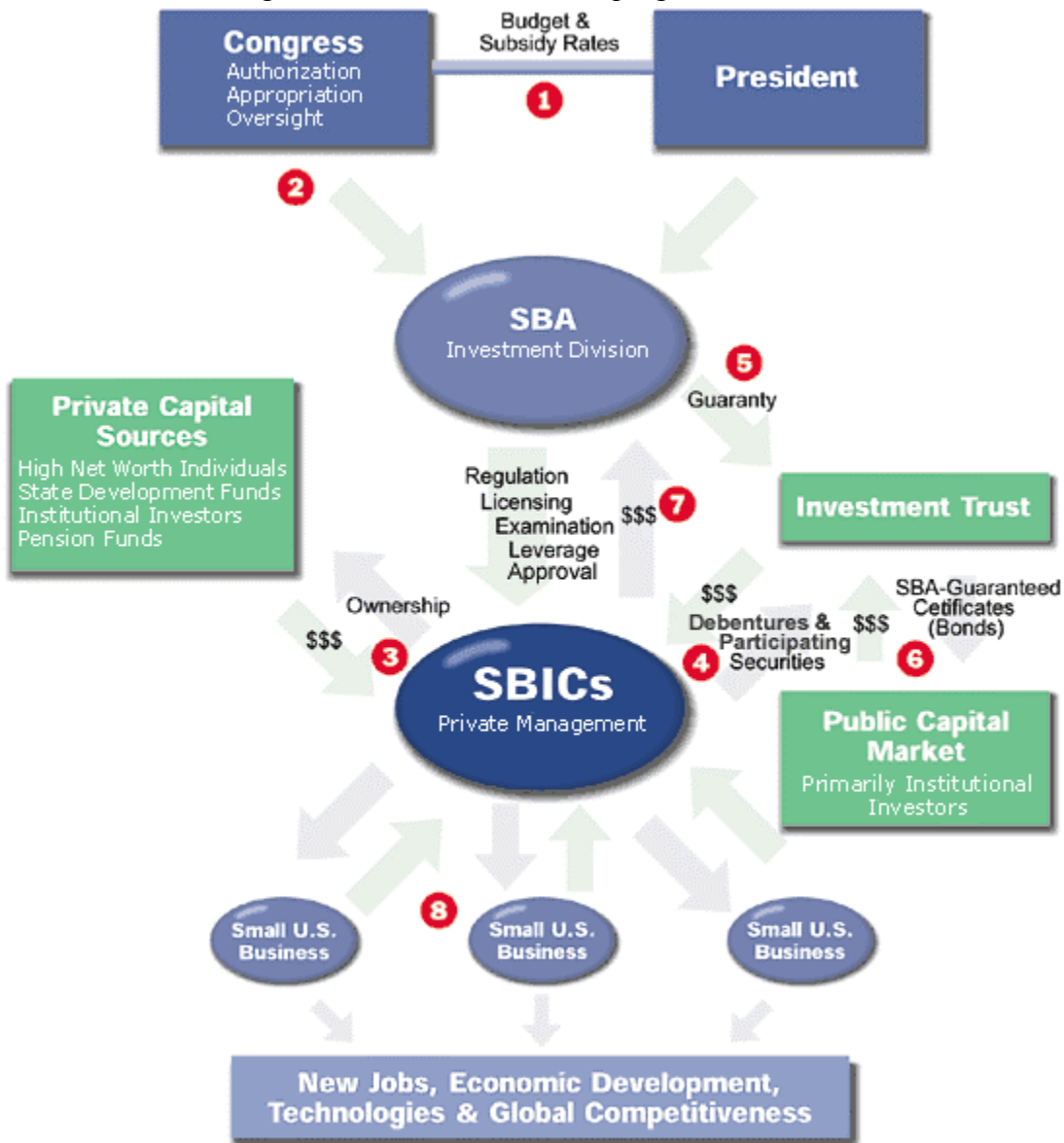
⁴ http://www.nasbic.com/about/sbic_history_highlights.cfm. Remarque : tous les montants présentés dans ce document sont exprimés en US \$, à moins de spécification contraire.

⁵ Les règles applicables aux SBICs sont détaillées dans le *Code of Federal Regulations, Title 13, Ch. 1, Part 107 (CFR 107)*: http://www.access.gpo.gov/nara/cfr/cfrhtml_00/Title_13/13cfr107_main_00.html

⁶ L'une des causes de cet arrêt du programme est le non respect des critères d'éligibilité des entreprises (*Report to the Committee on Small Business, April 1994*). Les SSBICs ont une importance marginale, en 2002, elles représentent 10% du nombre total des SBICs et n'ont reçu que 1,4% du financement de la SBA.

⁷ *SBIC Program Fiscal Year 2002 Special Report*, p.4, <http://www.sba.gov/INV/specialreport.html>

Figure 1 : Vue d'ensemble du programme SBIC



1 Le budget propose le niveau de financement du programme, le montant des crédits autorisés (au besoin) et le % de ces crédits à mettre de côté pour couvrir les pertes potentielles du programme. 2 Le Congrès établit le budget définitif et les crédits autorisés. 3 Une SBIC doit lever 5 à 10 millions \$ de capitaux privés avant d'obtenir une licence. Ces capitaux privés sont les premiers exposés aux risques de perte. 4 La SBIC peut obtenir du levier auprès de la SBA après avoir obtenu sa licence. Chaque nouveau financement requis auprès de la SBA déclenche un examen du crédit de la SBIC et de son respect de la réglementation. L'argent emprunté par une SBIC est remboursé selon les modalités propres à chacun des titres émis. 5 La SBA garantit le remboursement du principal et des intérêts aux acquéreurs des titres émis sur le marché public par les SBICs. 6 La SBA se finance en vendant des titres garantis portant intérêt au taux des bons du Trésor sur 10 ans plus une prime variant en fonction des conditions du marché. 7 Les SBICs titres de participation versent environ 10% de leurs bénéfices à la SBA. 8 Les investissements dans les entreprises éligibles prennent la forme de prêts, de prêts participatifs ou d'achat de fonds propres.

Source : NASBIC – <http://www.nasbic.com/about/flowchart.cfm>

1.2. CRÉATION D'UNE SBIC

Pour obtenir une licence, les promoteurs de la SBICs doivent présenter une qualification professionnelle adéquate et des compétences reconnues en matière de capital de risque. La SBA privilégie d'ailleurs les dirigeants provenant des sociétés de capital-risque classiques. Les promoteurs doivent également réunir le capital réglementaire, qui correspond à un montant de capitaux privés de 10 millions de \$, si la SBIC à l'intention de se financer en utilisant des titres de participation, ou sinon de 5 millions de \$. Un minimum de 30% de ce capital réglementaire doit provenir de sources non affiliées⁸ à l'équipe des dirigeants de la SBIC. Cette norme permet à la SBA de s'assurer que la SBIC peut opérer de façon saine et profitable à long terme, et qu'elle est économiquement viable (CFR 107.200). La SBIC doit maintenir ce niveau de capital réglementaire pour conserver sa licence, ainsi que pour obtenir du financement auprès de la SBA.

Le coût initial d'obtention d'une licence SBIC est compris entre 100 K\$ et 250 K\$, incluant les honoraires et 25 K\$ payables à la SBA. Tous les ans, la SBA contrôle la SBIC pour un coût de 4 K\$ en matière de respect de la réglementation (Bannock Consulting, 2001, p.23).

Selon Kinn et Zaff (2001), les SBICs sont principalement des sociétés de personnes⁹ (limited partnership). Elles peuvent toutefois être organisées sous forme de société par action ou de société à responsabilité limitée. Quelle que soit sa forme juridique, la SBIC peut choisir d'être imposée comme une société d'investissement réglementée (*Regulated Investment Company*), en remplissant certaines conditions de constitution, de revenu et d'investissement. Le taux d'imposition marginal se situe alors entre 15% et 35% en fonction des revenus annuels¹⁰. Les acquisitions des titres de SBICs bénéficient de facilités fiscales : les pertes en capital enregistrées sur ces titres peuvent être classifiées comme des pertes ordinaires (déductibles pour un montant maximal de \$100.000/an), au lieu de pertes en capital (déductibles pour un montant maximal de \$3.000/an)¹¹.

1.3. FINANCEMENT D'UNE SBIC

Après avoir obtenu leur licence et pour financer leur croissance, les SBICs peuvent recourir à du financement privé ou public. Certaines sont cotées en Bourse¹². Elles peuvent émettre des obligations ou des titres de participation qui sont garantis ou achetés par la SBA. Pour chaque émission d'obligations ou de titres de participation achetés ou garantis par la SBA, la SBIC doit verser une taxe de 3% de la valeur nominale de l'émission. Elle verse ensuite une

⁸ Deux parties sont considérées affiliées si une partie contrôle ou a le pouvoir de contrôler l'autre ou si un tiers contrôle ou a le pouvoir de contrôler les deux (CFR 121.103).

⁹ Pour être constituées sous forme de société de personnes, les SBICs doivent avoir au moins deux partenaires généraux et être constituées pour une période minimale de 10 ans.

¹⁰ 35% pour des bénéfices imposables dépassant 18,33 millions de \$

<http://www.irs.gov/pub/irs-pdf/i1120ric.pdf>

¹¹ <http://www.irs.gov/publications/p550/ch04.html#d0e12540>

¹² Par exemple, la SBIC RAND capital est inscrite au Nasdaq, <http://www.randcapital.com/releases/apr2403.pdf>

taxe de 1 %¹³ par année sur le montant de l'endettement restant dû et des titres de participation émis, en plus du taux d'intérêt¹⁴.

Les titres de participation ont été introduits pour financer les SBICs qui investissent principalement en capitaux propres. Les titres de participation sont une forme d'endettement selon laquelle la SBIC diffère le paiement des intérêts trimestriels jusqu'au moment où elle peut disposer de ses investissements. En plus des intérêts cumulatifs, la SBA exige une participation aux bénéfices de la SBIC, déterminée en fonction du rapport entre le financement SBA et les capitaux privés, et qui représente généralement 9 à 12 % des bénéfices (Bannock Consulting, 2001, p. 22). La SBA peut acheter ou garantir des titres de participation émis par les SBICs sous la forme de participation dans une société de personnes, d'actions privilégiées ou d'obligations dont les intérêts sont dus dans la limite des bénéfices (CFR 107.1500).

La SBA garantit le paiement des intérêts et du principal à un investisseur achetant les titres d'une SBIC émis lors d'un appel public à l'épargne. En cas de défaut, la SBA se retourne ensuite contre la SBIC pour récupérer les montants honorés, et peut provoquer la faillite de la SBIC. Selon Bannock Consulting (2001, p.21), le taux de recouvrement des montants honorés par la SBA s'élève à 60% pour les 40 dernières années.

Une SBIC doit obtenir une licence pour chaque type de financement (obligation ou titre de participation) et peut obtenir une licence mixte sous certaines conditions. Les SBICs peuvent être répertoriées selon leur type de refinancement principal : SBICs obligations ou SBICs titres de participations. Ces dernières ne sont permises que depuis les importantes modifications législatives de 1992, et sont aujourd'hui prépondérantes. Entre 1995 et 2002, les titres de participations représentent plus de 60% du financement obtenu SBA (78,68% en 2000). Les engagements de la SBA en titres de participation achetés ou garantis représentent, au 30 septembre 2002, 80% des engagements totaux¹⁵. Les SBICs peuvent également être classifiées selon leurs détenteurs : les SBICs détenues par des banques¹⁶ (SBIC banques) et par des investisseurs personnes physiques sont les acteurs dominants dans l'industrie, les autres¹⁷ ayant une présence marginale (rapport GAO, 1997).

Le montant de financement que la SBIC peut obtenir de la SBA est une proportion de son capital réglementaire versé (capital de levier). Une SBIC obligations doit avoir un endettement maximal de 300% de son capital de levier (CFR 107.1150), c'est-à-dire qu'elle peut emprunter auprès de la SBA sous forme d'obligations 3 \$ pour chaque \$ de capital de

¹³ Cette taxe varie selon l'année d'obtention du financement depuis l'année fiscale 2001, tel que précisé à l'adresse: <http://www.sba.gov/INV/annual.html>

¹⁴ Ce taux d'intérêt est basé sur les obligations du trésor à 10 ans plus une prime d'environ 70 à 80 points de base pour les obligations. Pour les titres de participation, le ratio des titres de participation au capital privé est également pris en compte (<http://app1.sba.gov/faqs/faqindex.cfm?areaid=31>, points 15 et 16)

¹⁵ <http://www.sba.gov/INV/stat/table30.pdf>

¹⁶ Il s'agit de SBICs dont le capital est détenu à 50% ou plus par des banques; elles effectuent le même type d'opérations et bénéficient des mêmes facilités de refinancement que les SBICs régulières.

¹⁷ Les SBICs peuvent également être détenues par des institutions financières (autres que les banques), par des organisations non financières et par des sociétés enregistrées auprès de la SEC (*40 Act companies*).

levier disponible¹⁸. Une SBIC titre de participations doit avoir un montant de titre de participation maximal de 200% de son capital de levier (CFR 107.1170), et peut ainsi obtenir 2 \$ sous forme de titres de participation auprès de la SBA pour chaque \$ de capital réglementaire. C'est le cas par exemple de la SBIC Newsprings¹⁹ : «The small business investment company (Newsprings) recently received a \$7 million commitment from a limited partner, bringing the amount it has received from its limited partners to \$30 million. Since its SBIC status allows it to get \$2 from the Small Business Administration for every \$1 it raises, the most recent commitment brings the amount of money it can invest to \$90 million. That enables NewSpring to raise the maximum it can put into any one company to \$6 million from \$4 million, said Janet Paroo, NewSpring's managing partner.» (Key²⁰, 2000). Lorsque la SBIC veut cesser ses activités et révoquer sa licence, elle doit obtenir au préalable l'approbation écrite de la SBA, rembourser tout l'endettement restant ainsi que les pénalités de remboursement anticipé (ou présenter un plan de liquidation ordonné).

L'intérêt de l'opération de financement auprès de la SBA réside, pour les promoteurs d'une SBIC, dans l'effet de levier créé par ce financement. En effet, comme l'explique Key²¹ (2003) : «An equity-fund SBIC uses SBA money to provide limited partners with a multiplier effect on their investment. For example, an investor that puts \$10 million into a traditional \$30 million venture fund has one-third of the total money in the fund. In exchange, it will get one-third of any profits the fund makes. An equity-fund SBIC, however, can get \$20 million from the SBA for every \$10 million it raises from other partners, subject to certain conditions. That means an equity-fund SBIC with \$30 million in private capital can get \$60 million from the government, making it a \$90 million fund. An investor that puts \$10 million in such a fund would have only one-ninth of the total money in the fund, but would be entitled to 30 percent of the fund's profits. That's because the SBA -- once it gets back its investment plus interest -- can't take more than 10 percent of the profits of any equity-fund SBIC, even if it supplies two-thirds of the fund's capital.»

1.4. INVESTISSEMENTS D'UNE SBIC

Sous peine de voir leur licence d'exploitation révoquée, les SBICs ne peuvent investir que dans des PME éligibles d'après les critères de la SBA²² (CFR 107.700). L'actif net maximal de ces PME est de 18 millions de \$, et les bénéfices nets annuels de 6 millions en moyenne sur les deux dernières années. Si une entreprise ne remplit pas ces conditions, elle peut tout de même être qualifiée de PME éligible si elle respecte les critères sectoriels de la SBA. Le critère de taille maximale varie selon l'industrie de 0,75 millions (agriculture) à 28,5 millions (construction), et celui du nombre d'employés maximal de 100 (grossistes) à 1500 (Télécommunications). Les SBICs n'ont pas le droit d'investir dans des autres SBICs, des entreprises de financement ou d'investissement, des entreprises de crédit-bail financier, des entreprises immobilières, des entreprises ayant moins de 50% d'actifs et d'opérations aux

¹⁸ Dans la mesure où le capital de levier est inférieur à 17,5 millions de \$. Le montant maximal d'endettement permis est de 105,2 millions de \$. Voir le CFR 107.1150 pour plus de précisions.

¹⁹ <http://www.newspringventures.com/news.html>

²⁰ <http://philadelphia.bizjournals.com/philadelphia/stories/2000/03/13/story5.html>

²¹ <http://philadelphia.bizjournals.com/philadelphia/stories/2003/09/22/story1.html?t=printable>

²² <http://www.sba.gov/library/cfrs/13cfr121.pdf>

États-Unis, des activités passives ou occasionnelles et des entreprises qui utiliseront le financement pour l'achat de terrains agricoles (CFR 107.720).

Les SBICs investissent donc exclusivement dans des PME éligibles. En plus de cette contrainte, les SBICs doivent également investir au moins 20% de leur portefeuille, ainsi que tout crédit obtenu au dessus de 90 millions de \$, dans de très petites entreprises éligibles (CFR 107.710). Il s'agit d'entreprises respectant les critères de taille ou nombre d'employés précités, mais dont l'actif net et les bénéfices net moyens des deux dernières années sont respectivement inférieurs à 6 millions et 2 millions. L'exigence doit être respectée pour chaque fin d'année. Le non-respect de cette exigence relative aux très petites entreprises peut entraîner la cessation de tout financement SBA supplémentaire.

Une SBIC peut investir en fonds propres dans les PME éligibles, mais ne peut pas acheter des titres transigés sur un marché secondaire. Une SBIC ne peut pas devenir partenaire général d'une société de personnes, afin d'éviter les situations de responsabilité illimitée (CFR 107.800). Une SBIC peut accorder des prêts, ainsi que des garanties. Ces prêts doivent avoir une durée supérieure à cinq ans (CFR 107.830) et inférieure à 20 ans (CFR 107.840). Ils peuvent être remboursés de façon anticipée pendant la période de cinq ans moyennant une pénalité de remboursement anticipé raisonnable²³. Le remboursement du principal d'un emprunt ne peut pas être plus rapide que l'amortissement linéaire pendant les 5 premières années (CFR 107.845). Une PME ne peut pas être obligée de rembourser des titres de participation pendant une période initiale de 5 ans, sauf si elle est introduite en Bourse, change d'actionariat ou de contrôle, ou ne respecte plus les conditions de l'accord de financement (CFR 107.830).

Une SBIC ne peut pas appliquer un taux supérieur à 19% pour un prêt classique et 14% pour un prêt obligataire, sauf si le coût du financement déterminé selon la méthodologie SBA est supérieur. Pour calculer ce coût, la SBA utilise un taux de base, qui est soit le taux de base publié par la SBA auquel on rajoute une taxe de 1%, soit le taux d'intérêt moyen pondéré des «emprunts qualifiés» de la SBIC. À ce taux de base, on ajoute 11% s'il s'agit d'un prêt classique ou 6% pour les prêts obligataires (CFR 107.855). Si nous retenons la première approche d'estimation du taux de base, un calcul simple nous indique qu'actuellement les SBICs peuvent appliquer un taux maximal de 19,353% pour les prêts classiques et 14,353% pour les emprunts obligataires²⁴.

Une SBIC ne peut pas s'engager dans des transactions au bénéfice de ses associés (dirigeants, partenaires, actionnaires importants ...) ou obtenir des emprunts émis par les PME financées (CFR 107.730). Une SBIC ne peut pas contrôler, directement ou indirectement, seule ou avec d'autres SBICs, une PME dans laquelle elle investit. Un contrôle temporaire est permis, uniquement s'il est nécessaire à la protection de l'investissement²⁵ (CFR 107.865).

Enfin, les SBICs doivent maintenir des opérations d'investissement actives (CFR 107.590). C'est le cas si l'une des 2 conditions suivantes est remplie : 1) pendant les 18 mois

²³ 5% du solde restant dû, avec une diminution d'1% pour chaque année jusqu'à la 5^{ème} année

²⁴ Le taux de base actuel est de 7,353% : <http://www.sba.gov/INV/baserate.pdf>

²⁵ Pouvant aller jusqu'à 7 ans, si un plan de désinvestissement est présenté et approuvé par la SBA.

précédant le dernier exercice fiscal, les financements réalisés ont été d'au moins 20% du capital réglementaire ou 2) si les fonds non utilisés pour le financement n'ont pas dépassés 20% des actifs totaux.

1.5. MODIFICATIONS MAJEURES APPORTÉES AU PROGRAMME SBIC

À la fin des années 1980 le programme SBICs connaît des difficultés considérables. Selon Saddler (1991), les SBICs en liquidation devaient rembourser 645 millions de \$ à la SBA, soit 41% de tous les capitaux investis par le gouvernement américain jusque là. Les dysfonctionnements du programme peuvent être attribués : 1) à la discordance entre les politiques d'investissement et de financement des SBICs, 2) à l'insuffisance de la capitalisation des SBICs, 3) au manque d'expérience des gestionnaires et 4) à une régie interne insuffisante.

1. La discordance entre les politiques d'investissement et de financement des SBICs.

Avant 1992, les SBICs ne pouvaient se refinancer auprès de la SBA qu'au moyen d'obligations²⁶ sans aucune possibilité de remboursement anticipé avant 5 ans. La baisse des taux d'intérêt de la fin des années 1980 a diminué les revenus des SBICs²⁷ sans possibilité de réduire les dépenses d'intérêt. De plus, les investissements en fonds propres des SBICs ne pouvaient être financés qu'avec de la dette. La réglementation imposait donc aux SBICs un désappariement des échéances, situation fatale en période de baisse des taux d'intérêt.

2. L'insuffisance de la capitalisation des SBICs

Les niveaux initiaux de capitalisation minimale (500 000 \$ puis 2,5 millions de \$), auxquels se rajoutait le financement de la SBA (400% du capital privé au maximum), étaient insuffisants pour que la SBIC soit économiquement viable²⁸. De nombreuses SBICs ne pouvaient pas rémunérer correctement des équipes de gestionnaires expérimentés en capital de risque.

3. Le manque d'expérience des gestionnaires

La qualification et l'expérience des dirigeants n'étaient pas un critère d'attribution des nouvelles licences. Ceci explique vraisemblablement la série de scandales de gaspillage des fonds accordés par la SBA. Selon Bean (2001), en 1962, 90% des SBICs violaient les réglementations SBA, et plusieurs étaient impliquées dans des activités criminelles.

4. Une régie interne déficiente

Insuffisamment dotée en budget et en personnel, la SBA ne pouvait pas encadrer correctement les SBICs. Les réglementations faisaient défaut ou n'étaient pas respectées en matière de contrôle interne, divulgation des données financières, conflits d'intérêt et de gestion de trésorerie. Les scandales de corruption des fonctionnaires de la SBA

²⁶ Ces obligations étaient émises au taux des obligations gouvernementales majoré d'une prime.

²⁷ Ces revenus étaient constitués essentiellement d'intérêts sur des prêts accordés aux taux courants.

²⁸ Selon Davis (1999) pour être économiquement viable une SBIC doit disposer de 20 à 30 millions de \$ de fonds à investir.

s'ajoutaient à cette image d'inefficience. En 1966, des critères d'éligibilité des PME ont ainsi été modifiés afin de permettre à *American Motors Company* d'obtenir un financement (Bean, 2001, p. 135). On peut donc remarquer qu'un programme mal conçu, notamment en termes de contrôle et de gouvernance, a toutes les chances d'être un échec.

Les SBICs pouvaient recourir à la protection de la loi des faillites, en cas de difficultés de remboursement de leurs dettes à la SBA. En tant que créancier subordonné, la SBA avait très peu de chances de récupérer sa mise. Par exemple, la SBIC River Capital Corp. fait faillite en 1988 et obtient l'annulation de 28 millions de \$ de dettes SBA (Hogan, 1991).

En 1992, les modifications du *SBA Act of 1958* améliorent le programme. Ces modifications portent sur les points suivants :

- la discordance entre le financement et l'investissement est éliminée par l'introduction de titres de participation privilégiés. Ces titres de participation permettent de différer les intérêts dus par la SBIC à la SBA; en échange, la SBA reçoit une participation aux bénéfices de la SBIC²⁹. Les SBICs titres de participation versent ainsi environ 10% de leurs bénéfices à la SBA.³⁰
- au moins 30% du capital d'une SBIC doit provenir d'au moins 3 investisseurs non affiliés à l'équipe de gestion, et aucun investisseur ne peut détenir plus de 70% des fonds propres d'une SBIC (CFR 107.150)³¹.
- Les futurs gestionnaires d'une SBIC doivent désormais faire la preuve de leur expérience en matière de capital de risque. Ils doivent subir des tests et des entretiens, et étayer leur expérience au moyen d'un mémoire de 80 pages environ (Bannock Consulting, 2001, p. 22). Le processus s'étale sur 4 à 6 mois, et tous les gestionnaires doivent assister à une séance de formation d'une journée portant sur la réglementation du programme SBIC avant de pouvoir obtenir du financement de la SBA³².
- Les obligations émises auprès de la SBA peuvent être remboursées avant l'échéance et même pendant la période initiale de cinq ans.
- Les exigences de capitalisation minimale des SBICs sont significativement renforcées. Au moment du lancement du programme, en 1958, la capitalisation minimale exigée était de 500 000 \$. Le seuil est passé de 1 million (1983), à 2,5 millions (1991) puis finalement à 5 millions de \$ (et 10 millions pour les SBICs titres de participation) en 1992.
- Des règles d'évaluation de la performance et des actifs sont introduites, ainsi que l'obligation de faire certifier cette évaluation par un vérificateur externe.
- Enfin, la SBA peut désormais refuser la position de créancier subordonné, et les SBICs ne font plus partie du champ de protection de la loi sur la faillite (Bannock Consulting, 2001, p.22).

²⁹ http://www.nasbic.com/about/sbic_todays_sbic.cfm

³⁰ <http://www.nasbic.com/about/flowchart.cfm>

³¹ Un investisseur institutionnel agréé par la SBA peut cependant remplacer 2 ou 3 de ces investisseurs.

³² « Is the SBIC program right for you », March 23, 2001, revised August 2003, p.14-15, www.sba.gov/inv

- Ces modifications du cadre législatif ont permis une amélioration significative du fonctionnement des SBICs³³. Les effets des modifications législatives de 1992 ne sont sensibles qu'à partir d'avril 1994³⁴, à compter de la mise en place effective de ces mesures. C'est la raison pour laquelle la plupart des analyses effectuées ci après portent sur la période 1995 à 2002. Il faut souligner que la majeure partie des modifications qui ont été apportées sont, directement ou indirectement, associées à la gouvernance.

³³ Si le montant moyen annuel de capitaux privés apportés par les nouveaux entrants était de 56 millions entre 1980 et 1993, il était déjà de 658 millions pendant la période 1994 à 2002, <http://www.sba.gov/INV/stat/table43.pdf>.

³⁴ http://www.nasbic.com/about/sbic_todays_sbic.cfm

2. DESCRIPTION DU PROGRAMME SBIC

2.1 AMPLEUR DU PROGRAMME

2.1.1. Ampleur en termes de nombre de SBICs

- Le tableau 1 présente la distribution du nombre des SBICs entre 1995 et 2002.
- En moyenne, 39 nouvelles licences SBICs sont octroyées au cours de la période sous revue. À la fin de l'année fiscale 2002, on dénombre 442 SBICs. Ce nombre est en forte augmentation depuis 1995 (60% d'augmentation). Remarquons que le nombre des SBICs a culminé en 1985, avec un nombre total de SBICs³⁵ de 535. Les difficultés du programme ont conduit de nombreuses SBICs à la faillite à la fin des années 1980. À partir de 1995, la situation se stabilise et on ne dénombre plus que 5 liquidations de SBIC en moyenne jusqu'en 2002.

2.1.2. Financement du programme

Malgré les problèmes rencontrés par le programme SBIC, le budget augmente entre 1995 (355 millions de \$) et 2002 (6 milliards de \$, tableau 1). Globalement, les fonds publics requis par le programme représentent 10 milliards de \$ depuis 1960. En termes de pourcentage d'utilisation des fonds, l'année 2002 semble très particulière, dans la mesure où seuls 1,7 milliards des 6 milliards alloués sont employés. Entre 1995 et 2001, le pourcentage d'utilisation moyen des fonds du programme s'établit à 90%. Il faut noter que depuis quelques années le programme s'autofinance. Les fonds du gouvernement sont utilisés sous forme d'endettement ou de garantie. Ces fonds sont rémunérés puis retournés à la SBA, généralement lors de la dissolution de la SBIC, qui a lieu traditionnellement après 10 ans d'exploitation. Ces opérations ne coûtent rien au contribuable américain. Le site de l'association des SBICs explique : «In FY 2002, no government funds are required to support the availability of \$6 billion. The cost of establishing required reserves by appropriations or fees, interest, and profit sharing paid by SBICs is now paid solely by SBICs. No appropriations are required. In fact, tracing all cash flows to and from the government to support government guaranteed capital made available to SBICs since the beginning of FY 1994 shows that the government reserve position (required to meet any potential losses to the government) is over \$500 million³⁶.» Pour l'année 2003, un budget de 7 milliards de \$ est prévu³⁷.

Bannock Consulting (2001, p. 26) mentionne que les revenus de la SBA en matière de participation aux bénéfices ont compensé globalement pour les coûts des garanties honorées lors de la défaillance des SBICs. «*What can be seen is that cumulatively up to January 2000, SBA's profit shares received at \$130 millions slightly exceeded the \$109 million it had paid, net of reimbursements from SBICs, in prioritised payments to holders of participating securities. By November 2000, the figures had increased to \$253 million and \$171 million respectively, showing a substantial gain.*» Les états financiers consolidés

³⁵ La distribution du nombre des SBICs depuis 1976 est disponible à l'adresse : <http://www.sba.gov/INV/stat/table38.pdf>

³⁶ http://www.nasbic.org/about/sbic_history_highlights.cfm

³⁷ 108eme congrès, *budget views and estimates*, 27 février 2003, <http://www.house.gov/smbiz/views.html>

dressés par la SBA pour la période 1994 à 2002³⁸ montrent un gain consolidé de 364 millions de \$, provenant essentiellement des SBICs titres de participation (289 millions de \$). Mais les SBICs titres de participation n'existent que depuis 1995 et n'ont pas encore réalisé un cycle d'exploitation complet traditionnel de 10 années. En termes de flux, le programme présente un solde final d'encaisse de 54 millions de \$ en 2002, alors que le solde de 1994 s'établit à 35 millions de \$ et qu'il atteint 353 millions de \$ en 2000. «As shown since FY2000 (the height of the venture capital market), revenues went down considerably and recoveries were negligible, while transfers to liquidations and prioritized payments went up. Because of these conditions, cash decreased by 85% in FY 2002.» (p.43).

À l'issue de l'exercice 2003, et en raison de la sérieuse correction dans le domaine technologique, il semblerait que la situation du programme soit déficitaire. Key³⁹ (2003) explique : «While investors buy into the current equity-fund SBIC rules, the SBA thinks the rules don't give it enough money to break even. So the agency has asked Congress to increase the maximum share of the profits it can get from equity-fund SBICs to 33.3 percent, from 10 percent. (...) The agency wants to increase the amount it can earn from equity-fund SBICs because that part of the SBIC program is in the hole. Mainly because of the tech and telecom busts that started in 2000, the agency has lost \$361 million on equity-fund SBICs since they were created.» Pour retrouver un équilibre, la SBA a récemment demandé au Congrès d'accroître la participation des SBICs au financement. Les SBICs employant des titres de participation seraient alors amenées à reverser à la SBA non plus 10% mais 33,3% de leurs bénéficiaires⁴⁰. Remarquons cependant que le déficit de 361 millions de \$ est à rapporter aux 10,9 milliards de \$ alloués par la SBA aux SBICs titres de participation, soit un coût relatif de 3,31%.

Les financements SBA obtenus par les SBICs correspondent à 17,4 milliards entre 1997 et 2002, et les garanties 11,3 milliards. Les SBICs titres de participation sont les principales utilisatrices des financements SBA (62,93%) et des garanties (75,59%), suivies par les SBICs obligations (respectivement 31,6% et 24%), alors que les SBICs banques n'utilisent quasiment pas ce financement (0,79% et 1,00%). Les fonds privés levés par les SBICs représentent environ 3 fois les financements SBA accordés (hors garanties) : pour 17,4 milliards levés entre 1997 et 2002, les SBICs obtiennent des fonds privés de 53,3 milliards de \$ (tableau 2). La majorité de ces fonds privés proviennent des SBICs banques (57,23%), suivies par les SBICs titres de participation (27,29%).

On dénombre 87 SBICs banques parmi les 442 SBICs présentes à la fin de l'année fiscale 2002 (contre 185 SBICs titres de participation, 128 SBICs obligations et 42 SBICs spécialisées). Les SBICs banques ont une taille moyenne en 2002 de 62,24 millions de \$,

³⁸ Le programme relève du *Federal Credit Reform Act* et ses comptes sont présentés selon les règles régissant la comptabilité publique (par fonds). Le *Fiscal Year 2002 Special Report* (p.36 à p.42) présente des états financiers consolidés non vérifiés, développés spécifiquement sous le format de comptes d'entreprises par la SBA à des fins promotionnelles (<http://www.sba.gov/INV/specialreport.html>).

³⁹ <http://philadelphia.bizjournals.com/philadelphia/stories/2003/09/22/story1.html?t=printable>

⁴⁰ Ces règles ne seraient pas rétroactives et s'appliqueraient aux SBIC créées après le 1 octobre 2004. La SBA a également renforcé les critères de compétence des dirigeants pour l'obtention de la licence SBIC. En 2002, seules 41 nouvelles licences ont été accordées, contre 60 en 2000, et le processus d'obtention de la licence peut atteindre 3 ans, selon Newpoff (2003)

<http://columbus.bizjournals.com/columbus/stories/2003/10/20/story4.html?t=printable>

contre 40,99 millions pour les SBICs titres de participation, 25,13 millions de \$ pour les SBICs obligation et 4,45 millions pour les SSBICs. Les SBICs banques sont également les plus rentables : l'ensemble des SBICs a généré un bénéfice cumulé entre 1994 et 2002 de 13,4 milliards, dont 10 milliards émanent des SBICs banques (74,63%). Les SBICs banques sont, de plus, les seules rentables en 2002⁴¹.

Le programme peut être considéré comme un succès car il a permis de réaliser, entre 1996 et 2002, 23 473 financements (23,43 millions de \$), sans coût net pour le gouvernement qui 1) finance les SBICs à un taux qui couvre le niveau de risque et 2) fournit des garanties et parvient, grâce à la rémunération des fonds prêtés aux SBICs à couvrir les pertes encourues. Le choc de 2003 provoque une rupture de cet équilibre, mais appelle aussitôt une correction.

Tableau 1 Distribution du nombre total des SBICs (# SBICs), du nombre des nouvelles licences SBICs (# NL), du nombre des SBICs liquidées (# SL), du budget engagé pour le programme (BE), du budget effectivement utilisé par le programme SBIC (BU) et pourcentage d'utilisation du programme entre 1995 et 2002.

Année	# SBICs	# NL	# SL	BE Millions \$	BU millions \$	% d'utilisation
1995	277	18	7	355,3	355,3	100,0
1996	282	25	2	373,9	343,4	91,8
1997	300	32	5	667,4	372,6	55,8
1998	318	39	2	1 188,0	1 161,6	97,8
1999	354	51	2	1 395,7	1 367,2	98,0
2000	395	67	5	2 167,8	1 645,6	75,9
2001	428	44	7	2 608,7	2 595,5	99,5
2002	442	37	12	6 000,0	1 711,3	28,5
Total	-	313	42	14 756,8	9 552,5	64,7

Source : SBA SBICs Program Statistical Package, SBIC Program Budget Review, 2003

⁴¹ Le *SBIC Program Fiscal Year 2002 Special Report* (p.50) présente la compilation des états financiers des SBICs entre 1994 et 2002 (<http://www.sba.gov/INV/specialreport.html>).

Tableau 2 Sources de financement des SBICs entre 1997 et 2002

Année	SBICs banques	SBICs obligations	SBICs titres de participation	SSBICs	Total
Fonds privés levés par les SBICs : 1997 – 2002, en millions de \$					
1997	3 468,0	631,4	859,5	181,6	5 140,5
1998	4 005,4	897,2	1 226,9	165,9	6 295,4
1999	5 396,5	994,0	1 754,7	140,5	8 285,7
2000	6 196,4	1 368,3	2 698,9	143,2	10 406,8
2001	6 088,7	1 599,6	3 739,8	145,9	11 574,0
2002	5 392,1	1 880,2	4 285,8	119,3	11 677,4
Total	30 547,1	7 370,7	14 565,6	896,4	53 379,8
Financement SBA (levier) obtenu par les SBICs entre 1997 et 2002, en millions de \$					
1997	18,5	611,1	720,9	227,0	1 577,5
1998	23,5	727,8	889,4	178,2	1 818,9
1999	33,1	735,6	1 326,0	123,4	2 218,1
2000	19,7	948,3	2 040,4	110,5	3 118,9
2001	20,2	1 145,2	2 689,7	108,6	3 963,7
2002	23,2	1 336,7	3 297,3	67,6	4 724,8
Total	138,2	5 504,7	10 963,7	815,3	17 421,9
Garanties accordées par la SBA entre 1997 et 2002, en millions de \$					
1997	0,0	13,2	106,3	0,0	119,5
1998	20,5	290,7	532,3	8,5	852,0
1999	45,2	425,1	1 064,8	10,1	1 545,2
2000	18,8	572,1	1 305,8	2,0	1 898,7
2001	18,3	675,8	2 526,7	31,2	3 252,0
2002	10,0	725,6	2 919,6	12,9	3 668,1
Total	112,8	2 702,5	8 455,5	64,7	11 335,5

Source : SBA SBICs Program Statistical Package, <http://www.sba.gov/INV/stat/table39.pdf>

2.1.3. Ampleur en termes d'investissement

Globalement, le financement des PME par les SBICs s'élève à 36,5 milliards de \$ depuis 1960 (38,9 milliards en incluant les SSBICs, tableau 3). Les fonds publics représentant 10 milliards de \$ depuis 1960, les fonds privés représentent donc 26,5 milliards de \$ (28,9 milliards en incluant les SSBICs). Depuis 1960, 109 244 financements ont été accordés par les SBICs régulières à 73 867 entreprises différentes, alors que les SSBICs ont accordé 25 132 financements à 21 078 entreprises différentes. Au total, le programme a donc permis le financement de près de 95 000 entreprises différentes, pour 39 milliards de \$. Ces investissements sont réalisés pour près des trois quarts en fonds propres, en majorité dans des entreprises de moins de 3 ans⁴², et sans coût pour le gouvernement.

En 2002, la proportion des investissements en \$ des SBICs par rapport au total des investissements en \$ du capital de risque représente 8%⁴³, en incluant les SBICs banques. Ces investissements sont proportionnellement plus importants dans les stades de démarrage et les secteurs traditionnels, en raison des exigences légales qui ne permettent

⁴² http://www.nasbic.com/about/impact_of_sbic.cfm

⁴³ <http://www.sba.gov/INV/stat/table10.pdf>

pas d'investir dans des entreprises dont l'actif net dépasse 18 millions de \$. Ce programme présente, de plus, une dimension régionale importante (Bannock Consulting, 2001, p. 28 table 3.3).

Tableau 3 Financement des PME par les SBICs (millions de \$)

12 Mois au 31/3	SBICs		SSBICs		Total	
	# Fin	Montant	# Fin	Montant	# Fin	Montant
1995	1 140	1 132,5	1 256	150,0	2 396	1 282,5
1996	956	977,6	950	134,0	1 906	1 111,6
1997	1 725	2 215,5	1 168	136,3	2 893	2 351,8
1998	1 830	2 156,6	555	94,8	2 385	2 251,4
1999	3 148	3 632,0	552	94,3	3 700	3 726,3
2000	3 878	5 348,1	274	59,7	4 152	5 407,8
2001	3 914	4 749,0	265	49,5	4 179	4 798,5
2002	3 986	3 738,9	272	39,3	4 258	3 778,2
2003	4 141	2 303,0	220	52,4	4 361	2 355,4
Total 1995-2003	24 718	26 253,2	5 512	810,3	30 230	27 063,5
Total 1960-2003	109 244	36 514,1	25 132	2 391,3	134 376	38 905,4

Source : <http://www.sba.gov/INV/stat/table1.pdf>

2.2. LE CAS PARTICULIER DES SBICs BANQUES

Les SBICs détenues par les banques sont les principaux apporteurs de capitaux privés : 46% de tous les capitaux privés levés en 2002 émanent des SBICs banques, et plus de 57% en moyenne pour la période 1997 à 2002 (tableau 2).

Les SBICs banques sont les principaux acteurs du financement des PME par les SBICs. Le tableau 5 montre que les SBICs banques procurent 55% des montants alloués aux PME en moyenne entre 1995 et 2002. Ce pourcentage culmine en 1998 (94%), et retombe à 21% en 2003. Les SBICs banques réalisent des investissements plus importants (1,1 millions de \$ en médiane) que les autres SBICs (257,5 K\$)⁴⁴.

⁴⁴ http://www.nasbic.com/about/impact_of_sbic.cfm

Tableau 4 : Financement des PME par les SBICs banques et par les SBICs non-banques (en millions de \$)

Année fiscale (09/année)	SBICs Total Millions \$	SBICs Banques Millions \$	SBICs Banques (% du total)	SBICs Non banques Millions \$	SBICs Non banques (% du total)
1995	1 282,5	703,8	54,88	578,7	45,12
1996	1 111,6	972,1	87,45	139,5	12,55
1997	2 351,8	1 530,7	65,09	821,1	34,91
1998	2 251,4	2 127,0	94,47	124,4	5,53
1999	3 726,3	2 871,3	77,05	855,0	22,95
2000	5 407,8	3 082,9	57,01	2 324,9	42,99
2001	4 798,5	2 272,9	47,37	2 525,6	52,63
2002	3 778,2	830,8	21,99	2 947,4	78,01
2003	2 355,4	489,9	20,80	1 865,5	79,20
Total	27 063,5	14 881,4	54,99	12 182,1	45,01

Source : <http://www.sba.gov/INV/stat/table1.pdf> et <http://www.sba.gov/INV/stat/table16.pdf>

En 2002, le nombre des financements réalisés par les SBICs rapportés au nombre des financements de l'industrie du capital de risque s'élève à 58%⁴⁵. Cependant, il faut remarquer que 60% des placements SBICs sont effectués dans les secteurs traditionnels (le programme n'impose pas aux SBICs d'investir dans un secteur d'activité particulier). De plus, les SBICs banques utilisent très peu le refinancement offert par la SBA (0,8% du refinancement en moyenne entre 1997 et 2002, tableau 2). Dans ces circonstances, il est vraisemblable que les SBICs banques existeraient en l'absence du programme SBIC.

L'émergence des SBICs banques peut s'expliquer par les changements réglementaires au sein de l'industrie bancaire, qui a augmenté l'intérêt des banques pour le capital de risque. Le *Community Reinvestment Act* (CRA), lancé en 1977, a pour objectif de favoriser le développement économique des communautés économiquement désavantagées. Le CRA s'applique à toutes les institutions bancaires de dépôt assurées au niveau fédéral⁴⁶. Les banques sont contrôlées régulièrement par leurs agences de supervision⁴⁷. L'évaluation porte sur le respect des exigences CRA. La notation globale varie de *Substantial Noncompliance* à *Outstanding*.

Les banques sont incitées fortement à atteindre une notation élevée, dans la mesure où cette notation est prise en compte dans l'évaluation des projets de fusion, d'acquisition ou d'expansion des banques (Zinman, 2002, p.7). En outre, le *Federal Housing Finance Board* limite les possibilités de refinancement auprès de *Federal Home Loan Banks* des banques ne présentant pas une notation *Satisfactory* ou *Outstanding*. Cette notation représente aussi un

⁴⁵ <http://www.sba.gov/INV/stat/table10.pdf>

⁴⁶ La réglementation est plus contraignante pour les institutions de plus de 250 millions de \$ d'actif total.

⁴⁷ Le *Federal Reserve System*, l'*Office of the Controller of the Currency*, le *Federal Deposit Insurance Corporation* et l'*Office of Thrift Supervision*. Ces quatre agences ont joint leurs efforts pour développer une réglementation CRA commune à partir de 1993.

instrument de marketing, montrant la qualité de gestion et l'implication de la banque dans la communauté.

Trois domaines sont analysés par les agences de supervision et permettent l'attribution de la notation CRA globale : crédit (50%), service (25%) et investissement (25%). Une notation globale *Outstanding* ne peut pas être accordée à une banque obtenant une notation inférieure à *Low Satisfactory* dans l'un de ces trois domaines. L'activité d'investissement est donc importante pour les banques. Elle a été ajoutée en juillet 1997 lors de la révision du CRA. Les banques doivent notamment réaliser un montant suffisant d'investissements éligibles. L'investissement dans les SBICs est expressément autorisé par le *SBA act of 1958* et par les réglementations des agences de supervision bancaire. Cet investissement présente, pour les banques, divers avantages. Il permet de satisfaire le critère CRA d'investissement dans les PME sans réaliser d'investissements directs⁴⁸. Il permet l'investissement indirect dans des zones dépassant la zone d'activité normale de la banque. L'investissement dans un fonds non SBIC requiert une évaluation d'éligibilité, qui est inutile dans le cas d'un investissement SBIC. En outre, recourir aux services des SBICs procure un avantage concurrentiel aux banques, dans la mesure où leurs financements sont complémentaires, comme le précise Reich (2001, p.32) «Probably the most overlooked, and possibly the most valuable, potential benefit available to a bank by investing in a SBIC is the impact it can have on the bank's commercial lending activities. Investing in a SBIC that operates within a bank's market area provides an excellent opportunity to establish a referral relationship with another lender/investor that pursues many of the same types of companies to which the bank has an interest in lending. Since SBICs invest in the form of equity and subordinated debt, they do not compete with banks».

Cependant, pour être viable, une SBIC doit rassembler initialement 20 à 30 millions de \$ (Davis, 1999) et mettre en place une équipe compétente, ce qui limite l'investissement des institutions financières de petite taille⁴⁹. De plus, les opportunités d'investissement dans des SBICs indépendantes sont limitées. Seules quelques SBICs sont inscrites en Bourse, les fonds d'investissement fermés ne sont accessibles que pendant une période de souscription limitée, et le nombre de nouvelles licences par année est de 39 en moyenne (tableau 1).

L'impact du CRA sur les investissements des banques américaines dans les SBICs est significatif. Zinman (2002) étudie l'impact du CRA sur le volume de crédit accordé aux PME par les institutions bancaires, au moyen d'un échantillon de 80 000 entreprises issues des bases de données du *Internal Revenue Service (Statistics of Income Corporate File)* entre 1993 et 1999. Il conclut que l'introduction du CRA a augmenté le nombre de PME qui détiennent un crédit dans des conditions avantageuses (6% annuellement)⁵⁰. Selon Reich (2001, p.30), «Since that time [July 1997], an increasing volume of capital has flowed into SBICs from banks, and the number of banks investing in SBICs has increased dramatically.»

⁴⁸ Toutefois les montants que les banques peuvent accorder pour la création ou l'investissement dans une SBIC, ne peuvent pas dépasser 5% de leur capital.

⁴⁹ D'autant plus que les banques ne doivent pas investir plus de 5% de leur capital dans les SBICs.

⁵⁰ L'analyse ne fait pas la distinction entre les dettes bancaires et les autres dettes, donc ces chiffres incluent aussi les crédits accordés par l'intermédiaire des SBICs bancaires.

2.3. LA PERFORMANCE DES SBICs

Le tableau 5 présente les rendements des SBICs depuis 1977. À long terme (1977-2002), les SBICs détenues par les banques montrent un rendement moyen de 14.11% nettement supérieur à celui des SBICs Obligations (6.51%), avec un écart type de 9.09% contre 6.18%. Les SBICs détenues par les banques apparaissent être le meilleur placement. .

Entre 1995 et 2002 les SBICs banques ont offert un rendement similaire (19,10%) à celui des SBICs titres de participation (18,85% en moyenne géométrique) qui utilisent pourtant significativement le levier SBA. Les SBICs banques ont cependant un profil de risque significativement inférieur (12,47% d'écart type) à celui des SBICs titres de participation (52,17%). Sur cette période, toutes les catégories de SBICs ont surperformé l'indice des titres de petite capitalisation Nestbitt burns, dont le rendement s'établit à 3,41%.

Cette surperformance des SBICs par rapport à l'indice des titres de petites capitalisations peut tout d'abord s'expliquer par le choix d'un indice conservateur. Ce choix a été motivé par le fait que les SBICs investissent à 60% dans des secteurs traditionnels, alors que les sociétés de capital de risque investissent à 15% seulement dans les secteurs traditionnels⁵¹. Cependant, la SBA compare les SBICs aux autres institutions de capital de risque⁵². Nous avons donc également comparé les rendements des SBICs à ceux de l'indice US Venture Capital Index de Cambridge Associates LLC (USVC). Pour la même période d'analyse, les résultats sont parfaitement inverses par rapport à ceux obtenus avec l'indice des titres de petites capitalisations. Au cours de la période 1995 à 2002, les SBICs titres de participation présentent le rendement le plus élevé (19,10%), mais celui-ci est largement inférieur au rendement de l'indice USVC (34,04%). On pourrait expliquer ce phénomène par une allocation d'actif différente : les SBICs investissent dans des entités plus petites mais dans des industries plus traditionnelles que les sociétés de capital de risque. Elles ont donc un portefeuille d'actifs dont le risque est moindre que celui des sociétés de capital de risque, et génèrent donc un rendement moindre que celui du capital de risque. De plus, les SBICs investissent dans de petites entités fermées, plus risquées et donc à rendement attendu plus élevé que celui des sociétés publiques composant l'indice des titres de petites capitalisations.

Il faut également souligner que les données de rendement proviennent de la SBA elle-même et comportent très vraisemblablement un biais de survie important, ce qui surévalue leur performance. Il est en effet difficile de concilier la bonne performance des SBICs avec un taux de pertes énorme, notamment avant 1994, tel que décrit par le GAO (1995, p.2) : «In fiscal years 1990 through 1994, the program experienced the following : (1) the number of SBICs and SSBICs participating in the program declined from 253 and 130, respectively, in 1990, to 186 and 94, respectively, in 1994; (2) 70 new SBICs and 14 new SSBICs were licensed; (3) federal obligations ranged between \$77 million and \$91 million each year through 1993 and increased to \$278 million in 1994; (4) the SBICs' cumulative net losses, as calculated by SBA, increased from \$72 million to \$198 million and the SSBICs' net loss increased from \$11 million to \$34 million, from fiscal year 1990 to fiscal year 1994; and (5) the amount of private capital brought into the program each year by SBICs increased from

⁵¹ http://www.nasbic.com/about/impact_of_sbic.cfm

⁵² Voir par exemple le *SBIC program Fiscal Year 2002 Special Report*, p.14
<http://www.sba.gov/INV/specialreport.html>

about \$1.8 billion in fiscal year 1990 to about \$2.7 billion in fiscal year 1994, while private capital ranged between \$187 million and \$213 million for SSBICS during the same period.»

Enfin, l'encadrement de la politique d'évaluation des placements des SBICs par la SBA a été mis en œuvre après les profondes modifications au programme de 1992. Cette situation peut également expliquer partiellement cette bonne performance des SBICs jusqu'en 1994.

Tableau 5 : Rendement des SBICs et rendement de l'indice des titres de petites capitalisations Nestbitt Burns entre 1977 et 2002

Année	SBIC Banques	SBIC Obligations	SBIC titres de participation	Ensemble des SBICs régulières	SSBICs	Ensemble des SBICs	Indice Small Cap Nestbitt Burns*
	en %	en %	en %	en %	en %	en %	en %
1977	1,10	-1,31	0,00	-0,30	-10,78	-1,07	39,93
1978	-1,73	5,06	0,00	2,27	-7,53	1,47	44,41
1979	12,66	5,17	0,00	8,24	-2,54	7,33	46,06
1980	12,53	9,42	0,00	10,70	-7,29	9,10	42,88
1981	16,89	7,48	0,00	11,36	2,85	10,49	-15,10
1982	26,86	10,19	0,00	17,73	-1,49	15,77	4,55
1983	13,43	8,71	0,00	11,10	-1,12	9,87	44,30
1984	16,56	10,50	0,00	13,76	-0,27	12,36	-2,35
1985	11,31	4,23	0,00	8,24	-0,65	7,40	39,00
1986	10,28	1,71	0,00	6,99	2,29	6,55	12,33
1987	12,01	17,75	0,00	13,93	13,21	13,86	-5,47
1988	14,82	8,11	0,00	12,89	5,79	12,28	5,46
1989	8,42	8,00	0,00	8,32	7,96	8,28	10,66
1990	14,77	6,39	0,00	12,95	3,23	12,19	-27,33
1991	5,31	-4,38	0,00	3,54	-1,38	3,18	18,50
1992	11,89	1,50	0,00	10,46	4,34	10,04	13,01
1993	17,01	14,09	0,00	16,66	0,58	15,70	52,26
1994	16,03	0,63	0,00	14,32	4,37	13,80	-9,21
1995	8,55	5,34	-14,70	7,96	4,59	7,80	12,54
1996	14,69	10,55	-6,77	13,59	11,02	13,48	27,48
1997	19,99	9,48	7,46	18,05	8,63	17,62	2,59
1998	20,87	16,27	7,41	19,39	5,47	18,91	-21,46
1999	10,98	4,88	24,15	11,32	9,47	11,27	16,41
2000	35,05	17,28	99,38	39,27	7,08	38,78	-4,30
2001	40,01	4,59	117,20	46,53	0,11	46,01	4,13
2002	5,09	-7,95	-17,95	0,36	0,95	0,36	-2,49

* moyenne non pondérée des taux de rendement géométriques; les rendements annuels sont calculés entre le 31/12/n-1 et le 31/12/n.

Sources : SBA (<http://www.sba.gov/INV/stat/table25.pdf>) and Nesbitt Burns

3. ANALYSE DU PROGRAMME

Nous analysons le programme en fonction des différents critères qui permettent d'envisager le succès ou de prédire les difficultés des interventions des gouvernements dans le domaine du financement (Suret et Carpentier, 2004).

3.1. SITUATION D'APPROVISIONNEMENT EN PROJETS

Le programme SBIC n'est pas spécifiquement dédié aux financements des entreprises innovantes. Toutefois, il a pour objectif de combler la discontinuité perçue dans le financement à long terme des entreprises de petite taille⁵³. L'objectif du programme diffère donc peu de ceux visés par la plupart des initiatives québécoises dans le domaine de la capitalisation des entreprises. 60% des investissements des SBICs sont réalisés dans des secteurs traditionnels⁵⁴. Les investissements en \$ des SBICs ne représentent, en 2002, que 8% des investissements en \$ du capital de risque (6% si on exclut les SBICs banques). Ce pourcentage représente la participation du gouvernement américain au capital de risque. Pour ces raisons, nous n'analyserons pas ici les indicateurs d'approvisionnements en projets propres aux États-Unis. La vigueur du capital de risque américain ne semble pas principalement reliée au programme SBIC⁵⁵.

3.2. PERFORMANCE DU MÉCANISME DE FINANCEMENT

3.2.1. L'équilibre entre l'offre et la demande de projets rentables

En termes de fonds investis par rapport aux fonds levés par les SBICs, la disproportion semble importante : entre 1997 et 2002, 53,4 milliards de \$ de fonds privés sont levés, et 17,4 milliards de financement SBA sont accordés (hors garanties), pour un total de 70,8 milliards de \$ de financements disponibles. Or, au cours de la même période, 22,31 milliards de \$ sont investis dans les PME. Il resterait donc plus de 48 milliards de \$ de financement non utilisés pour la période étudiée, soit une offre largement excédentaire par rapport à la demande⁵⁶.

Les fonds non investis dans les entreprises admissibles doivent être placés dans des titres à revenus fixes si les SBICs utilisent le financement SBA (CFR 107.530). Les fonds non investis représentent les 2/3 des fonds prélevés. Cette situation appelle plusieurs commentaires :

- La proportion effectivement investie représente environ 30 pour cent des fonds disponibles, ce qui indique une forte disproportion entre l'offre et la demande de fonds.

⁵³ Cet objectif est clairement établi lors des audiences du *Committee on Small Business United States Senate* (1996). Voir en particulier la déposition de *Pioneer Venture Limited Partnership*, p.6 et suivantes.

⁵⁴ Cette proportion est assez semblable à celle observée dans les fonds de travailleurs.

⁵⁵ La SBA utilise également les arguments bien connus à l'effet que l'existence des SBICs est génératrice d'emplois. Il s'agit toutefois d'énoncés non vérifiables, qui n'ont pas fait, à notre connaissance, l'objet de vérifications indépendantes.

⁵⁶ Soulignons que les organisations à but non lucratifs, tels les fonds de pension et les fondations universitaires ne peuvent pas investir dans les SBICs en vertu des lois des valeurs mobilières (Rapport au 108^{ème} congrès, 2003).

- la loi des SBICs est souple et ne force pas l'investissement dans des sociétés non rentables⁵⁷. C'est là un avantage par rapport à certains programmes québécois, mais il découle du fait que les fonds investis ou les garanties accordées par la SBA génèrent un taux de rendement «normal». Aucun crédit d'impôt n'est accordé⁵⁸. Le mécanisme est donc beaucoup plus proche d'un mécanisme de marché.
- les très forts excédents de fonds placés dans des titres à revenus fixes depuis 1995 expliquent vraisemblablement une partie importante des bonnes performances enregistrées par les SBICs depuis 1995. Au Canada, le taux de rendement moyen de l'indice Scotia Univers s'établit autour de 10% au cours de la période qui va de janvier 1995 à décembre 2002.

3.2.2. La capacité de sélectionner les projets

Incitation à la sélection de projets performants

Les SBICs sont des entités totalement privées. Les promoteurs doivent investir un montant important à la création de la SBICs (5 ou 10 millions de \$), et persuader des tiers d'investir au moins 30% de cet apport. Cette responsabilité financière des associés est une incitation très forte à la sélection de projets rentables. De par sa conception, le mécanisme incite donc à la sélection de projets rentables.

Existence d'un système de qualification

La SBA définit les critères permettant de reconnaître une petite entreprise éligible, seul investissement possible d'une SBIC. Le non respect de cette règle peut conduire au retrait de la licence SBIC. De plus, au moins 20% des financements doivent avoir été accordés à de très petites entreprises éligibles, et le manquement à cette règle entraîne la perte de la possibilité de se financer auprès de SBA.

La SBA définit également les investissements interdits aux SBICs. Chaque année, la SBIC doit passer un test d'activité. Pour conserver sa licence, la SBIC doit remplir l'une des deux conditions suivantes (CFR 107.590) : 1) la SBIC doit investir un montant équivalent à 20% de son capital réglementaire au cours de chaque période de 18 mois précédant la date de clôture de son plus récent exercice, ou encore 2) les fonds non investis ne dépassent pas 20% de l'actif total et doivent être maintenus dans des instruments financiers limitativement définis (obligations du gouvernement, clauses de rachat auprès d'institutions, certificats de dépôts d'institutions, compte de dépôt, compte chèque d'institutions bancaires assurées au niveau fédéral, ou petite caisse).

Les sanctions mises en place par le programme constituent un incitatif très fort à respecter les règles de la SBA. Ces règles sont claires et établies en fonction des objectifs du programme.

⁵⁷ Il est possible que cette situation découle de la création récente de nombreuses SBICs (tableau 1). La proportion investie devrait augmenter, en effet, pour satisfaire au test d'activité (CFR 107.590). Un montant égal à 20% du capital réglementaire doit être investi au cours de chaque période de 18 mois précédant la date des états financiers. Avec le temps, la portion des fonds non investis devrait donc se réduire.

⁵⁸ Les pertes en capital enregistrées sur les titres SBICs peuvent toutefois être classifiées comme des pertes ordinaires au lieu de pertes en capital

Niveau d'autonomie du mécanisme

La SBA n'agit que pour procurer du financement ou garantir le financement des SBICs. De ce point de vue, les SBICs sont un mécanisme autonome. L'existence des SBICs banques prouve d'ailleurs que ces entités pourraient être financées entièrement via des fonds privés. Le mécanisme ne nuit donc pas à la réputation des sociétés financées.

Présence de critères explicites liés à la performance

La SBA n'investit en titres de participation d'une SBIC que si celle-ci remplit certains critères de liquidités (CFR 107.1505). Le caractère entièrement privé du mécanisme, ainsi que l'utilisation du levier, sont une incitation à la performance. La disparition des SBICs non performantes indique que la survie des institutions n'est pas induite par un avantage récurrent accordé par l'état.

Système de reddition de comptes basé sur la performance des placements

Il existe un système de reddition de compte basé sur la performance des placements. La politique d'évaluation des placements de la SBICs doit être formalisée et approuvée par la SBA. Enfin, l'application de la politique d'évaluation des placements doit être certifiée par un vérificateur externe. Les documents établis à cette fin devraient être une source d'inspiration pour les ministères de tutelle.

Mécanisme orienté vers les sociétés à fort potentiel de croissance.

Le programme SBIC ne spécifie aucune industrie. De ce point de vue, il n'est donc pas spécifiquement orienté vers les entreprises à fort potentiel de croissance.

3.2.3. Régie interne des institutions

L'encadrement des SBICs par la SBA est très fort. En effet, les licences d'exploitation SBIC ne sont accordées que si les promoteurs rassemblent 10 millions de \$ d'apport (pour une SBIC titre de participation) dont 30 % par des non affiliés. Ces tiers certifient en quelque sorte la validité du projet. De plus, les dirigeants sont scrupuleusement sélectionnés (4 à 7 mois de procédures, un mémoire de 80 pages et un taux de rejet des demandes des licences SBICS fort élevé). La SBA estime que son processus d'attribution de licence est l'élément le plus important de sa stratégie de gestion des risques⁵⁹.

Les SBICs doivent générer un rendement suffisant compte tenu du risque des projets financés, ce qui limite considérablement les problèmes d'agence. Les avantages fiscaux liés à la détention des titres des SBICs sont suffisamment légers pour que les associés soient surtout préoccupés par la recherche d'une rentabilité suffisante pour pérenniser la SBIC.

Clarté des objectifs

Les SBICs doivent investir dans des entreprises éligibles et être rentables pour pouvoir perdurer. Les objectifs sont donc très clairs.

⁵⁹ *SBIC Program Fiscal Year 2002 Special Report*, p.5, <http://www.sba.gov/INV/specialreport.html>

Implication financière des principaux bénéficiaires

Cette implication est forte dans la mesure où la capitalisation initiale requise pour constituer une SBIC est importante.

Niveau de dispersion de l'actionnariat et présence d'actionnaire de contrôle

Depuis les modifications du programme en 1992, au moins 30% du capital d'une SBIC doit provenir d'au moins 3 investisseurs non affiliés à l'équipe de gestion. De plus, aucun investisseur ne peut détenir plus de 70% des fonds propres d'une SBIC (Bannock Consulting, 2001, p.22). Le niveau de dispersion n'est donc pas très élevé et la structure permet la présence d'actionnaires de contrôle actifs, capables d'exercer un rôle de supervision important.

Système formel de reddition de compte et d'évaluation des placements

La régie interne des SBICs par la SBA est très forte. En effet, les SBICs doivent déposer des rapports trimestriels d'activité à la SBA et un rapport annuel selon les normes SBA (*Form 468*). Ce rapport doit être vérifié par un expert-comptable indépendant, dont l'assurance professionnelle s'élève au moins à 1 millions de \$ (CFR 107.630). Les SBICs doivent utiliser la charte des comptes SBA, maintenir leurs livres comptables, leurs documents juridiques et la documentation adéquate des comptes, ainsi que des investissements, dans le lieu de leur principale activité (CFR 107.600). Les SBICs doivent également procurer à la SBA une copie de tous les rapports envoyés aux investisseurs (CFR 107.660). Les placements doivent être évalués au semestre si la SBIC est endettée, ou annuellement dans le cas contraire. La SBA peut exiger une évaluation plus fréquente (CFR 107.650).

Système sujet à la vérification

La SBA s'assure du respect des exigences réglementaire par la SBIC (CFR 107.690). La SBA rapporte que pour l'année 2002, l'*Office of SBIC Examinations* a réalisé 326 contrôles annuels⁶⁰. Un vérificateur externe doit certifier, dans les états financiers annuels, l'application de la politique d'évaluation des placements. Le vérificateur révisé les procédures d'évaluation et la mise en œuvre de ces procédures, incluant la pertinence de la documentation (CFR 107.503).

Par ailleurs, une SBIC peut engager un gestionnaire de fonds, dont le contrat doit préalablement être approuvé si la SBIC utilise le financement SBA. La SBA doit également approuver préalablement tout endettement garanti auprès d'un tiers, incluant le renouvellement d'une ligne de crédit (CFR 107.550).

Pouvoir de l'autorité de tutelle

Ce pouvoir est fort dans la mesure où la SBA peut retirer sa licence à une SBIC en cas de non respect de ses obligations d'investissement en PME éligibles. L'exigence d'investissement de 20% de l'actif en petites entreprises doit être respectée pour chaque fin d'année. Le non-respect de cette obligation est sanctionné par la cessation de tout financement SBA supplémentaire. Par ailleurs, les SBICs doivent maintenir des opérations d'investissement actives pour conserver leur licence.

⁶⁰ *SBIC Program Fiscal Year 2002 Special Report*, p.5, <http://www.sba.gov/INV/specialreport.html>

De plus, la SBA peut conduire une SBIC à la liquidation⁶¹ : «the Office of SBIC Operations proactively monitors the SBICs to determine as soon as possible any possible problems in the portfolio. If severity of problems warrants action, the operations analyst recommends transfer of the SBIC into “Restricted Operations” mode (for participating securities SBICs). If the severity of the fund’s condition worsen, the Office of SBIC operations may recommend transfer of the SBIC to the Office of SBIC Liquidations.»

Procédure normative d’évaluation de placement

Une SBIC doit adopter une politique d’évaluation des placements approuvée par la SBA. Les SBICs peuvent soit adopter intégralement le modèle suggéré par la SBA, soit utiliser leur propre modèle, qui doit être approuvé par la SBA. Le modèle d’évaluation des placements proposé par la SBA à partir de 1995 est disponible sur le site Web de la SBA⁶². Il repose sur une approche prudente, conservatrice et réaliste, et serait plus exigeant que les normes internes de l’industrie de capital-risque⁶³.

Le Conseil d’Administration de la SBIC ou ses partenaires généraux doivent s’engager à respecter cette politique. La SBA peut obliger la SBIC à engager un évaluateur externe indépendant pour vérifier les résultats de l’évaluation si celle-ci lui semble douteuse. Une SBIC doit documenter adéquatement les résultats et la méthodologie d’évaluation de ses investissements. Les résultats de l’évaluation annuelle doivent être certifiés par un auditeur externe qui doit également confirmer le respect des normes SBA dans l’établissement du modèle d’évaluation.

En termes de mécanismes de régie, les SBICs représentent un modèle dont pourraient s’inspirer les décideurs québécois. Une régie de ce niveau devrait être imposée à tous les fonds qui, de façon directe ou indirecte, reçoivent des subsides de l’état pour financer des entreprises.

3.2.4. L’incitation à la régie interne des sociétés financées

Le mécanisme ne prévoit pas d’implication dans le contrôle

Les SBICs peuvent prendre le contrôle des entreprises dans lesquelles elles investissent, en particulier pour permettre de sauvegarder l’investissement. Dans ce cas, les SBICs peuvent contrôler une entreprise éligible pendant une période de 7 années à partir de la date de l’investissement. Cette période peut être étendue avec l’approbation de la SBA⁶⁴.

L’implication personnelle du promoteur

Les promoteurs des SBICs doivent réunir le capital minimum, qui est suffisamment important pour que le promoteur soit impliqué personnellement. La SBA explique⁶⁵ : «From a venture investment standpoint, both the federal government and private equity

⁶¹ *SBIC Program Fiscal Year 2002 Special Report*, p.20, <http://www.sba.gov/INV/specialreport.html>

⁶² <http://www.sba.gov/INV/valuation.pdf>

⁶³ Hearing Before the Committee on Small Business, 1995, p. 93.

⁶⁴ On présume qu’une SBIC détient le contrôle si elle a plus de 50% des droits de votes lorsqu’il y a moins de 50 actionnaires. <http://www.sba.gov/library/cfrs/13cfr107final.pdf>

⁶⁵ *SBIC Program Fiscal Year 2002 Special Report*, p.10, <http://www.sba.gov/INV/specialreport.html>

investors put money into SBICs with the understanding that under a worst case, that there could be a total loss of their investment. (...) Not only does private investor capital provide a larger financing base, but it also ensures that all SBIC fund managers are profit-motivated. (...) SBIC, in addition to investing in capital, provide hands-on involvement in their portfolio companies, including board participation, corporate governance, strategic planning and marketing, recruitment, financial support, capital raising and company exit support.»

La structure est telle qu'un contrôle adéquat est possible

L'adéquation du contrôle repose sur le rapport entre le nombre de placements différents et l'effectif des SBICs. L'obligation de rendement des SBICs du fait de leur caractère privé, ainsi que l'expérience des promoteurs portent à croire que le contrôle des activités des sociétés financées est adéquat. Nous ne disposons pas de données précises sur ce plan. Toutefois, les données de la SBA indiquent, pour 2003, par exemple, que 346 SBICs accréditées en septembre 2003 avaient financé 2 610 entreprises dans l'année, soit 7,5 entreprises financées annuellement par SBIC. Un tel taux permet certainement un suivi rigoureux des opérations.

Obligation de reddition de comptes par les sociétés financées

Les SBICs doivent conserver l'information relative aux entreprises financées, notamment les états financiers initiaux, ainsi que le plan d'affaires, l'utilisation des fonds envisagée, les projections financières. Les SBICs doivent également obtenir au moins annuellement l'information financière suffisante pour évaluer la condition financière de l'entreprise, la pertinence du maintien de l'investissement dans le portefeuille et l'utilisation des fonds accordés (CFR 107.620).

Les sociétés financées doivent-elles remettre des rapports annuels vérifiés?

Non, mais l'information soumise à une SBIC par une entreprise financée doit être certifiée par son président, chef de l'exploitation, trésorier, directeur financier ou partenaire général (CFR 107.630). Une copie des états financiers fournis au fisc peut être acceptée par la SBIC aux fins d'évaluation du placement. Dans le cas où la SBIC acquiert des actions lors d'un premier appel public à l'épargne, la SBIC doit conserver tous les documents publics fournis par l'entreprise. Enfin, la SBIC ou le représentant de la SBA à l'occasion d'une inspection annuelle doit pouvoir obtenir l'accès aux livres de l'entreprise financée.

3.2.5. Le rôle relatif des gouvernements

Le poids relatif des institutions où le gouvernement est impliqué

En termes de mise de fonds publics relativement à la mise de fonds privés, le programme semble être un succès, dans la mesure où les financements dans les 95 000 PME totalisent 36,5 milliards de dollars depuis la création du programme, pour 10 milliards de fonds publics utilisés. Cependant, 58% des montants investis dans les PME depuis 1995 émanent de SBICs banques, qui n'ont pas besoin des fonds publics dans la mesure où elles utilisent 0,8% des financements SBA en moyenne. Plus de 21 milliards de \$ du financement privé des PME via le programme SBIC aurait été investis par les banques sans l'aide du programme SBIC. La principale raison de l'investissement des banques est

une modification de leur propre réglementation. L'effet de levier public-privé serait de 5,5 millions de \$ de financements privés (26,5 - 21) par rapport à 10 millions de \$ de financement public⁶⁶.

Par ailleurs, en 2002, les investissements en \$ des SBICs ne représentent, que 8% des investissements en \$ du capital de risque. Ce pourcentage représente la participation du gouvernement américain au capital de risque, qui est faible. Si on exclut la portion des investissements issues des SBICs banques en 2002, cette part correspond à 6%. Le gouvernement intervient donc, à un coût très limité, pour orienter des fonds à un niveau où des discontinuités de marché sont le plus souvent mentionnées.

L'existence d'un mécanisme prévoyant le retrait progressif du gouvernement

En 1958, le programme SBIC était initialement conçu comme une intervention temporaire du gouvernement pour aider les PME. À l'heure actuelle aucun mécanisme de retrait n'est prévu, et le budget alloué en 2002 aux SBICs est important (6 milliards de \$ pour une année, mais il s'agit certainement d'un accident dans la mesure où seuls 1,7 milliards ont été utilisés). Ce programme semble être, en effet, très apprécié par l'équipe gouvernementale actuelle «From the Bush administration's point of view, the SBIC program, especially the participating securities portion of the program, is the way to go.»⁶⁷

Toutefois, il semble clair que l'objectif des législateurs est de laisser le programme s'autofinancer pour, à terme, le privatiser. Ainsi, la conclusion du rapport des audiences de 1995 sur la révision de la loi des SBICs se lit comme suit (p.118) : «Hopefully, the program can become self-financing, which will facilitate privatizing it later. Toward this end, the Council made numerous recommendations designed to eliminate all federal costs. The Administration is considering these recommendations regarding the cost and structure of the program in connection with the FY 1997 budget process.»

⁶⁶ Ne tient pas compte des bénéficiaires et des intérêts reversés par les SBICs à la SBA.

⁶⁷ SCOR report, «President and Congress at odds over SBA funding», Feb 2002, 9, 2, p.4.

4. CONCLUSION

Nous considérons qu'à terme, ce type d'intervention représente un modèle dont il convient de s'inspirer. Les SBICs ont permis des financements nombreux, strictement limités aux situations dans lesquelles on peut défendre que des discontinuités de marché existent et dans des secteurs traditionnels, à un coût faible ou nul pour le Gouvernement. Ce n'est que durant l'exercice 2003 que des pertes ont épongé la quasi-totalité des surplus engrangés au cours des années antérieures, et cette situation devrait être corrigée par des changements des dispositions réglementaires.

L'intervention ne perturbe pas le marché : elle se fait suivant des règles qui sont proches de celles qui prévalent par ailleurs. L'intervention de la SBA semble toutefois permettre des financements qui, par ailleurs, auraient été difficiles.

Ce résultat ne doit rien au hasard. Les SBICs actuelles sont le résultat d'une évolution parfois douloureuse. Les changements apportés au fil des ans ont permis d'instaurer un système de gouvernance solide, à tous les niveaux. L'encadrement est strict, les règles claires et la responsabilisation des acteurs est évidente. Cette situation résulte également du caractère entièrement privé de ces entités associé à une capitalisation initiale relativement importante, à la présence d'une tierce partie certifiant la qualité du projet, et à la qualité de gestion des dirigeants. Le pouvoir de l'autorité de tutelle est important, et la régie interne des SBICs est forte. Sur ces différents aspects, les SBICs diffèrent donc totalement des initiatives gouvernementales québécoises.

Une partie du succès du programme est associé à la réglementation bancaire. En effet, la majeure partie du financement des PME émane des SBICs banques. L'intérêt des banques pour les SBICs peut être relié aux modifications de la réglementation CRA. Selon Riding (1998, p.47), il n'existe cependant aucune preuve à l'effet que les institutions prêteuses canadiennes exercent une discrimination contre certaines collectivités locales. L'implantation au Canada d'une réglementation similaire à la réglementation CRA américaine ne peut donc pas être justifiée et elle est de toutes façons hors de portée des décideurs québécois.

Nous considérons que les dispositions des SBICs devraient fortement inspirer les décideurs dans la révision des différents programmes et des institutions mises en place pour financer les sociétés en croissance au Québec. En particulier, par leur mission, les SBICs se rapprochent des objectifs visés par les fonds de travailleurs. Leur structure, leur coût et leurs performances s'en distinguent toutefois très largement.

BIBLIOGRAPHIE

Bannock Consulting, «Innovative instruments for raising equity for SMEs in Europe», Final report prepared for DG Enterprise of the European Commission, June 2001.

Bates, T., «Rejoinder to Charles D. Tansey : Moving towards a more effective Small Business Administration», *Economic Development Quarterly*, 2002, May, 185-190.

Bean, J.J., «Big Government and Affirmative Action : The Scandalous History of the Small Business Administration», The University Press of Kentucky, 2001.

Brewer E. et al., «A Trojan Horse or the Golden Fleece? Small Business Investment Companies and Government Guarantees», Working Paper, December 1997.

Committee on Small Business, «Proposals to strengthen the SBIC Program : hearing before the Committee on Small Business», United States Senate, One Hundred Fourth Congress, first session, December 12, 1995, Washington, U.S. G.P.O, 1996.

Davis L.C., «The Community Reinvestment Act Regulations : An Opportunity for Banks and SBICs», NASBIC, June 1, 1999.

General Accounting Office, «Information on SBA's Small Business Investment Company Programs», Report to the Chair, Committee on Small Business, House of representative, May 1995.

General Accounting Office, «Report to the Chairman, Committee on Small Business, U.S. Senate », February 1997.

Hogan B., «The Swamp at the SBA», Dun and Bradstreet, Inc. D&B Reports, Vol.39, Iss.5, 1991, p.50.

House Small Business Committee, «108th Congress – Small Business Record», Dcember 2003. <http://www.house.gov/majette/pdfs/sbc-end-yr-2003.pdf>

Kinn B. et Zaff M., «VCs Tap New Funding Source The SBIC Equity Leverage Program and the Reasons for Its Growing Popularity», *Venture Capital Journal*, Wellesley Hills, Jul. 1, 2001, p.1.

Reich, M., A., «SBIC Investing provides Attractive Option to Banks», *Hoosier Banker*, Oct. 2001, 85, 10, p. 30-32.

Ridding, A.L., «Financement des entreprises de pointe : enjeux d'ordre juridique et réglementaires», Document de recherche préparé pour le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadiens, Septembre 1998.

Saddler J., «Rate of SBIC Liquidations Reaches 'Crisis Proportions' - SBA Venture-Capital Program Needs Major Overhaul, Senate Study Finds», *Wall Street Journal*, N.Y., Jul. 16, 1991, p.2.

Suret, J-M. et C. Carpentier, «Le financement des entreprises en croissance : situation Québécoise, enseignements étrangers», Rapport de recherche CIRANO, 2004.

Zinman J., «The Real Effects of Liquidity on Behaviour : Evidence from Regulation and Deregulation of Credit Markets», MIT, November 2002