



Gouvernement
du Canada

Government
of Canada

Financement par actions pour les petites entreprises : Un examen des meilleures pratiques aux États-Unis



**Présenté à Industrie Canada par
Ted R. Heidrick
et
Russell R. Keddie
Janvier 2000**

Document de recherche préparé pour la Direction générale de la politique de la petite entreprise dans le cadre du Programme de recherche sur le financement des petites et moyennes entreprises (PME)

Canada

Pour obtenir une version imprimée de cette publication, s'adresser aux :

Éditions et Services de dépôt
Travaux publics et Services gouvernementaux Canada
Ottawa (Ontario) K1A 0S5

Tél. : (sans frais) : 1 800 635-7943 (au Canada et aux États-Unis)
Tél. : (appels locaux) : (613) 941-5995
ATS : 1 800 465-7735
Télec. : (sans frais) : 1 800 565-7757 (au Canada et aux États-Unis)
Télec. : (envois locaux) : (613) 954-5779
Courriel : publications@tpsgc.gc.ca

On peut obtenir cette publication sur supports accessibles, sur demande. Communiquer avec la :

Section du multimédia et de l'édition
Direction générale des communications et du marketing
Industrie Canada
Bureau 264D, tour Ouest
235, rue Queen
Ottawa (Ontario) K1A 0H5

Tél. : (613) 948-1554
Télec. : (613) 947-7155
Courriel : production.multimedia@ic.gc.ca

Cette publication est également offerte par voie électronique en version HTML
www.strategis.ic.gc.ca/epic/internet/insme_fdi-prf_pme.nsf/fr/01524f.html

Autorisation de reproduction

À moins d'indication contraire, l'information contenue dans cette publication peut être reproduite, en tout ou en partie et par quelque moyen que ce soit, sans frais et sans autre permission d'Industrie Canada, pourvu qu'une diligence raisonnable soit exercée afin d'assurer l'exactitude de l'information reproduite, qu'Industrie Canada soit mentionné comme organisme source et que la reproduction ne soit présentée ni comme une version officielle ni comme une copie ayant été faite en collaboration avec Industrie Canada ou avec son consentement.

Pour obtenir l'autorisation de reproduire l'information contenue dans cette publication à des fins commerciales, faire parvenir un courriel à copyright.droitdauteur@tpsgc.gc.ca.

N.B. Dans cette publication, la forme masculine désigne tant les femmes que les hommes.

N° de catalogue Iu1-88-9/2006F-PDF
ISBN 0-662-43162-6
53224F

Also available in English under the title *Equity Financing Alternatives for Small Business: A Review of Best Practices in the United States*.

TABLE DES MATIÈRES

RÉSUMÉ	3
1 INTRODUCTION	6
2 OBJECTIFS DU RAPPORT	8
3 STRUCTURE DU RAPPORT	9
4 MÉTHODOLOGIE	10
5 CADRE D'EXAMEN	11
6 STADES DE DÉVELOPPEMENT DES PME	12
6.1 STADE 1 : LANCEMENT	12
6.2 STADE 2 : DÉMARRAGE	12
6.3 STADE 3 : PREMIÈRE EXPANSION	13
6.4 STADE 4 : DEUXIÈME EXPANSION	13
6.5 STADE 5 : PREMIER APPEL PUBLIC À L'ÉPARGNE	13
7 AGENTS DE FINANCEMENT	15
7.1 INVESTISSEURS PRIVÉS	15
7.2 INVESTISSEURS PROVIDENTIELS	15
7.3 CAPITAL DE RISQUE	16
7.4 BANQUES	17
7.5 SOCIÉTÉS D'INVESTISSEMENT	17
7.6 INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS	18
7.7 LE PUBLIC	18
8 STIMULANTS À L'INVESTISSEMENT	19
9 STIMULANTS PRÉSENTS AUX ÉTATS-UNIS	22
9.1 INITIATIVES DE L'ÉTAT	22
9.1.1 <i>Small Business Investment Corporation Program</i>	
9.2 STIMULANTS FISCAUX	24
9.2.1 <i>Gains sur actions admissibles de petite entreprise</i>	
9.2.2 <i>Roulement des gains en capital sur les titres cotés</i>	
9.2.3 <i>Tax Payer Relief Act de 1997</i>	
10 SYSTÈMES D'APPUI PRÉSENTS AUX ÉTATS-UNIS	28
10.1 INITIATIVES DE L'ÉTAT	28
10.1.1 <i>Small Business Development Centers (SBDC)</i>	
10.1.2 <i>Business Information Centers (BIC)</i>	
10.1.3 <i>Service Corps of Retired Executives (SCORE)</i>	
10.1.4 <i>Centres de développement de l'entreprise des États et des municipalités</i>	
10.1.5 <i>Centres de commercialisation des technologies (Technology Commercialization)</i>	

	<i>Centres -- TCC)</i>	
	<i>10.1.6 Ressources en ligne</i>	29
10.2	INITIATIVES DU SECTEUR PRIVÉ	29
11	SYSTÈMES DE LIAISON	30
11.1	INITIATIVES DE L'ÉTAT	30
	<i>11.1.1 Exemptions relatives au marché boursier</i>	
	<i>11.1.2 ACE-Net</i>	
11.2	INITIATIVES PRIVÉES	35
	<i>11.2.1 Bourses des valeurs</i>	
	<i>11.2.2 Tableau de cours hors bourse de la NASDAQ</i>	
	<i>11.2.3 Réseaux privés d'investisseurs providentiels</i>	
	<i>11.2.4 SCOR et réseaux d'émissions directes d'actions</i>	
12	RÉSUMÉ DES ANALYSES EMPIRIQUES ET THÉORIQUES	40
12.1	ANALYSES EMPIRIQUES	40
	<i>12.1.1 Rapport annuel sur la petite entreprise et la concurrence</i>	
	<i>12.1.2 Enquête auprès des sociétés de haute technologie</i>	
	<i>12.1.3 Rapports de données annuels de la Small Business Administration</i>	
12.2	ANALYSES THÉORIQUES -- QUALITATIVES	44
	<i>12.2.1 Contexte commercial aux États-Unis</i>	
	<i>12.2.2 Comprendre le processus du financement</i>	
	<i>12.2.3 Nouvelles formes de capital-risque</i>	
12.3	RÉSUMÉ	54
13	NOTES ET RÉFÉRENCES	55

RÉSUMÉ

Cet examen des meilleures pratiques dans le domaine du financement par actions pour les petites et moyennes entreprises (PME) aux États-Unis a pour objet de guider Industrie Canada dans l'élaboration d'une politique officielle en matière de financement des petites entreprises. Il expose un certain nombre de programmes, de politiques et de mesures en vigueur aux États-Unis qui ont fait de ce pays un chef de file mondial dans le domaine de l'innovation et de l'entreprise.

Nous décrivons le processus d'investissement à l'aide d'un modèle simple. Il se compose 1) des agents qui fournissent du financement par actions (ou par capitaux propres) à diverses étapes du cycle de vie des petites entreprises, 2) des stimulants qui soutiennent le flux des investissements, 3) des programmes sur lesquels repose le processus, et 4) des systèmes qui améliorent les liens entre ceux qui cherchent du financement et ceux qui en offrent. Enfin, nous examinons des analyses théoriques et empiriques récentes portant sur l'efficacité des divers éléments de ce système.

Les stimulants consistent dans des initiatives et des programmes particuliers qui favorisent la décision d'investissement et qui influent sur les sommes disponibles pour l'investissement en actions. Nous avons identifié et analysé les stimulants ci-dessous :

- Small Business Investment Corporation (SBIC) Program
- Stimulants fiscaux pour les investisseurs dans de petites entreprises
- Gains sur actions admissibles de petite entreprise
- Roulement des gains en capital sur les titres cotés
- Taxpayer Relief Act de 1997

Le programme SBIC a contribué à accroître le montant de capitaux disponibles pour le financement par actions. Il incite un plus grand nombre de gens à constituer des fonds de capital-risque. Par exemple, un investisseur qui dispose de 10 millions de dollars pourra recevoir 30 millions additionnels de la SBA pour constituer une SBIC. Mais ce n'est pas la seule manière d'inciter les investisseurs en capital-risque à créer une SBIC. Depuis 1994, de nombreuses SBIC n'ont pas à payer d'intérêt à la SBA durant les premières années d'exploitation. Lorsque la SBIC commence à réaliser des profits, elle peut verser jusqu'à 10 % de cette somme à la SBA en guise et lieu d'intérêt. Ainsi, les SBIC nouvellement créées n'ont pas à supporter des paiements d'intérêt élevés pendant qu'elles investissent dans des projets à long terme. Ce règlement assez récent a provoqué une mini-vague d'expansion dans le monde des SBIC ces dernières années¹.

Si les SBIC incitent les investisseurs à accroître les sommes qu'ils destinent à l'investissement en actions dans les petites entreprises, les stimulants fiscaux d'ordre général influent sur la décision d'investissement des particuliers et accroissent les sommes disponibles en réduisant le fardeau fiscal des investisseurs qui choisissent d'investir dans les petites entreprises. Les politiques et les exemptions fiscales encouragent les investisseurs – individuels ou constitués en société – à investir ou à réinvestir dans les petites entreprises.

Les systèmes d'appui consistent dans les initiatives ou les programmes qui permettent aux entrepreneurs de profiter des stimulants qui leur ouvrent la voie à du financement par actions. Dans ce rapport, nous examinons des systèmes d'appui tels que les Small Business Development Centers (SBDC – centres de développement de la petite entreprise), les Business Information Centers (BIC – centres d'information aux entreprises) et le Service Corps of Retired Executives (SCORE – association de dirigeants à la retraite qui agissent comme conseillers). Ces mécanismes de soutien assurent une formation indispensable en planification d'entreprise, en consultation financière et dans d'autres domaines clés de la gestion.

Les systèmes de liaison augmentent les possibilités de contact entre les investisseurs et les entrepreneurs, ainsi que le montant global du financement disponible pour les petites entreprises. Plus le nombre de systèmes de liaison opérants est élevé dans un contexte d'investissement donné, plus le capital-risque sera accessible aux entrepreneurs. Les systèmes de liaison comprennent les bourses des valeurs et diverses autres entités dont la création est stimulée par des exemptions novatrices relatives au marché boursier.

Les États-Unis comptent un certain nombre de bourses qui sont au service des petites entreprises. Le principal incitatif des investisseurs est le degré de liquidité offert. Les investisseurs seront plus enclins à financer des entreprises s'il existe un marché secondaire pour ces titres. Les bourses ont des normes d'admission et de maintien quantitatives et qualitatives et des règles strictes en matière de déclaration, ce qui a souvent un effet dissuasif sur les petites entreprises. Bon nombre de petites entreprises n'ont tout simplement pas les moyens de faire un premier appel public à l'épargne. Toutefois, les PME prospères qui ont un fort potentiel de croissance peuvent souvent financer un premier appel public à l'épargne avec l'aide des établissements bancaires et des sociétés d'investissement en capital-risque.

En promulguant des exemptions relatives au marché boursier, dont un grand nombre remontent aussi loin que 1933, le gouvernement étatsunien a agi comme un catalyseur en ce qu'il a contribué à accroître le nombre total de systèmes de liaison dans le marché du capital de risque. On incitait ainsi les investisseurs et les entrepreneurs à créer de nouveaux marchés de financement et de nouveaux réseaux hors du cadre boursier classique. En outre, bon nombre de bourses établies offrent maintenant de nouveaux services aux petites entreprises, afin de répondre à la demande croissante de capitaux d'investissement. Il est également important de noter que ces programmes gouvernementaux se sont ajustés de façon proactive au fil du temps. En particulier, les exemptions de la Securities Exchange Commission ont amené une hausse de l'offre de placements privés par les investisseurs. Par conséquent, les autorités gouvernementales ont créé ACE-Net afin d'accroître le niveau d'interaction des investisseurs privés avec les entrepreneurs au-delà du milieu. En s'ajustant à l'évolution récente des technologies de l'information (p. ex. Internet), ACE-Net constitue un modèle original pour les nombreux réseaux d'investissement privé en ligne qui existent actuellement, et que nous examinons dans ce rapport.

En dernier lieu, nous examinons des analyses théoriques et empiriques clés. Le compte rendu de ces analyses, ainsi que le titre d'autres articles pouvant présenter de l'intérêt figurent à la fin de ce rapport. Notre conclusion est que les divers programmes exposés dans ce rapport expliquent dans une large mesure l'augmentation régulière du nombre de petites entreprises aux États-Unis. En 1997, 842 000 nouvelles petites entreprises – un niveau sans précédent – ont ouvert leurs portes et le nombre de nouvelles sociétés de capitaux a atteint un sommet pour la troisième année consécutive², et cette tendance ne semble pas vouloir s'infléchir dans l'avenir.

1 INTRODUCTION

Le financement par capitaux propres des petites entreprises au Canada est un sujet qui intéresse les responsables de l'action gouvernementale depuis de nombreuses années. Il est notoire que les petites entreprises aux États-Unis ont un meilleur accès au financement par actions que les petites entreprises canadiennes. À la fin de 1998, on dénombrait plus de 23 millions de petites entreprises aux États-Unis, représentant plus de la moitié de la main-d'oeuvre du secteur privé et du produit intérieur brut du pays. La Small Business Administration (SBA) reconnaissait dans les petites entreprises le principal créateur d'emplois dans l'économie³.

Les États-Unis ont été très enclins à prendre des initiatives dans l'élaboration d'une politique officielle visant à favoriser la croissance des petites et moyennes entreprises (PME). En outre, la culture d'entreprise qui se retrouve dans la plupart des secteurs de l'activité économique a favorisé la création de nombreux programmes et processus qui, à leur tour, contribuent au développement des petites entreprises.

La SBA a établi des normes pour déterminer si une entreprise se qualifie comme PME, et ce pour la plupart des industries. Bien qu'il existe des normes différentes pour certains programmes et que le quart environ des associations industrielles appliquent des normes légèrement différentes de celles de la SBA, les seuils les plus fréquents sont les suivants⁴ :

Une petite entreprise (PME) est une entité qui a tout au plus :

- 500 employés (pour la plupart des industries du secteur manufacturier et du secteur minier)
- 100 employés (pour toutes les industries du secteur du commerce de gros)
- un chiffre d'affaires de 5 millions de dollars (pour la plupart des industries du commerce de détail et des services)
- un chiffre d'affaires de 17 millions de dollars (pour la plupart des industries de la construction générale et de la construction lourde)
- un chiffre d'affaires de 7 millions de dollars (pour tous les entrepreneurs spécialisés)
- un chiffre d'affaires de 0,5 million de dollars (pour la plupart des industries du secteur agricole).

Un des facteurs déterminants de la réussite d'une petite entreprise est la capacité de celle-ci d'obtenir du financement. Le financement par actions, connu aussi comme le capital-risque, est très différent du financement par emprunt. L'emprunt doit être remboursé sur une certaine période de temps, avec les intérêts courus, tandis que le financement par actions consiste dans l'échange d'un capital de croissance contre une participation dans l'entreprise. Le financement par actions ne limite pas les flux monétaires à court terme et, souvent, les investisseurs prodiguent des conseils indispensables et agissent comme contact auprès de réseaux. Même si le principal inconvénient pour l'entrepreneur-fondateur est la dilution du capital, le financement par actions est considéré comme l'un des

meilleurs moyens d'accentuer la croissance et les possibilités de développement de la petite entreprise.

2 OBJECTIFS DU RAPPORT

L'objectif de ce rapport est d'examiner les meilleures pratiques qui ont cours aux États-Unis en ce qui concerne le financement par capitaux propres des PME. Cet examen est fait dans le but d'aider Industrie Canada à élaborer une politique officielle en matière de financement des petites entreprises. Tandis que le but de cette politique sera d'accroître l'accès des PME au capital de risque au Canada, ce rapport décrit ce qui se fait déjà aux États-Unis dans ce domaine. Nous espérons que le gouvernement canadien saura tirer profit de l'analyse de certaines de ces politiques et de ces pratiques, afin de continuer d'accroître de façon proactive l'accès des PME canadiennes au financement par actions.

Voici les objectifs de ce rapport :

- Déterminer et décrire les initiatives étatsuniennes qui accroissent et facilitent le flux du financement par actions vers les petites entreprises, ce qui comprend :
 - les programmes gouvernementaux
 - les stimulants fiscaux
 - l'infrastructure réseau
 - les initiatives communautaires de financement
 - les clubs et les réseaux d'investissement
- Définir les liens entre les divers groupes et leurs instruments
- Résumer des analyses théoriques et empiriques récentes sur l'accès des PME en développement ou en début de croissance au financement par actions.

3 STRUCTURE DU RAPPORT

Le rapport est structuré de la façon suivante.

Cadre d'examen

De nombreux agents peuvent fournir du financement par actions aux divers stades de développement d'une petite entreprise. Le modèle proposé (Framework for Review) décrit en bref les stades de croissance et les divers agents qui offrent du financement par actions.

Stades de croissance des PME

Pour bien faire comprendre le flux de financement issu de différentes sources, nous décrivons les stades de croissance de l'entreprise.

Agents de financement par capitaux propres

Nous énumérons les divers types d'investisseurs et faisons une courte description des habitudes de placement.

Stimulants d'ordre général et programmes d'appui

Nous dressons une liste des facteurs et des initiatives qui facilitent l'accès des PME au financement par capitaux propres et nous les classons en fonction du type d'agent de financement intéressé. Nous énumérons aussi les programmes de soutien qui permettent aux PME de profiter de ces stimulants. Ceux-ci se découpent clairement, peu importent le type d'industrie ou les caractéristiques de la région.

Stimulants particuliers

Cette section énumère des initiatives et des programmes particuliers qui facilitent le financement par actions aux États-Unis.

Systèmes d'appui

Les systèmes d'appui sont des initiatives ou des programmes qui permettent aux entrepreneurs de profiter des stimulants offerts afin d'accroître leurs chances d'obtenir du financement par actions.

Systèmes de liaison

Les systèmes de liaison n'influent pas sur la décision d'investir, mais ils augmentent les possibilités de contact entre les investisseurs et les entrepreneurs, ainsi que le montant global du financement disponible pour les petites entreprises. Plus le nombre de systèmes de liaison opérants est élevé dans un contexte d'investissement donné, plus le capital-risque sera accessible aux entrepreneurs. Les réseaux d'investisseurs providentiels et les consultants financiers associés à des réseaux d'investisseurs établis sont des exemples de systèmes de liaison.

Résumé d'analyses théoriques et empiriques récentes

4 MÉTHODOLOGIE

L'information qui a servi à cet examen est tirée principalement de sources en ligne; des documents imprimés ont aussi été utilisés.

À la première étape de l'examen, les chercheurs ont fait comme s'ils étaient des entrepreneurs étatsuniens à la recherche de financement par actions. Ils ont ainsi découvert de nombreuses sources d'information sur le financement par actions aux États-Unis.

À l'étape suivante, les chercheurs ont fait comme s'ils étaient des investisseurs en quête de débouchés. Ils ont ainsi repéré de nombreux programmes d'encouragement à l'investissement.

La troisième étape a supposé une approche plus pragmatique; elle consistait simplement à rechercher des sources d'information sur les diverses composantes du processus de financement par actions (décrit en détail plus loin dans ce rapport).

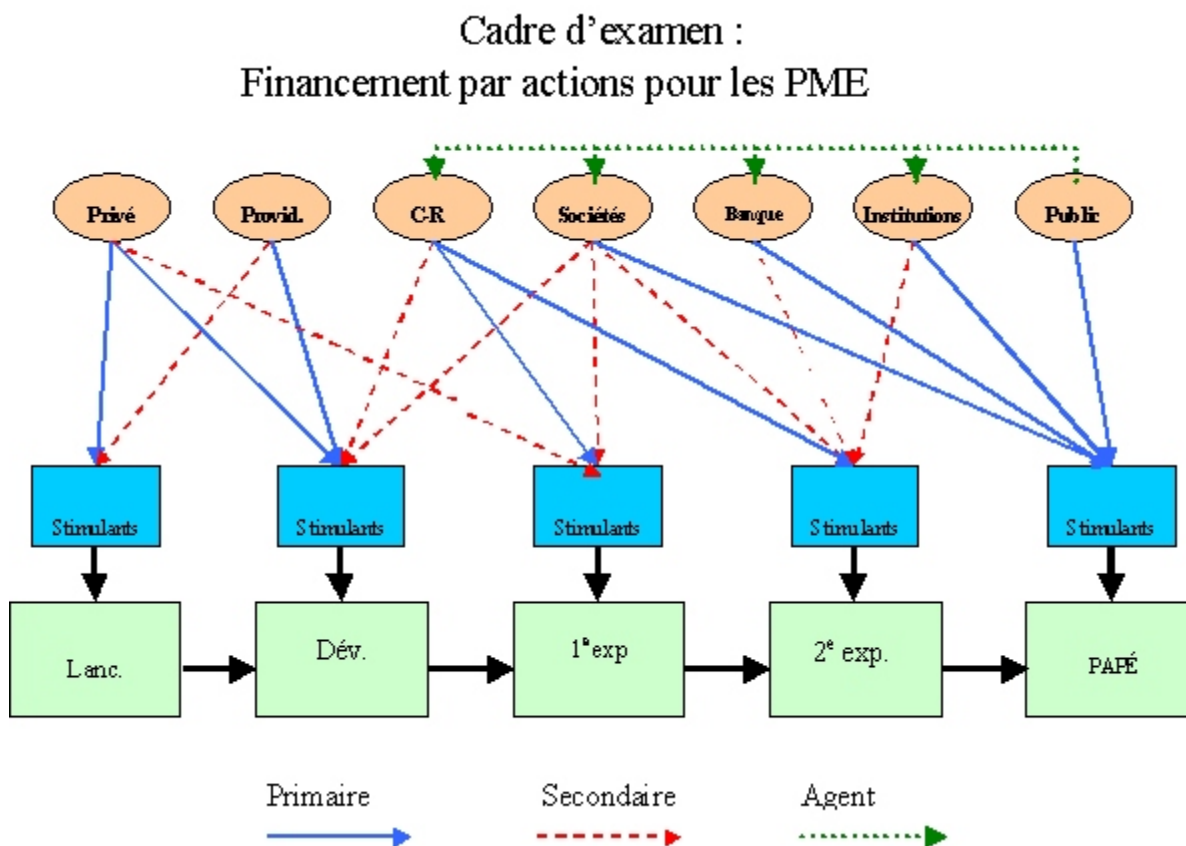
La dernière étape avait un aspect plus théorique et elle a consisté dans la recension d'analyses théoriques et empiriques récentes. Il y a eu aussi des discussions avec des représentants du milieu universitaire.

En définitive, nous avons pu dresser une liste complète des facteurs, des programmes, des parties et des processus qui facilitent le financement par actions des petites entreprises aux États-Unis.

5 CADRE D'EXAMEN

Les PME d'industries différentes n'ont pas la même « démarche de financement ». Par exemple, une société de biotechnologie suivra une démarche du type recherche-développement-essais cliniques-premier appel public à l'épargne (PAPÉ)/placement privé, tandis qu'une jeune entreprise manufacturière suivra un trajet du type recherche-développement-banc d'essai-usine pilote-production-mise à l'échelle-PAPÉ. Dans les deux cas, les options de financement sont plus facilement accessibles aux dernières étapes, lorsque les produits ou services sont sur le point de devenir une réalité commerciale ou lorsque des bénéfices sont observables.

Le modèle ci-dessous (Cadre d'examen), qui décrit la façon la plus courante pour une PME de rechercher du financement par capitaux propres, a été élaboré pour servir de cadre de référence pour ce rapport. Il permet de classer les différentes formes de financement par actions (agents de financement), ainsi que les différents facilitateurs, programmes, règlements et systèmes (stimulants et programmes de soutien) qui influent sur les décisions d'investissement aux diverses étapes du cycle de croissance des PME.



6.1 Stade 1 : Lancement

Toutes les entreprises naissent à la suite d'une idée. La transformation de cette idée en une vision globale d'une entreprise viable correspond à l'étape du lancement dans le développement de l'entreprise. Durant cette étape, on construit les prototypes, on évalue les débouchés commerciaux, des idées s'échangent entre les membres de la famille et des amis dignes de confiance, et l'entrepreneur décide s'il va consacrer le plus clair de son temps à développer la nouvelle entreprise.

À ce stade, le financement par capitaux propres vient principalement de l'entrepreneur, de la famille et des amis; c'est ce qu'on appelle les investisseurs privés de type I. Ce type de financement est souvent désigné comme l'« argent de l'affection », car il n'est pas tant motivé par le principe de l'entreprise en tant que tel que par la relation que l'investisseur entretient avec l'entrepreneur. Au stade du lancement, la majeure partie des dépenses sont consacrées au développement des prototypes et à la réalisation d'études de marché. Toutefois, nombreux sont les cas où les besoins de trésorerie dépassent largement les moyens de l'entrepreneur et de son entourage. Dans ce cas, l'entrepreneur pourra se tourner vers les investisseurs providentiels et les investisseurs privés de type II, qui comprennent les connaissances d'affaires, les amis des amis, etc. Tandis que les deux groupes d'investisseurs seront composés vraisemblablement d'individus bien nantis ou de propriétaires d'entreprise qui ont les moyens d'investir dans la nouvelle entreprise, les investisseurs providentiels se distinguent par le fait qu'ils recherchent activement des possibilités d'investissement en actions. De fait, compte tenu de la diffusion des technologies de l'information, les investisseurs providentiels ressemblent de plus en plus à des sociétés d'investissement en capital-risque. L'arrivée des fonctions d'évaluation en ligne, les réseaux d'investisseurs providentiels et la recherche proactive de projets d'investissement de qualité sont les trois grands facteurs qui distinguent les investisseurs providentiels des investisseurs privés de type II. Nous reviendrons sur ces différences dans la section 7. Quel que soit le type d'investisseur qu'il recherche, l'entrepreneur devra avoir en mains une forme quelconque de plan d'affaires, ainsi que des projections financières pour l'entreprise. Les investisseurs qui ne font pas partie du cercle de la famille et des amis voudront obtenir de l'information sur la taille du marché, les tendances, les détails de la technologie, le type de clientèle, etc. La plupart des investisseurs providentiels exigeront qu'on leur fournisse un plan d'affaires détaillé et un résumé. Outre le plan écrit, l'entrepreneur devra posséder d'excellentes aptitudes verbales pour pouvoir communiquer sa vision aux investisseurs potentiels.

6.2 Stade 2 : Démarrage

Une fois franchie l'étape de la recherche initiale, de la formulation des idées et de la construction des prototypes, on passe à l'étape du démarrage. Durant cette étape, la vision de l'entrepreneur va se transformer en une organisation fonctionnelle. L'entrepreneur devra trouver un local pour l'entreprise, embaucher du personnel (et probablement des gestionnaires), commander des marchandises, trouver des fournisseurs, élaborer un plan de commercialisation, et ainsi de suite.

Pour la plupart des entrepreneurs, il est encore difficile à ce stade d'obtenir du financement par actions. L'entreprise n'a pas encore une clientèle établie et ne réalise pas encore de bénéfices. C'est une période très risquée pour une nouvelle entreprise. Comme au stade du lancement, les entrepreneurs se tourneront vers les investisseurs providentiels et les investisseurs privés. Cependant, un autre groupe d'investisseurs potentiels, les investisseurs en capital-risque, peuvent maintenant être pris en considération. Il sera plus important que jamais d'avoir en mains un plan d'affaires bien détaillé. En outre, l'entrepreneur aura besoin probablement des services d'un avocat chevronné et d'un expert-comptable, surtout lorsque viendra le temps d'évaluer l'entreprise en vue d'obtenir du financement par actions.

6.3 Stade 3 : Première expansion

Selon le modèle présenté, la première expansion est provoquée par la croissance rapide de l'entreprise. L'entrepreneur a besoin d'un plus grand fonds de roulement et/ou de capitaux additionnels pour pouvoir gérer la croissance des ventes. On embauche du personnel supplémentaire, on étend le processus de production et on cible de nouveaux marchés à l'extérieur du cadre local. L'investissement moyen varie entre 3 et 5 millions de dollars. Si l'entrepreneur peut démontrer que son entreprise réalise des bénéfices et qu'elle a une clientèle établie, il aura beaucoup plus de chances d'obtenir du financement des investisseurs privés, des investisseurs providentiels ou des sociétés d'investissement en capital-risque.

6.4 Stade 4 : Deuxième expansion

La deuxième expansion a lieu normalement lorsque l'entreprise connaît une croissance extrêmement rapide tout en possédant une technologie éprouvée et en s'appuyant sur un marché potentiel en forte croissance. Bien que ce ne soit pas toujours le cas, l'entrepreneur peut envisager de transformer sa PME en une grande société commerciale. Il lui faut des capitaux additionnels pour développer de nouveaux produits ou pénétrer de nouveaux marchés étrangers. Là encore, il faudra agrandir les installations, hausser le budget de marketing et développer les autres aspects de l'entreprise pour pouvoir exploiter son potentiel de croissance. Le montant des investissements à ce stade varie entre 5 et 20 millions de dollars. Si l'entreprise présente une bonne feuille de route et que son avenir est prometteur, les possibilités de financement par actions seront plus variées. L'entrepreneur pourra même se tourner vers les établissements bancaires et les sociétés d'investissement.

6.5 Stade 5 : Premier appel public à l'épargne

Une PME prospère (quoiqu'elle pourrait ne plus être une PME) peut financer son développement en faisant un premier appel public à l'épargne. Cependant, beaucoup d'entreprises choisissent de ne jamais parvenir à ce stade; en effet, les multiples règlements et procédures auxquels doivent se conformer les entreprises qui s'introduisent en bourse ont de quoi rebuter nombre d'entrepreneurs. Même si les propriétaires de l'entreprise auront l'occasion de liquider une partie de leurs avoirs sur les marchés secondaires, ils devront aussi être prêts à céder à des tiers une partie du contrôle qu'ils exercent sur l'entreprise. Ils devront fournir aux actionnaires des rapports périodiques sur les

activités de l'entreprise, ce qui pourrait être perçu comme une brèche dans le principe de la confidentialité des renseignements d'une entreprise, souvent reconnu comme un avantage concurrentiel. De plus, ils devront signaler à une commission des valeurs mobilières d'autres activités telles que la vente d'actions par les dirigeants. Le montant des investissements à ce stade varie de 5 millions à plus de 100 millions de dollars.

Aux États-Unis, il existe d'autres moyens que l'appel public à l'épargne pour mobiliser des capitaux auprès du public. En effet, les petites entreprises peuvent mettre en vente des titres enregistrés par l'État. C'est ce qu'on appelle les émissions directes d'actions (direct public offering – DPO). Nous traiterons plus en détail les DPO ailleurs dans ce rapport.

Acquisition

Il arrive souvent que des PME prospères appartenant aux industries à forte croissance soient acquises par de grandes organisations. Dans ce cas, l'entreprise recevra du capital de croissance et cessera généralement d'être une PME, tandis que l'entrepreneur verra dans cette formule une stratégie de sortie.

7.1 Investisseurs privés

De type I

Le premier type d'investissement privé vient de la famille et des amis et est souvent désigné comme l'« argent de l'affection ». La décision d'investir n'est pas tant motivée par la technologie ou le principe même de l'entreprise que par la relation qui existe déjà entre l'investisseur et l'entrepreneur. Il faut supposer que pour fournir du financement, l'investisseur de type I doit tout d'abord avoir les moyens financiers voulus. En outre, le motif premier de l'investissement n'a généralement pas rapport aux stimulants fiscaux. Le plus souvent, l'investisseur souhaite tout simplement la réussite de l'entrepreneur, tandis que la possibilité de rendements élevés est une préoccupation secondaire.

De type II

Les investisseurs privés de type I et de type II se distinguent principalement de deux façons. Premièrement, les investisseurs de type II n'ont généralement pas de rapports personnels étroits avec l'entrepreneur. Celui-ci est ordinairement mis en contact avec ceux-là à la faveur de transactions commerciales ou d'activités de maillage, ou encore l'investisseur privé peut avoir un intérêt pour le secteur des PME. Deuxièmement, les investisseurs de type II sont plus rigoureux dans leur examen des débouchés et leurs attentes de rendement seront beaucoup plus grandes. Ils exigeront pour la plupart des documents officiels et des rapports périodiques. Par ailleurs, on confond souvent les investisseurs privés de type II et les investisseurs providentiels. Bien qu'il y ait effectivement des points de similitude entre les deux catégories d'investisseurs – ce sont tous des gens bien nantis – la principale différence est que les investisseurs de type II ne cherchent pas de façon proactive à investir dans les petites entreprises; cependant, les entrepreneurs les courtisent à cause de leur capacité financière ou de la crédibilité dont ils jouissent dans l'industrie. De plus, les investisseurs providentiels se distinguent aussi des investisseurs de type II par leur orientation plus marquée vers les technologies de l'information. Étant donné le recours aux services d'évaluation et d'appariement en ligne dans la plupart des réseaux d'investisseurs providentiels, ceux-ci fonctionnent maintenant plus comme des sociétés d'investissement en capital-risque. Ils peuvent choisir parmi un plus grand nombre de possibilités d'investissement et ils ont officialisé en bonne partie le processus de sélection en exigeant des entrepreneurs de présenter leur demande et leur plan d'affaires par voie électronique⁵.

7.2 Investisseurs providentiels

Comme nous l'avons déjà mentionné, les investisseurs providentiels sont des particuliers ou des petits groupes de professionnels ou de gens d'affaires qui sont particulièrement intéressés à investir dans de nouvelles entreprises et à leur offrir de l'assistance. Ils axent le plus souvent leurs efforts sur les entreprises locales. Ces investisseurs sont plus impersonnels que l'investisseur privé de type I et ils apportent plus de valeur que l'investisseur privé de type II. Les investisseurs providentiels agissent souvent comme conseiller auprès de l'entrepreneur et ils le

mettent en contact avec des organisations telles que les établissements bancaires, les fournisseurs, les associations industrielles et d'autres encore. La crédibilité qu'un investisseur providentiel réputé peut apporter à une petite entreprise en difficulté procure souvent un avantage concurrentiel à celle-ci à l'étape cruciale du démarrage. L'investisseur providentiel cherchera souvent des possibilités de placement à rendement élevé, où il pourra compter sur une stratégie de sortie. Comme l'investisseur en capital-risque, il posera souvent des conditions pour l'investissement (p. ex., réalisation d'objectifs ou d'étapes). Voici les meilleurs ingrédients pour s'assurer la participation financière des investisseurs providentiels : un plan d'affaires bien élaboré, une direction exceptionnelle, une idée commerciale offrant les meilleures perspectives de croissance et une stratégie de sortie pour l'investisseur.

On retrouve plus souvent les trois types d'investisseurs privés (type I, type II et providentiels) aux États-Unis, parce qu'il existe dans ce pays une culture d'entreprise qui vante l'entrepreneuriat, et divers programmes d'encouragement subventionnés par l'État. Néanmoins, ces investisseurs sont aussi présents au Canada. Les investisseurs privés de type I et de type II ont toujours été des acteurs de premier plan sur la scène canadienne en ce qui concerne le financement par actions des PME. En outre, de petits réseaux d'investisseurs providentiels ont commencé à se former dans certaines régions du pays, ce qui contribue à accroître la présence de ce type d'investisseurs au Canada. Notons qu'il n'existe pas encore une masse critique de réseaux d'investisseurs providentiels au Canada, ce qui rend plus difficile la tâche des entrepreneurs qui sont à la recherche de ce type d'investisseurs.

7.3 Capital de risque

Les sociétés d'investissement en capital-risque (SICR) se servent des fonds provenant des investisseurs privés ou institutionnels pour investir dans des entreprises qui offrent des perspectives de forte croissance. Les SICR font généralement des placements pour une période de trois à sept ans et elles s'attendent à des taux de rendement annuel avant impôt de 20 à 40 %. Contrairement aux investisseurs providentiels, les SICR investissent surtout dans des entreprises établies, avec l'intention de les mener jusqu'à l'étape du premier appel public à l'épargne ou de l'acquisition, les stratégies de sortie par excellence. Toutefois, certaines SICR investiront dans des entreprises en démarrage qui représentent des cas particuliers, par exemple une entreprise possédant une technologie brevetée et s'appuyant sur un marché à forte croissance, ou une entreprise dirigée par une équipe très expérimentée qui décide de voler de ses propres ailes. Il est très rare que les SICR investissent dans une entreprise qui est au stade du lancement.

Les SICR recherchent les possibilités d'investissement plus activement que les autres types d'investisseurs et elles se spécialisent souvent dans un segment ou une branche d'activité. Ces dernières années, le capital-risque est allé surtout vers les entreprises de haute technologie. Au deuxième trimestre de 1999, 60 % de tout l'investissement en capital-risque aux États-Unis s'est réparti entre deux secteurs de haute technologie : les communications et les logiciels, la part du lion allant aux entreprises qui ont rapport à Internet. Les autres secteurs qui ont reçu du capital de risque sont la vente au détail (13 %), le secteur bio-médical (10 %), les services aux entreprises

(9 %), les semi-conducteurs (4 %), les ordinateurs/périphériques (3 %), et les autres (1 %). Au deuxième trimestre de 1999, les SICR ont investi 7,6 milliards de dollars, dont près de 40 % dans le secteur de la haute technologie de Silicon Valley⁶. Comme elles ont un niveau de dépenses élevé, les SICR doivent normalement investir un montant qui respecte un certain minimum afin de justifier leurs frais de contrôle préalable. En raison de la structure formelle de l'opération de capital de risque et du caractère plus rigoureux du processus d'évaluation, les entrepreneurs sont tenus de soumettre à l'attention de l'investisseur une documentation et un plan d'affaires complets. En outre, l'investisseur apportera une attention particulière aux entreprises qui ont une clientèle établie et qui dégagent des bénéfices depuis un certain nombre d'années.

Le coût du financement à risque est habituellement très élevé. Il arrive souvent que l'entrepreneur doive sacrifier de 30 à 50 % de la propriété de son entreprise pour obtenir du financement à risque. Bien que la SICR ne participera pas normalement à la gestion quotidienne de l'entreprise, elle désignera un représentant au conseil d'administration de la nouvelle société.

L'investissement en tant que tel peut prendre diverses formes. En premier lieu, il consiste en une simple participation au capital, mais il peut aussi prendre la forme d'une dette convertible ou d'une dette garantie. Comme l'investisseur providentiel, la SICR – si elle est bien choisie – procurera une valeur additionnelle à l'entreprise grâce à ses services-conseils et à ses activités de maillage.

7.4 Banques

Les institutions bancaires aux États-Unis offrent divers modes de financement par capitaux propres; toutefois, la prise de participation dans des entreprises qui sont au stade du lancement ou du démarrage est rarissime. À ces étapes, les banques vont plutôt offrir des services-conseils payants afin de trouver des investisseurs potentiels. Une fois que l'entreprise est devenue florissante et qu'elle est jugée prête à faire un premier appel public à l'épargne, les banques interviennent plus activement dans le financement par actions.

7.5 Sociétés d'investissement

Les sociétés d'investissement sont de grandes entreprises établies qui ont une expérience confirmée. Elles financeront surtout des partenaires prospères, des clients ou des fournisseurs, si le rapport risque-rendement correspond aux normes qu'elles auront établies. En ce qui concerne les entreprises au risque plus élevé, p. ex. les jeunes entreprises, de nombreuses sociétés ont mis sur pied des incubateurs. Grâce à des programmes de ce genre, de nouvelles entreprises naissent souvent des innovations qui sont faites au sein de l'entreprise existante (sous l'effet de l'intrapreneurship).

7.6 Investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels, p. ex. les organismes de placement collectif et les caisses de retraite, financent principalement les PME en fournissant des fonds aux sociétés d'investissement en capital-risque. Les jeunes entreprises et les entreprises au stade du lancement sont rarement financées directement par les investisseurs institutionnels; toutefois, certains d'entre eux ont constitué des fonds importants dans le but d'investir dans les petites entreprises. Ces fonds sont constitués pour la plupart comme les sociétés d'investissement en capital-risque.

7.7 Le public

Le public est la plus grosse source potentielle de capitaux pour la petite entreprise. À cause de la réglementation régissant les bourses des valeurs, le public est le plus souvent contraint à investir dans les sociétés cotées en bourse enregistrées auprès de la Securities Exchange Commission (SEC) des États-Unis. L'investissement se réalise durant l'appel public à l'épargne. Toutefois, le public investit aussi indirectement dans les PME par l'intermédiaire des organismes de placement collectif et des caisses de retraite. Aux États-Unis, la Securities Act renferme des dispositions d'exception qui permettent aux petites entreprises de faire un appel public à l'épargne sans devoir s'inscrire de manière formelle auprès de la SEC. Des restrictions s'appliquent au montant total de l'investissement et, parfois, au type d'investisseur admissible.

8 STIMULANTS À L'INVESTISSEMENT

On appelle stimulants à l'investissement les nombreux facteurs qui influent sur la décision d'investir. Ces stimulants comprennent des éléments tels qu'un plan d'affaires bien rédigé, des incitatifs fiscaux et une saine gestion; il existe toutefois un certain nombre d'autres facteurs qui ne sont pas aussi facilement identifiables, mais qui ont une incidence profonde sur l'investissement individuel dans de nouvelles entreprises aussi bien que sur l'investissement global pour chaque catégorie d'agents de financement comme pour l'ensemble de ces catégories. Les tableaux qui suivent décrivent les stimulants les plus courants pour chacun des agents de financement décrits plus haut. Ils définissent aussi les mécanismes de soutien additionnels qui sont nécessaires pour que les stimulants fassent prospérer une industrie donnée et ils indiquent à quel stade de développement de l'entreprise l'agent sera le plus enclin à investir.

Investisseur privé, Type I		
Stimulant	Systèmes d'appui	Stade de développement
Relations avec l'entrepreneur	Sans objet	· Lancement · Démarrage

Investisseur privé, Type II		
Stimulant	Systèmes d'appui	Stade de développement
Plan d'affaires	Programmes locaux de soutien aux entrepreneurs Conseils en administration Avocats spécialisés Experts-comptables	· Lancement · Démarrage · Première expansion
Relations avec l'entrepreneur	Sans objet	
Connaissance du processus d'investissement	Programmes de sensibilisation à l'investissement Ressources Internet	
Connaissance de l'industrie	Intérêt des médias pour l'industrie Expériences personnelles	
Saine gestion ou conditions favorables à une saine gestion	Bassin de gestionnaires compétents : · Écoles de gestion · Groupe d'entreprises liées	
Bonnes références	Sans objet	
Incitatifs fiscaux	Politique fiscale de l'État	

Investisseurs providentiels		
Stimulant	Systèmes d'appui	Stade de développement
Plan d'affaires	Programmes locaux de soutien aux entrepreneurs Conseils en administration Avocats spécialisés Experts-comptables	<ul style="list-style-type: none"> · Lancement · Démarrage · Première expansion
Connaissance du processus d'investissement	Programmes de sensibilisation à l'investissement Ressources Internet	
Connaissance de l'industrie	Intérêt des médias pour l'industrie Expériences personnelles	
Saine gestion ou conditions favorables à une saine gestion	Bassin de gestionnaires compétents : <ul style="list-style-type: none"> · Écoles de gestion · Groupe d'entreprises liées 	
Bonnes références	Réseaux d'investisseurs providentiels	
Incitatifs fiscaux	Politique fiscale de l'État	

Sociétés d'investissement en capital-risque		
Stimulant	Systèmes d'appui	Stade de développement
Plan d'affaires	Programmes locaux de soutien aux entrepreneurs Conseils en administration Avocats spécialisés Experts-comptables	<ul style="list-style-type: none"> · Démarrage · Première expansion · Deuxième expansion
Technique brevetée	Spécialistes de la propriété intellectuelle	
Secteur à forte croissance	Sans objet	
Saine gestion ou conditions favorables à une saine gestion	Bassin de gestionnaires compétents : <ul style="list-style-type: none"> · Écoles de gestion · Groupe d'entreprises liées 	
Incitatifs fiscaux	Politique fiscale de l'État	
Bonnes références	Autres sociétés d'investissement en capital-risque	

Sociétés d'investissement		
Stimulant	Systèmes d'appui	Stade de développement
Plan d'affaires	Programmes locaux de soutien aux entrepreneurs Conseils en administration Avocats spécialisés Experts-comptables	<ul style="list-style-type: none"> · Démarrage · Première expansion · Deuxième expansion
Technique brevetée	Spécialistes de la propriété intellectuelle	
Secteur à forte croissance	Sans objet	
Saine gestion ou conditions favorables à une saine gestion	Bassin de gestionnaires compétents : <ul style="list-style-type: none"> · Écoles de gestion · Groupe d'entreprises liées 	
Relations avec l'entrepreneur	Sans objet	

Incitatifs fiscaux		Politique fiscale de l'État
Banques		
Stimulant	Systèmes d'appui	Stade de développement
Plan d'affaires	Programmes locaux de soutien aux entrepreneurs Conseils en administration Avocats spécialisés Experts-comptables	<ul style="list-style-type: none"> · Deuxième expansion · Premier appel public à l'épargne
Bons résultats antérieurs	Sans objet	
Technique brevetée	Spécialistes de la propriété intellectuelle	
Secteur à forte croissance	Sans objet	
Saine gestion ou conditions favorables à une saine gestion	Bassin de gestionnaires compétents : <ul style="list-style-type: none"> · Écoles de gestion · Groupe d'entreprises liées 	
Relations avec l'entrepreneur	Sans objet	
Incitatifs fiscaux	Politique fiscale de l'État	

Investisseurs institutionnels		
Stimulant	Systèmes d'appui	Stade de développement
Plan d'affaires	Programmes locaux de soutien aux entrepreneurs Conseils en administration Avocats spécialisés Experts-comptables	<ul style="list-style-type: none"> · Deuxième expansion · Premier appel public à l'épargne
Bons résultats antérieurs	Sans objet	
Technique brevetée	Spécialistes de la propriété intellectuelle	
Secteur à forte croissance	Sans objet	
Saine gestion ou conditions favorables à une saine gestion	Bassin de gestionnaires compétents : <ul style="list-style-type: none"> · Écoles de gestion · Groupe d'entreprises liées 	
Domaine de spécialisation	Sans objet	
Incitatifs fiscaux	Politique fiscale de l'État	

Le public		
Stimulant	Systèmes d'appui	Stade de développement
<ul style="list-style-type: none"> · Plan d'affaires, prospectus · Rapports annuels 	Programmes locaux de soutien aux entrepreneurs Conseils en administration Avocats spécialisés Experts-comptables	<ul style="list-style-type: none"> · Premier appel public à l'épargne
Bons résultats antérieurs	Sans objet	
Recommandation d'un analyste	Bonnes relations avec l'investisseur	
Intérêt positif de la part des médias	Bonne relations publiques	
Incitatifs fiscaux	Politique fiscale de l'État	

Les stimulants consistent dans des initiatives et des programmes particuliers qui favorisent la décision d'investissement et qui influent sur les sommes disponibles pour l'investissement en actions. Tandis que la section précédente a traité d'une manière générale les stimulants qui favorisent la décision d'investissement chez les individus, cette section décrit sommairement les programmes fédéraux qui encouragent directement les investisseurs à accroître le montant^{*S} qu'ils sont prêts à investir dans les petites entreprises.

9.1 Initiatives de l'État

Le gouvernement des États-Unis a mis en oeuvre un certain nombre d'initiatives pour favoriser le développement des petites entreprises. À ces programmes fédéraux s'ajoutent des programmes et des règlements qui émanent des États et que l'on appelle les Blue Sky laws. On compte aussi un large éventail de programmes mis en oeuvre par les autorités des counties ou les autorités municipales; toutefois, nous n'examinerons ici que les lois du niveau fédéral et quelques règlements des États. Les programmes émanant des États et des municipalités sont pour la plupart un prolongement ou un complément des programmes fédéraux.

9.1.1 Small Business Investment Corporation Program⁷

En 1958, le gouvernement fédéral des États-Unis a créé un programme en vertu duquel des fonds publics étaient canalisés vers des sociétés d'investissement en capital-risque du secteur privé appelées Small Business Investment Corporations (SBIC). Au cours des 40 dernières années, les SBIC ont investi 20 milliards de dollars dans les petites entreprises. Parmi les exemples les plus frappants notons Intel, America Online, Staples, Apple Computer, Federal Express, Sun Microsystems et Callaway Golf⁸. La SBIC utilise à la fois des fonds provenant du secteur privé et des fonds empruntés aux autorités fédérales. Elle fournit du capital de risque, des prêts à long terme et des conseils en gestion aux petites entreprises admissibles. Les prêts et les titres à échéance de moins de cinq ans sont rares, tandis que les frais, les taux d'intérêt et les taux de rendement sont régis par la Small Business Administration.

Une SBIC peut mobiliser des sommes équivalant à 300 % de son capital privé. En outre, si au moins 50 % des « fonds disponibles pour investissement » sont consacrés à l'investissement de capital-risque, la SBIC peut mobiliser des sommes additionnelles équivalant à 400 % de son capital privé, jusqu'à concurrence de 90 millions de dollars. La plupart des SBIC doivent posséder un capital privé de 5 millions de dollars; le minimum requis sera de 10 millions si la SBIC a l'intention de constituer son capital de base au moyen de titres. Les SBIC émettent

^S Tous les montants indiqués dans ce rapport sont exprimés en dollars américains, à moins d'indication contraire.

parfois des obligations qui sont garanties par la SBA. Ces obligations sont vendues par lots aux investisseurs au moyen d'un appel public à l'épargne. Les acquéreurs reçoivent un certificat de participation garanti par la SBA, lequel certificat représente une participation indivise au lot⁹.

Les SBIC ont essentiellement la même fonction que la société d'investissement en capital-risque : elles fournissent du financement aux entreprises en expansion. Cependant, on peut lire dans la documentation de la SBA que les SBIC investissent rarement dans les jeunes entreprises afin de limiter les risques. Les SBIC doivent produire des rapports financiers annuels et elles peuvent faire l'objet d'évaluations sur place menées par la SBA. Celle-ci régit également le processus d'autorisation des investissements et la procédure opérationnelle. Par exemple, les SBIC ne sont pas autorisées à exercer en permanence une influence dominante sur une entreprise. À l'heure actuelle, on dénombre environ 330 SBIC en activité aux États-Unis¹⁰.

Le Small Business Investment Corporation Program contribue de deux façons à l'augmentation de l'offre du financement par capitaux propres. Premièrement, il incite plus de gens à constituer des fonds de capital-risque. Par exemple, un investisseur qui dispose de 10 millions de dollars pourra recevoir une somme additionnelle de 30 millions de la SBA. Mais ce n'est pas tout. Depuis 1994, de nombreuses SBIC ne sont pas tenues de verser de l'intérêt à la SBA dans les premières années d'exploitation. Lorsque la SBIC commence à réaliser des profits, elle peut verser jusqu'à 10 % de cette somme à la SBA en guise et lieu d'intérêt. Ainsi, les SBIC nouvellement créées n'ont pas à supporter des paiements d'intérêt élevés pendant qu'elles investissent dans des projets à long terme. Ce règlement assez récent a provoqué une mini-vague d'expansion dans le monde des SBIC ces dernières années¹¹.

Deuxièmement, les investisseurs – qu'il s'agisse de particuliers ou de sociétés de catégorie C – qui achètent des actions d'une SBIC peuvent profiter d'allègements fiscaux et de roulements (pour plus de détails, voir la sous-section suivante).

Les Specialized Small Business Investment Companies (SSBIC) fonctionnent comme les SBIC, à la différence qu'elles ont droit à une aide financière accrue de l'État en orientant leurs activités vers les nouvelles entreprises qui appartiennent à des membres des minorités visibles ou à des personnes « économiquement défavorisées »¹².

Les SBIC ont investi 1,85 milliard de dollars environ dans les petites entreprises en 1996; c'est 630 millions de plus qu'en 1995. La différence s'explique par la mise sur pied de nouveaux programmes visant à favoriser la création de plus grosses SBIC. Quant aux SSBIC, leurs investissements se sont élevés à 117 millions de dollars en 1996¹³.

Pour plus d'information : <http://www.sba.gov/INV/overview.html>

9.2 Stimulants fiscaux

Si les SBIC incitent les investisseurs à accroître les sommes qu'ils destinent à l'investissement en actions dans les petites entreprises, les stimulants fiscaux d'ordre général influent sur la décision d'investissement des particuliers et accroissent les sommes disponibles en réduisant le fardeau fiscal des investisseurs qui choisissent d'investir dans les petites entreprises. Les politiques et les exemptions fiscales décrites ci-dessous encouragent les investisseurs – individuels ou constitués en société – à investir ou à réinvestir dans les petites entreprises.

9.2.1 Gains sur actions admissibles de petite entreprise¹⁴

Une action admissible de petite entreprise est une action qui respecte tous les critères suivants :

- Ce doit être une action d'une société de catégorie C* durant la période de détention du titre.
- Elle doit avoir été émise après le 10 août 1993.
- La société doit être une **petite entreprise admissible****.
- L'action n'a jamais changé de mains depuis son émission.
- La société doit répondre au **critère de l'entreprise active*****.
- Durant la période débutant 2 ans avant la date d'émission de l'action et se terminant 2 ans après cette date, la société ne pourra avoir racheté au vendeur qu'un nombre minime de ses actions.
- Durant la période débutant 1 an avant la date d'émission de l'action et se terminant 1 an après cette date, la société ne pourra avoir racheté à quiconque qu'un nombre minime de ses actions, à moins que la valeur totale des actions rachetées équivaille à 5 % ou moins de la valeur totale du capital-actions.

* La société de catégorie C est la plus répandue aux États-Unis. Une fois constituée, elle devient une entité en soi et ses actionnaires ordinaires ne sont pas responsables de ses actes.

** Une petite entreprise admissible est une société de catégorie C dont l'actif brut total n'a jamais excédé 50 millions de dollars depuis le 9 août 1993, et jusqu'au moment de l'émission des actions. L'actif brut total ne doit pas non plus excéder 50 millions de dollars immédiatement après l'émission des actions.

*** Le critère de l'entreprise active vise à démontrer que la société consacre au moins 80 % de son actif à l'exercice d'au moins une activité commerciale, à savoir :

- Prestation de services de santé, de services juridiques, génie, architecture, comptabilité, actuariat, arts d'interprétation, conseils, sport, services financiers ou services de courtage;
- Le principal actif de la société est la réputation ou la compétence d'un ou de plusieurs de ses employés;
- Services bancaires, assurances, financement, crédit-bail, investissement ou activités assimilées;

- Activité agricole (y compris la sylviculture);
- Toute activité consistant dans la production ou l'extraction de produits pour laquelle on peut réclamer une déduction pour épuisement;
- Services d'hébergement et de restauration ou activités assimilées.

Sont admissibles toutes les sociétés sauf :

- les sociétés nationales de vente à l'étranger (Domestic International Sales Corporation – DISC) ou les anciennes DISC;
- les sociétés, ou les filiales de celles-ci, qui ont fait un choix en vertu de l'article 936 du Internal Revenue Code relativement au crédit d'impôt pour Porto Rico et les possessions;
- les sociétés d'investissement réglementées;
- les sociétés de placement immobilier (REIT);
- les sociétés relais de placements immobiliers hypothécaires (REMIC);
- les sociétés de placement spécialisées dans la titrisation des actifs financiers (FASIT);
- les coopératives.

Nota : Toutes les SSBIC (Specialized Small Business Investment Companies) sont réputées répondre au critère de l'entreprise active.

Roulements ou transferts libres d'impôt

Les détenteurs (à l'exclusion des sociétés de catégorie C) d'actions admissibles de petite entreprise peuvent transférer des gains en franchise d'impôt ou exclure de leur revenu une partie des gains aux conditions suivantes :

- Les actions ont été émises par une petite entreprise admissible après le 10 août 1993;
- Les actions doivent avoir été détenues pendant plus de 6 mois avant que leur propriétaire ne transfère son investissement dans d'autres titres admissibles de petite entreprise;
- Les actions de remplacement doivent être achetées dans les 60 jours qui suivent la date de la vente;
- Les actions de remplacement sont des actions admissibles de petite entreprise;
- Les actions de remplacement doivent continuer de répondre au critère de l'entreprise active pour les petites entreprises pendant au moins 6 mois suivant la date d'achat.

Exemple d'un roulement : Si un investisseur réalise un gain de 10 000 dollars sur des actions admissibles d'une petite entreprise, il peut être exempté de l'impôt sur les gains en capital en investissant dans une autre petite entreprise admissible dans un délai de 60 jours. Ce n'est qu'au moment où il liquidera ses actions que l'investisseur devra déclarer un gain en capital. Par exemple, si l'investisseur décidait de vendre les actions qu'il détient dans la seconde entreprise et s'il réalisait par le fait même un autre gain en capital, de 30 000 dollars cette fois-ci, il devrait déclarer des gains en capital de 40 000 dollars. Il s'agit en fait de reporter les gains le plus loin possible, parce que la valeur de ces gains diminue avec le temps. Ainsi, la valeur actuelle de l'impôt payé est moindre. Autrement dit, l'intérêt de cette disposition fiscale pour l'investisseur est qu'il peut transférer des gains en franchise d'impôt d'un projet d'investissement à un autre.

Exclusion des gains

Depuis 1998, les personnes qui se départissent d'actions admissibles de petite entreprise peuvent exclure de leur revenu imposable la moitié du gain réalisé sur la vente ou l'échange d'actions qu'elles détiennent depuis plus de 5 ans. Tandis que cette disposition fiscale ne vaut pas pour les sociétés de catégorie C, des règles spéciales s'appliquent lorsque c'est une société de personnes, une société de catégorie S, une société d'investissement réglementée ou un fonds collectif qui détient les actions.

L'exclusion des gains du produit de la vente d'actions est limitée au plus élevé des deux montants suivants :

- Dix fois le montant total des actions admissibles vendues ou échangées durant l'année;
- 10 millions de dollars (5 millions si le vendeur est marié et produit une déclaration pour lui seul) moins le montant du gain exclu du produit de la vente d'actions de la même société émettrice dans les années antérieures.

Par exemple, un investisseur vend les actions qu'il détient dans une petite entreprise admissible depuis plus de 5 ans et il réalise un gain de 20 000 dollars. Il ne sera imposé que sur un montant de 10 000 dollars.

9.2.2 Roulement des gains en capital sur les titres cotés¹⁵

Le roulement des gains en capital sur les titres cotés est une disposition fiscale visant à différer en tout ou en partie le gain réalisé sur la vente de titres. Pour pouvoir se prévaloir de cette disposition, le vendeur doit respecter les conditions suivantes :

- Avoir vendu à profit des titres cotés (sur un marché boursier établi);
- Avoir acheté des titres de remplacement dans les 60 jours suivant la date de la vente;
- Les titres de remplacement doivent être des actions ordinaires ou consister dans une participation dans une **SSBIC (specialized small business investment company)**.

Le montant du gain différé est égal au gain réalisé sur la vente des titres moins le montant de l'investissement dans la SSBIC. Si le montant réinvesti est égal ou supérieur au gain en capital, le montant du gain au complet doit être transféré en franchise d'impôt. Le montant annuel des gains différés ne doit pas excéder le plus petit des deux montants suivants :

- 50 000 dollars (25 000 si le vendeur est marié et produit une déclaration pour lui seul);
- 500 000 dollars (250 000 si le vendeur est marié et produit une déclaration pour lui seul), moins le montant des gains différés pour les années antérieures.

9.2.3 Tax Payer Relief Act de 1997

Avant 1997, le taux d'imposition maximum des gains en capital nets pour les particuliers était de **28 %**. La Tax Payer Relief Act de 1997 a abaissé ce taux à **20 %** et elle a institué un nouveau taux de **10 %** pour des cas particuliers.

La mise en oeuvre de ces stimulants fiscaux et des autres programmes connexes s'est traduite par une hausse régulière du nombre de petites entreprises aux États-Unis. En 1997, 842 000 nouvelles petites entreprises – un niveau sans précédent – ont ouvert leurs portes et le nombre de nouvelles sociétés de capitaux a atteint un sommet pour la troisième année consécutive¹⁶. Des données empiriques seront examinées en détail dans la section 12.

10 SYSTÈMES D'APPUI PRÉSENTS AUX ÉTATS-UNIS

Les systèmes d'appui consistent dans les initiatives ou les programmes qui permettent aux entrepreneurs de profiter des stimulants qui leur ouvrent la voie à du financement par actions ou de créer de nouveaux stimulants. Ces mécanismes de soutien assurent une formation indispensable en planification d'entreprise, en consultation financière et dans d'autres domaines clés de la gestion.

10.1 Initiatives de l'État

10.1.1 Small Business Development Centers (SBDC)

Les SBDC sont le fruit de la collaboration entre la SBA, le milieu universitaire, le secteur privé, ainsi que les administrations des États et les administrations municipales. Les SBDC sont financés et administrés par la SBA. Ils fournissent des conseils en gestion et de l'assistance technique aux petites entreprises et aux entrepreneurs. Il existe aussi les Women's Business Centres (WBC) et les Tribal Business Information Centres (TBIC).

Renseignements additionnels : <http://www.sba.gov/SBDC/index.html>

10.1.2 Business Information Centers (BIC)

Les BIC sont soutenus par les bureaux locaux de la SBA et ils offrent un guichet unique pour les services de consultation et un accès centralisé à des ordinateurs et à des logiciels. La plupart de ces centres possèdent des bibliothèques de référence pour la petite entreprise, qui aident les entrepreneurs dans un certain nombre de domaines, par exemple élaboration de plans d'entreprise et de stratégies de commercialisation, recherche de débouchés extérieurs, etc.¹⁷ Les BIC qui sont situés dans les régions économiquement défavorisées sont appelés des One Stop Capital Shops (OSCS) et ils sont le résultat d'une entente de partenariat entre la SBA et la collectivité locale.

Renseignements additionnels : <http://www.sba.gov/BI/bics/>

10.1.3 Service Corps of Retired Executives (SCORE)

Créé en 1964, le SCORE est une association sans but lucratif regroupant plus de 12 000 conseillers en affaires bénévoles. En 1998, on dénombrait 389 chapitres SCORE aux États-Unis. Les membres de cette association offrent gratuitement des services-conseils aux entrepreneurs. Jusqu'à maintenant, environ 4 millions d'entrepreneurs ont bénéficié de ces services.

Renseignements additionnels : <http://www.score.org/>

10.1.4 Centres de développement de l'entreprise des États et des municipalités

En plus des SBDC administrés par la SBA, il existe un certain nombre de centres de développement de l'entreprise qui sont des initiatives des gouvernements des États ou des gouvernements municipaux. Ces centres ont pour fonction principale de fournir des services de planification d'entreprise et d'autres services de consultation aux propriétaires de petites entreprises. Bien que les États et les municipalités mettent d'excellentes ressources à la disposition des entrepreneurs, la plupart de ces programmes sont un complément des programmes de la SBA. Par conséquent, un examen approfondi des initiatives des États et des municipalités n'ajouterait rien de significatif à l'information déjà contenue dans ce rapport.

10.1.5 Centres de commercialisation des technologies (Technology Commercialization Centres -- TCC)

Les PME peuvent recourir aux services de nombreux centres de commercialisation des technologies aux États-Unis afin d'améliorer leurs technologies. En mettant au point des prototypes en collaboration avec des incubateurs de technologie de bonne réputation, les entrepreneurs pourront attirer plus facilement les investisseurs. Outre les nombreux TCC universitaires, mentionnons notamment le Austin Technology Incubator, établi au IC2 Institute, ainsi que les centres régionaux de transfert de technologie commandités par la NASA. Ces organisations essaient d'accélérer le transfert et la commercialisation des technologies pour favoriser le développement économique par la croissance des PME.

10.1.6 Ressources en ligne

Un certain nombre d'organismes publics possèdent de l'information détaillée sur le démarrage et la gestion efficace d'une petite entreprise. Même s'il existe d'excellents sites Web du côté des États, le site de la Small Business Administration des États-Unis est ce qu'il y a de plus complet pour les propriétaires de petite entreprise. Ce site renferme de nombreux documents et des tutoriels en ligne portant sur les principaux problèmes de gestion auxquels sont confrontés les entrepreneurs. Une section entière est consacrée au financement.

10.2 Initiatives du secteur privé

Les initiatives du secteur privé comprennent les services des conseillers en gestion, des conseillers juridiques et des experts-comptables. Bien qu'il s'agisse pour la plupart de services rémunérés, on peut trouver de nombreuses ressources gratuites dans les bibliothèques municipales et sur Internet (exemples de ressources en ligne : http://www.quicken.com/small_business, <http://smallbusiness.yahoo.com>, <http://edge.lowe.org/>). Ces initiatives du secteur privé offrent d'excellentes ressources pour les entrepreneurs, mais il faut se rappeler qu'elles ne sont pas aussi importantes que des sources telles que le site Web de la SBA. Dans la plupart des cas, les sources offertes par le secteur privé reprennent des éléments du site de la SBA ou renvoient directement à ce site par un hyperlien.

Les systèmes de liaison augmentent les possibilités de contact entre les investisseurs et les entrepreneurs, ainsi que le montant global du financement disponible pour les petites entreprises. Plus le nombre de systèmes de liaison opérants est élevé dans un contexte d'investissement donné, plus le capital-risque sera accessible aux entrepreneurs. Il est important de noter que de nombreux systèmes de liaison facilitent la création d'autres systèmes. Par exemple, les exemptions relatives au marché boursier pour les petites entreprises qui recherchent du financement par actions ont favorisé la création d'un certain nombre de réseaux privés d'investisseurs providentiels comme **garage.com** (étudié plus en détail dans la sous-section 11.2.3) et d'autres réseaux publics tels que **ACE-net** (section 11.1.2).

11.1 Initiatives de l'État

11.1.1 Exemptions relatives au marché boursier¹⁸

La Securities Act oblige généralement les entreprises à informer les investisseurs potentiels de tous les « faits importants » qui peuvent influencer sur la décision d'investir. Les entreprises qui désirent vendre des titres sur le marché des États-Unis doivent s'inscrire auprès de la SEC. Cependant, il existe un certain nombre d'exemptions grâce auxquelles les entreprises ne sont pas tenues de s'inscrire, sinon à des conditions limitées.

Exemption pour l'émission de titres à l'intérieur d'un État

On identifie l'alinéa 3(a)(11) de la Securities Act à l'exemption pour l'émission de titres à l'intérieur d'un État (Intrastate Offering Exemption). Cette exemption facilite le financement d'entreprises locales. Le nom de l'exemption en indique la nature. Pour être admissible à cette exemption, la société doit être enregistrée dans l'État où elle met en vente ses titres; elle doit exercer le gros de son activité dans cet État et offrir des titres uniquement aux résidents de l'État. La valeur du placement et le nombre d'acheteurs ne sont assujettis à aucune limite. Les titres ne peuvent être revendus à des résidents d'autres États que neuf mois après la fin de la période d'émission.

Exemption pour l'émission à diffusion restreinte

Le paragraphe 4(2) de la Securities Act prévoit une exemption pour les entreprises émettrices qui ne font pas un appel public à l'épargne. Cette exemption désigne la forme d'investissement privé la plus courante dans le domaine du financement par actions. Pour être admissible, l'acheteur doit être un « investisseur averti » (à ne pas confondre avec l'investisseur accrédité). Le qualificatif « averti » signifie tout simplement que l'investisseur doit pouvoir montrer qu'il a une très bonne compréhension des risques liés à l'investissement, qu'il a une connaissance de base des calculs et des états financiers et qu'il est capable de supporter le risque de l'investissement. Il

doit aussi avoir accès à l'information pertinente et s'engager à ne pas revendre ou distribuer les titres dans le public.

Règlement A (Regulation A)

Le paragraphe 3(b) de la Securities Act autorise la SEC à exempter du processus d'inscription les placements de faible valeur. Le règlement A est une exemption s'appliquant aux appels publics à l'épargne dont la valeur n'excède pas 5 millions de dollars dans n'importe quelle période de 12 mois. L'entreprise doit déposer une notice d'offre qui comprend une notification, un prospectus et des annexes (qui doivent faire l'objet d'un examen). Les émissions visées par le règlement A ressemblent aux émissions enregistrées (c.-à-d. aux émissions qui feront l'objet de transactions sur un marché boursier) à plusieurs points de vue. Par exemple, l'émetteur doit fournir un prospectus aux acheteurs éventuels. De plus, les titres peuvent être mis en vente dans le public et ils sont parfaitement négociables sur le marché secondaire après que l'opération de placement est terminée. Cependant, l'exemption représentée par le règlement A est caractérisée par le fait qu'elle vise spécifiquement à encourager le financement de la petite entreprise. Ainsi, l'entreprise n'est pas tenue de faire vérifier les états financiers initiaux et n'est pas tenue non plus aux obligations d'information une fois l'émission complétée, sauf si elle possède plus de 10 millions de dollars d'actifs et compte plus de 500 actionnaires. Une fois que la SEC a fait une évaluation sommaire et informelle, l'émission peut être annoncée avant même l'inscription. Les entrepreneurs peuvent ainsi déterminer quelle sera la demande pour les titres de leur société, avant d'engager les frais légaux nécessaires à l'enregistrement.

Exemption relative aux investisseurs accrédités - Article 4(6)

Les sociétés émettrices ne sont pas tenues d'enregistrer les offres et les ventes de titres aux investisseurs accrédités qui n'excèdent pas 5 millions de dollars. En revanche, elle ne peuvent faire de la publicité ou du démarchage. Elles ne sont pas tenues de publier de l'information financière.

Selon la SEC, un « investisseur accrédité » peut être :

- une banque, une compagnie d'assurances, une société d'investissement inscrite, une société d'aide aux entreprises ou une société d'investissement dans la petite entreprise;
- un régime de prestations aux employés, au sens de la Employee Retirement Income Security Act, si les décisions d'investissement sont prises par une banque, une compagnie d'assurances ou un conseiller en placement inscrit, ou si l'actif total du régime dépasse les 5 millions de dollars;
- un organisme de charité, une société ou une société de personnes qui a un actif supérieur à 5 millions de dollars;
- un administrateur, un cadre supérieur ou un associé gérant de la société qui met en vente les titres;
- une entreprise dont tous les actionnaires sont des investisseurs accrédités;
- une personne physique qui a un avoir net d'au moins 1 million de dollars;

- une personne physique ayant déclaré un revenu supérieur à 200 000 dollars (ou supérieur à 300 000 dollars si l'on tient compte du revenu du conjoint) à chacune des deux dernières années et prévoyant le même niveau de revenu pour l'année en cours;
- une fiducie dont l'actif s'élève à au moins 5 millions de dollars, qui n'a pas été constituée dans le but explicite d'acheter les titres offerts, et dont les achats sont sous la responsabilité d'une personne avertie.

Source : Site Web de la Securities Exchange Commission : <http://www.sec.gov>

Règlement D (Regulation D)

Le règlement D a été établi principalement dans le but de favoriser l'investissement dans la petite entreprise et il comporte trois règles.

Règle 504

Les sociétés ne sont pas tenues d'enregistrer les émissions de 1 million de dollars ou moins à l'intérieur d'une période de 12 mois. Les titres négociables sans restrictions peuvent être vendus dans les conditions suivantes :

- l'émission est enregistrée dans un ou plusieurs États qui obligent le dépôt de la déclaration d'enregistrement et la remise d'un document d'information étoffé aux investisseurs;
- l'émission est enregistrée dans un ou plusieurs États qui obligent le dépôt de la déclaration d'enregistrement et la remise d'un document d'information étoffé aux investisseurs et elle est vendue dans un autre État sans conditions, pourvu qu'une copie du document d'information soit remise à tous les acheteurs;
- l'émission s'effectue selon les exemptions prévues dans la loi qui permettent de faire de la publicité et du démarchage et les titres sont vendus aux « investisseurs accrédités » (voir v), selon la définition de la SEC.

Règle 505

Les sociétés ne sont pas tenues d'enregistrer les émissions de 5 millions de dollars ou moins à l'intérieur d'une période de 12 mois. Les titres peuvent être offerts à un nombre illimité d'investisseurs accrédités et à 35 autres investisseurs au maximum. Les titres émis ne sont pas librement négociables et on ne peut faire de la publicité ni du démarchage. Les états financiers doivent être authentifiés par un expert-comptable indépendant.

Règle 506

La règle 506 est désignée comme une « règle libératoire » pour ce qui a trait aux exemptions de la SEC relatives aux émissions à diffusion restreinte. Elle est semblable à la règle 505, sauf que le montant de l'émission est illimité, les titres pouvant être offerts à un nombre illimité d'investisseurs accrédités et à 35 autres investisseurs. Toutefois, ceux-ci doivent être des « investisseurs avertis », c'est-à-dire qu'ils doivent avoir une connaissance suffisante du domaine

des affaires et de la finance, de manière à pouvoir exercer un bon jugement dans les décisions d'investissement. La publicité et le démarchage ne sont pas autorisés.

Exemption de l'État de la Californie pour les émissions répondant à certaines conditions - Règle 1001

Les sociétés émettrices ne sont pas tenues d'enregistrer les offres de 5 millions de dollars ou moins qui satisfont aux conditions de l'article 25102 du Code des sociétés de la Californie (California Corporations Code*). Les sociétés de la Californie peuvent offrir des titres à des « acheteurs admissibles », qui possèdent des caractéristiques semblables, mais non identiques à celles des investisseurs accrédités au sens du règlement D. Cette exemption permet une certaine forme de démarchage avant la vente.

* L'article 25102 du Code des sociétés de la Californie ressemble au règlement D décrit plus haut et il contient la liste des exemptions ayant rapport aux lois sur les valeurs mobilières des États.

Exemption pour la vente de titres par l'intermédiaire des régimes de prestations aux employés : Règle 701

La règle 701 stipule que les sociétés ne sont pas tenues d'enregistrer les offres de titres qui ont pour but de rémunérer des employés. Seules les entreprises qui ne sont pas assujetties aux normes de la SEC en matière de rapport peuvent profiter de cette exemption. Une société peut émettre pour 1 million de dollars de titres sans devoir fournir des états financiers aux employés. Elle peut offrir des titres additionnels, suivant les ratios actif/capital établis par la SEC. Si la société émet pour plus de 5 millions de dollars de titres à l'intérieur d'une période de 12 mois, elle doit fournir aux employés un minimum de documents d'information. Les titres ne sont pas librement négociables.

Renseignements additionnels : <http://www.sec.gov/smbus/qasbsec.htm#eod6>

Résumé des exemptions

En promulguant des exemptions relatives au marché boursier, dont un grand nombre remontent aussi loin que 1933, le gouvernement étatsunien a agi comme un catalyseur en ce qu'il a contribué à accroître le nombre total de systèmes de liaison dans le marché du capital de risque. On incitait ainsi les investisseurs et les entrepreneurs à créer de nouveaux marchés de financement et de nouveaux réseaux hors du cadre boursier classique. En outre, bon nombre de bourses établies offrent maintenant de nouveaux services aux petites entreprises, afin de répondre à la demande croissante de capitaux d'investissement. Il est également important de noter que ces programmes gouvernementaux se sont ajustés de façon proactive au fil du temps. En particulier, les exemptions de la Securities Exchange Commission ont amené une hausse de l'offre de placements privés par les investisseurs. Par conséquent, les autorités gouvernementales ont créé ACE-Net afin d'accroître le niveau d'interaction des investisseurs privés avec les entrepreneurs au-delà du milieu. En s'ajustant à l'évolution récente des technologies de l'information (p. ex.

Internet), ACE-Net constitue un modèle original pour les nombreux réseaux privés d'investisseurs providentiels en ligne qui existent actuellement.

11.1.2 ACE-Net

L'Office of Advocacy de la Small Business Administration des États-Unis a mis sur pied le réseau électronique d'accès au capital (Access to Capital Electronic Network – ACE-Net) dans le but de créer un réseau en ligne national grâce auquel les investisseurs accrédités peuvent trouver des petites entreprises où investir. Ce réseau n'est utilisé largement que depuis quelques années, avec la prolifération des services Internet. Pour qu'elles soient inscrites dans la base de données, les petites entreprises doivent obtenir une lettre (no-action letter) de la Securities Exchange Commission, dans laquelle l'organisme confirme que l'entreprise respecte entièrement les dispositions des lois et des règlements sur les valeurs mobilières du gouvernement fédéral et des États relatives au dépôt et à l'enregistrement¹⁹. Une petite entreprise peut mobiliser jusqu'à 5 millions de dollars grâce à ACE-Net. Toutefois, elle peut mobiliser jusqu'à 1 million de dollars sans devoir enregistrer l'émission suivant les dispositions du règlement D-- règle 504 de la SEC, en se prévalant de l'exemption relative aux investisseurs accrédités ou d'exemptions équivalentes offertes par les États²⁰.

ACE-Net a permis de lever des obstacles majeurs dans le financement par actions des petites entreprises. Premièrement, il a réduit les barrières géographiques entre les investisseurs et les entrepreneurs. Auparavant, les entrepreneurs avaient de la difficulté à trouver des investisseurs en dehors de leur collectivité. Aujourd'hui, Internet réduit la « distance » entre ces deux groupes de gens d'affaires, entre lesquels s'établit une communication directe. Ultiment, la plupart des parties devront se rencontrer avant que le projet d'investissement ne se concrétise; toutefois, pour les deux groupes la présélection vise maintenant des candidats de toutes les régions du pays. Deuxièmement, la création d'une base de données en ligne comprenant des entrepreneurs et des plans d'affaires épargne du temps aux investisseurs. Le temps consacré à la sélection préliminaire a été réduit considérablement. Les investisseurs (et les entrepreneurs) n'ont pas à dépenser un temps précieux à courir les réunions afin de juger de l'attractivité d'un investissement. Une fois qu'on a établi un certain nombre de projets d'investissement qui répondent aux exigences d'un investisseur particulier, l'étape de la présentation classique peut débiter. De son côté, l'entrepreneur peut aussi réduire le temps qu'il consacre à recruter des investisseurs. L'information est créée une fois pour toutes et de nombreux investisseurs de partout au pays y ont accès. On assiste donc à une certaine rationalisation du financement par capitaux propres. Les investisseurs et les entrepreneurs qui entrent en communication les uns avec les autres ont déjà été sélectionnés, ce qui est de nature à accélérer le processus d'investissement.

Renseignements additionnels : <https://ace-net.sr.unh.edu/pub/>

11.2 Initiatives du secteur privé

11.2.1 Bourses des valeurs

Bien que la plupart des gens supposent que les premiers appels publics à l'épargne sont le propre des grandes sociétés, les petites entreprises peuvent elles aussi attirer du capital de croissance en grande quantité par ce moyen. Les États-Unis comptent un certain nombre de bourses qui sont au service des petites entreprises. Le principal incitatif des investisseurs est le degré de liquidité offert. Les investisseurs seront plus enclins à financer des entreprises s'il existe un marché secondaire pour ces titres. Les bourses ont des normes d'admission et de maintien quantitatives et qualitatives et des règles strictes en matière de déclaration (rapports faits généralement à la SEC), ce qui a souvent un effet dissuasif sur les petites entreprises. Bon nombre de petites entreprises n'ont tout simplement pas les moyens de faire un premier appel public à l'épargne. Toutefois, les PME prospères qui ont un fort potentiel de croissance peuvent souvent financer un premier appel public à l'épargne avec l'aide des établissements bancaires et des sociétés d'investissement en capital-risque; c'est ce qu'on appelle le financement secondaire.

American Stock Exchange (AMEX)

Les conditions d'admission à la cote d'AMEX, la deuxième bourse en importance aux États-Unis, sont les suivantes²¹.

- Taille : Avoir des actionnaires d'au moins 4 000 000 de dollars
- Revenu : Revenu avant impôt d'au moins 750 000 dollars dans la dernière année financière ou dans deux des trois dernières années financières.
- Placement : Émission publique minimum de 500 000 actions, avec un minimum de 800 actionnaires, ou émission publique minimum de 1 000 000 d'actions, avec un minimum de 400 actionnaires.

Renseignements additionnels : <http://www.amex.com>

National Association of Securities Dealers (NASDAQ)

La bourse Nasdaq a deux composantes : le Nasdaq National Market et le Nasdaq SmallCap Market. Chaque composante a ses propres exigences financières et ses propres normes en matière de gouvernement d'entreprise.

National Market

- Taille : Actif corporel net de 6 millions de dollars
- Revenu : 1 million de dollars
- Placement : 1,1 million d'actions ayant une valeur au marché d'au moins 8 millions de dollars, avec un minimum de 400 actionnaires et un cours acheteur minimum de 1 dollar.

SmallCap Market

- Taille : Actif corporel net de 4 millions de dollars ou capitalisation boursière de 50 millions de dollars
- Revenu : 750 000 dollars
- Placement : 1 million d'actions ayant une valeur au marché d'au moins 5 millions de dollars, avec un minimum de 300 actionnaires et un cours acheteur minimum de 1 dollar.

Renseignements additionnels : <http://www.nasdaq.com>

Philadelphia Stock Exchange (PHLX)

PHLX est la plus ancienne bourse aux États-Unis. La deuxième catégorie de titres cotés est réservée aux petites entreprises.

- Taille : Actif corporel net de 3 millions de dollars
- Revenu : Revenu net de 100 000 dollars dans 2 des 3 dernières années
- Placement : 500 000 actions, avec un minimum de 800 actionnaires.

Renseignements additionnels : <http://www.phlx.com>

Boston Stock Exchange

- Taille : Actif corporel net de 4 millions de dollars
- Revenu : Revenu avant impôt de 750 000 dollars et revenu net d'au moins 400 000 dollars
- Placement : 750 000 actions, avec un minimum de 600 actionnaires et un cours acheteur minimum de 2 dollars.

Renseignements additionnels : <http://www.bostonstock.com>

Chicago Stock Exchange

Catégorie 1 – Titres de base

- Taille : Actif corporel net de 4 millions de dollars
- Revenu : Revenu avant impôt de 750 000 dollars et revenu net d'au moins 400 000 dollars
- Placement : 500 000 actions, avec un minimum de 800 actionnaires et un cours acheteur minimum de 5 dollars.

Catégorie 2

- Taille : Actif corporel net de 2 millions de dollars
- Revenu : Revenu avant impôt de 750 000 dollars et revenu net d'au moins 400 000 dollars
- Placement : 250 000 actions, avec un minimum de 500 actionnaires et aucun cours acheteur minimum.

Renseignements additionnels : <http://www.chicagostockex.com/>

Autres bourses

D'autres bourses répondent aussi aux besoins des petites entreprises, à savoir la bourse de Cincinnati, celle de San Diego et la Pacific Stock Exchange.

11.2.2 Tableau de cours hors bourse de la NASDAQ

Le tableau de cours hors bourse (Over-the-Counter Bulletin Board – OTCBB) est un service de cotation réglementé réservé aux titres de participation négociés hors cote. De façon générale, un titre de participation négocié hors cote est une valeur qui n'est cotée ou qui ne se négocie dans aucune bourse nationale. Les émetteurs de ces titres ne sont généralement pas tenus de rendre compte aux organismes de réglementation fédéraux. L'OTCBB ne fournit pas de services d'émission et n'affiche pas d'exigences minimales. Il n'y a pas de rapport formel entre l'OTCBB et les émetteurs de titres. Toutefois, les émetteurs qui utilisent le tableau de cours hors bourse depuis le 5 janvier 1999 doivent se soumettre à certaines exigences de la SEC concernant la production de rapports périodiques. Les titres inscrits à l'OTCBB sont négociés par un groupe de « teneurs de marché » qui enregistrent les cours et les rapports d'opération à l'aide d'un réseau informatique en circuit fermé.

Renseignements additionnels : <http://www.otcbb.com/>

11.2.3 Réseaux privés d'investisseurs providentiels

Les clubs d'investissement classiques sont devenus maintenant ce qu'il est convenu d'appeler des réseaux d'investisseurs providentiels ou individuels. Les clubs d'investissement locaux se composent désormais de groupes d'amis qui réunissent des fonds dans le but d'acheter des titres offerts au public. Par ailleurs, les réseaux d'investisseurs providentiels sont coordonnés principalement par des entreprises à but lucratif qui recueillent de l'information auprès des entrepreneurs et des investisseurs. Cette information est ensuite versée dans une base de données, puis traitée afin d'apparier des investisseurs et des entrepreneurs. Les réseaux d'investisseurs providentiels ne sont pas tous informatisés et ne sont pas tous non plus des groupements à but lucratif. Ce sont souvent des lieux de rencontre informels où se côtoient des entrepreneurs en devenir et des investisseurs providentiels; toutefois, les réseaux sont maintenant plus nombreux à recourir aux technologies de l'information pour accroître leur efficacité. Comme nous l'avons

mentionné plus tôt, non seulement les bases de données en ligne ont-elles réduit le temps requis pour appairer investisseurs et entrepreneurs, mais aussi elles rapprochent les parties qui sont dispersées géographiquement.

Les réseaux d'investisseurs individuels à but lucratif tirent leurs revenus des cotisations annuelles qu'ils imposent aux entrepreneurs et/ou aux investisseurs en échange de l'accès au réseau. L'entrepreneur fournit au réseau un plan d'affaires ou un formulaire électronique, tandis que l'investisseur rédige le profil du type d'entreprise qu'il recherche. De façon générale, il revient à l'investisseur d'entrer en communication avec l'entrepreneur et les deux parties règlent ensuite les détails du projet. Voici des exemples de réseaux d'investisseurs providentiels en ligne :

www.garage.com

www.rule506.com

www.angelnetwork.com

www.angelinvestorsonline.com

www.business-angels.com

11.2.4 SCOR et réseaux d'émissions directes d'actions

La Small Corporation Offering Registration (SCOR) a été créée en 1989 par la North American Securities Administrators Association. Elle a pour objet de faciliter le financement par capitaux propres des petites entreprises qui cherchent à mobiliser moins de 1 million de dollars. Bien que le règlement D facilite la tâche des petites entreprises pour l'émission de titres, il suscite certains obstacles pour les entrepreneurs. Plus précisément, la plupart des émissions excédant 500 000 dollars ne peuvent être offertes qu'à 35 investisseurs tout au plus, tandis que le démarchage n'est pas permis. En outre, ces titres ne peuvent être librement négociés tant et aussi longtemps qu'ils ne sont pas enregistrés à la SEC, ce qui peut être très long et très coûteux. Par conséquent, de nombreuses émissions doivent être offertes à escompte, à cause de leur faible liquidité.

SCOR élimine la plupart des formalités administratives liées à l'enregistrement auprès de la SEC et permet aux entrepreneurs de mobiliser jusqu'à 1 million de dollars. La négociation de ces titres n'est soumise à aucune restriction, ce qui se traduit par une liquidité beaucoup plus grande pour les investisseurs et, donc, un prix plus élevé. Le système SCOR n'est utilisé largement que depuis 1992. Entre 1992 et 1995, environ 754 entreprises ont déposé une demande auprès des commissions des valeurs mobilières des États en vue d'offrir des titres suivant les dispositions de SCOR. Sur les 476 entreprises autorisées à agir de cette manière, 110 ont réussi à mobiliser des capitaux²².

Selon le système SCOR, les propriétaires de petite entreprise doivent remplir un formulaire comportant une cinquantaine de questions (formulaire U-7). Cette demande est ensuite soumise à l'attention des autorités de l'État dans lequel les titres seront mis en vente. Les demandeurs doivent également remplir le formulaire D, qu'ils remettent à la SEC à titre documentaire. La plupart des États exigent d'autres renseignements, en plus du formulaire U-7. La procédure d'examen est confiée à la responsabilité des membres d'un organisme de réglementation du

commerce des valeurs mobilières, qui demanderont souvent des éclaircissements. En outre, certains États évaluent le « bien-fondé » du projet de placement. Une fois que les autorités compétentes considèrent que le projet satisfait à toutes les exigences, l'entreprise peut commencer à offrir ses titres.

Réseaux d'émissions directes d'actions

La croissance rapide de SCOR ces dernières années a favorisé la création de réseaux visant à associer des investisseurs à des projets de ce genre. Il n'existe qu'un réseau d'émissions directes d'actions bien établi et c'est Direct Stock Market Inc. Il s'agit d'un service en ligne mis sur pied pour faciliter l'échange d'informations entre les investisseurs et les jeunes entreprises à fort potentiel de croissance dans le but de diversifier les options de financement par actions qui s'offrent aux entrepreneurs. Direct Stock Market se distingue nettement des réseaux d'investisseurs providentiels en ce qu'il s'intéresse aux placements privés inscrits sous SCOR comme aux autres placements admissibles initiés par la petite entreprise et qu'il offre aussi un marché secondaire indispensable pour ces titres.

Renseignements additionnels : <http://www.dsm.com>

12 RÉSUMÉ DES ANALYSES EMPIRIQUES ET THÉORIQUES

Après l'examen des initiatives de l'État et de celles du secteur privé, nous allons maintenant passer en revue des analyses empiriques et théoriques récentes sur le financement par actions des petites entreprises aux États-Unis. Tous les montants indiqués sont exprimés en dollars américains, à moins d'indication contraire.

12.1 Analyses empiriques

12.1.1 Rapport annuel sur la petite entreprise et la concurrence²³

Publié en décembre 1998 par l'Office of Advocacy pour le compte de la Small Business Administration, ce rapport fait l'état de la situation des petites entreprises aux États-Unis en 1996. Il comporte notamment une section sur le financement par capitaux propres, dans laquelle figurent des données globales pour 1995. Le tableau 2.1 de ce document est représenté partiellement ci-dessous.

Tableau 12a : Principales sources de financement, juin 1995* (milliards)			
	Toutes les entreprises	Grandes entreprises	Petites entreprises
Appels publics à l'épargne – Total**	532	502	30
Premier appel public à l'épargne	30	0	30
Reclassement	375	375	0
Capital-risque***	34	0	35

* La plupart des estimations ont trait à un inventaire des sources de financement établi en juin 1995. Les petites entreprises comprennent toutes les entreprises non constituées en personne morale (p. ex., société de personnes, entreprise individuelles, etc.) et les entreprises ayant un actif inférieur à 10 millions de dollars avant le placement.

** Valeur totale estimée des émissions d'actions ordinaires pour la période 1988-1995.

*** Les totaux peuvent varier à cause de l'arrondissement et de la totalisation.

En outre, le tableau suivant décrit la progression récente des appels publics à l'épargne faits par les petites entreprises ayant un actif total de moins de 10 millions de dollars avant le placement.

Tableau 12b : Placements par des émetteurs non financiers ayant un actif de 10 millions de dollars ou moins		
	Nombre	Valeur (en millions)
1996	291	5 686
1995	187	3 129
1994	190	1 975
1993	189	2 043

12.1.2 Enquête auprès des sociétés de haute technologie²⁴

Cette enquête a été commandée par la SBA en 1998 et ses résultats ont été diffusés en février 1999. Une étude des pratiques de financement des petites sociétés de haute technologie révèle que près de 40 % des entreprises qui ont participé à l'enquête font appel à des personnes indépendantes, fort probablement des investisseurs providentiels, pour leur financement (voir tableau 12d). Selon les données de l'enquête présentées sommairement ci-dessous (tableaux 12c et 12d), 56,1 % des entreprises qui ont eu recours au financement par actions utilisent ce moyen pour combler au moins 76 % de tous leurs besoins de financement (voir tableau 12c). Les auteurs précisent également que – bien que ce ne soit pas apparent dans les tableaux ci-dessous – un bon 30 % des entreprises qui s'appuient sur le financement par actions n'utilisent que ce moyen pour combler leurs besoins de financement. Le tableau 12c indique comment le financement des petites entreprises se répartit entre le financement par capitaux propres et le financement par emprunt, à court terme et à long terme. Il ressort clairement du tableau 12c que les petites entreprises qui ont besoin de financement supplémentaire – c'est-à-dire que le financement requis ne représente qu'un faible pourcentage du capital dont dispose l'entreprise – recourent principalement au financement par emprunt, tandis qu'elles opteront plutôt pour le financement par actions si le capital requis représente la majeure partie des fonds dont dispose l'entreprise.

Tableau 12c : Composition du financement						
Pourcentage du capital total	Capitaux propres		Emprunt à court terme		Emprunt à long terme	
	Nombre	Pour cent	Nombre	Pour cent	Nombre	Pour cent
< 25 %	20	13,4	55	56,7	34	43,6
26-50 %	27	18,1	20	20,6	22	28,2
51-75 %	18	12,1	8	8,3	9	11,54
76-100 %	84	56,1	14	14,4	13	16,67
Nombre total de répondants	149	100	97	100	78	100

Le tableau 12d expose sommairement les sources de financement utilisées par les petites entreprises qui ont opté pour le financement par actions. Les données relatives aux « personnes indépendantes » (investisseurs providentiels et investisseurs de type II) et aux sociétés d'investissement en capital-risque sont des données sommaires. Les données relatives aux banques servent de point de comparaison. Dans la plupart des cas, le financement en provenance des banques consiste dans du financement par emprunt.

Tableau 12d : Sources de financement externe						
Pourcentage des capitaux propres	Personnes indépendantes		Sociétés d'investissement en capital-risque		Banques	
	Nombre	Pour cent	Nombre	Pour cent	Nombre	Pour cent
1-25 %	15	31,9	7	31,8	10	22,2
26-50 %	11	23,4	8	36,4	10	22,2
51-75 %	4	8,5	2	9,1	4	8,9
76-100 %	17	36,2	5	22,7	21	46,7
Nombre total de répondants	47	100	22	100	45	100

12.1.3 Rapports de données annuels de la Small Business Administration

Les sommes investies par les SBIC augmentent de façon spectaculaire depuis 1994. Le tableau ci-dessous décrit les investissements faits par les SBIC et les SSBIC entre 1994 et 1998.

Tableau 12e : Investissements des SBIC et des SSBIC dans la petite entreprise (millions)						
	Total		SBIC		SSBIC	
	Nombre	Montant	Nombre	Montant	Nombre	Montant
1998*	3 096	4 220	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1997	2 713	2 400	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1996	2 302	1 849	1 343	1 732	959	117
1995	2 173	1 184	1 045	1 037	1 128	148
1994	2 375	1 121	1 070	965	1 305	155

* De octobre 1998 à septembre 1999.

Il est intéressant de noter que l'investissement moyen des SBIC en 1997 s'établit à 880 000 dollars environ, tandis que la SBA estime à 6,8 millions de dollars l'investissement moyen des sociétés d'investissement en capital-risque. Selon la SBA, cela confirme que le programme des SBIC répond adéquatement aux besoins de financement des petites entreprises étatsuniennes qui doivent mobiliser entre 500 000 dollars et 5 millions de dollars en capital-risque²⁵.

Les données figurant dans les tableaux ci-dessous ont été diffusées au début de décembre 1999. Elles sont le résultat d'une enquête menée auprès des SBIC pour évaluer la performance du programme pour la période de octobre 1998 à septembre 1999.

Tableau 12f : Activités de financement des SBIC agréés*				
	Nombre de financements	Pourcentage	Montant (\$)	Pourcentage
Initial	1 379	44,54	2 925 815 544	69,32
Permanent	1 717	55,46	1 295 098 344	30,68
Total	3 096	100,0	4 220 993 888	100,0
Prêt seulement	1 061	34,27	276 525 072	6,55
Prêt et actions	846	27,33	887 419 003	21,02
Actions seulement	1 189	38,4	3 056 969 813	72,42
Total	3 096	100,0	4 220 993 888	100,0
Participation seulement				
Initial	618	51,98	2 166 876 403	70,88
Permanent	571	48,02	890 093 410	29,12
Total - Participation seulement	1 189	100,0	3 056 969 813	100,0

* De octobre 1998 à septembre 1999.

Tableau 12g : Activités de financement des SBIC agréés				
Type d'entreprise*				
Classification industrielle	Nombre de financements	Pour cent	Montant (\$)	Pour cent
Agric., forêt et pêche	8	0,26	12 748 077	0,30
Mines	15	0,48	71 841 630	1,70
Construction	45	1,45	76 958 933	1,82
Fabrication -- biens durables	414	13,37	829 372 106	19,65
Fabrication -- biens non dur.	239	7,72	461 038 166	10,92
Transp., comm. et serv. publ.	707	22,74	607 071 093	14,38
Commerce de gros	151	4,88	361 836 135	8,57
Commerce de détail	237	7,66	201 381 560	4,77
Finance, assur. et immobilier	47	1,52	141 650 986	3,36
Services	1 177	38,02	1 384 740 937	32,81
Autres	59	1,91	72 294 265	1,71
Total	3 096	100,0	4 220 913 888	100,0

* Selon la CTI. De octobre 1998 à septembre 1999.

Tableau 12h : Activités de financement des SBIC agréés				
Âge de l'entreprise au moment du financement – Financement initial seulement*				
	Nbre de financ. initiaux	Pour cent	Montant (\$)	Pour cent
1 an ou moins	567	41,12	1 181 470 871	40,38
Entre 1 et 2 ans	138	10,01	233 704 254	7,99
Entre 2 et 3 ans	121	8,77	210 668 425	7,20
Entre 3 et 4 ans	115	8,34	250 172 705	8,55
Entre 4 et 5 ans	52	3,77	125 075 348	4,27
Entre 5 et 6 ans	51	3,70	121 053 217	4,14
Entre 6 et 7 ans	33	2,39	32 021 199	1,09
Entre 7 et 8 ans	21	1,52	17 240 411	0,59
Entre 8 et 9 ans	31	2,25	86 871 474	2,97
Entre 9 et 10 ans	23	1,67	27 764 561	0,95
Plus de 10 ans	225	16,32	639 780 989	21,86
Indéterminé	2	0,015	292 000	0,01
Total	1 379	100,0	2 925 815 544	100,0

Tableau 12i : Sommes versées aux SBIC et aux SSBIC par la SBA	
	Montant (millions)
1998	417,1
1997	439,7
1996	400,7
1995	369,2
1994	115
1993	86,8
1992	84,4
1991	88,4
1990	75,4

D'après les données de ces tableaux, il est permis de croire que le niveau de financement offert aux SBIC par l'État a une incidence très considérable sur le financement offert aux petites entreprises.

12.2 Analyses théoriques - Qualitatives

Dans cette section, nous donnons un compte-rendu d'articles traitant les deux questions de fond qui nous intéressent, à savoir le financement par capitaux propres des petites entreprises et le contexte commercial dans lequel se capitalisent les petites entreprises des secteurs à forte croissance aux États-Unis. Les ouvrages examinés proviennent de l'administration publique, du milieu universitaire et du milieu des affaires (p. ex., périodiques), sans compter les rapports indépendants.

12.2.1 Contexte commercial aux États-Unis

Tandis qu'il existe d'innombrables articles sur la culture d'entreprise aux États-Unis, nous avons jugé que les articles suivants étaient importants pour cette étude, et ce pour deux raisons. Premièrement, ce sont des articles récents sur l'état de la situation des petites entreprises aux États-Unis et

deuxièmement, ils proposent des nouvelles façons d'envisager l'évolution future du contexte commercial.

10. The State of Small Business: A Report to the President.

Small Business Administration
1998

Ce rapport, présenté au président Clinton, décrit le climat très favorable à la croissance de la petite entreprises aux États-Unis. Pour la question du financement, on peut y lire que la disponibilité du financement par actions, en particulier pour les entreprises en forte croissance, a continué de s'accroître dans l'économie prospère de 1996. Le nombre de premiers appels publics à l'épargne et d'investissements privés en capital-risque a atteint des niveaux sans précédent. Le volume de capital-risque informel offert par les investisseurs accrédités aurait lui aussi augmenté de façon significative.

10. Models for Success: State Small Business Programs and Policies

Small Business Administration
1999

Là encore, on souligne l'effort du gouvernement fédéral et des gouvernements des États pour créer un climat propice au développement de la petite entreprise; cependant, il semble urgent d'intensifier les efforts pour alléger la réglementation s'appliquant aux activités des petites entreprises. *Models for Success* recommande des mesures particulières pour créer un climat dans lequel toutes les entreprises auront la possibilité d'exercer une concurrence efficace et de développer leur plein potentiel. Ce document exhaustif décrit comment les États peuvent améliorer leur réglementation pour favoriser la croissance et la prospérité des petites entreprises. On y trouve des recommandations sur les moyens de favoriser le développement des activités de financement par capital-risque et des programmes gouvernementaux afin d'accroître le financement des entreprises qui sont au stade du lancement et du démarrage. L'ouvrage contient de nombreux exemples de politiques et de programmes des États qui ont connu du succès, pour le bénéfice des États qui n'ont pas encore réalisé l'importance de l'accessibilité du financement et du soutien pour les petites entreprises pour que celles-ci empruntent la voie de la prospérité économique.

10. The New Economy is Stronger Than you Think

Sahlman, William A.
Harvard Business Review
Novembre-décembre 1999

Sahlman affirme que l'économie des États-Unis est plus forte que jamais et qu'elle continuera vraisemblablement de dominer l'économie mondiale. Les États-Unis ne font pas que prospérer à cause de la Nouvelle Économie, ils la créent, et ce pour deux raisons : leur admiration pour les entrepreneurs et leur degré de tolérance extrêmement élevé à l'égard de l'échec. Dans ce qu'il a appelé *The American Way*, l'auteur soutient que la relation d'amour des Étatsuniens avec les entrepreneurs a créé une culture dans laquelle l'échec n'est pas seulement considéré comme une

possibilité, mais aussi comme une « bonne expérience » pour de futures entreprises. En conséquence, le capital s'oriente très facilement vers les gens aux nouvelles idées, en particulier les entrepreneurs qui démarrent des entreprises dans les secteurs de pointe à forte croissance.

10. Bringing Silicon Valley Inside

Hamel, Gary

Harvard Business Review

Septembre-octobre 1999

En 1998, Silicon Valley a enregistré 41 premiers appels publics à l'épargne, pour une capitalisation boursière totale de 27 milliards de dollars. Selon Hamel, dans la Nouvelle Économie les nouveaux venus sont responsables de la création de la majeure partie de la richesse dans la plupart des industries. L'entrepreneurship est en train de déclasser la gérance comme caractéristique principale de l'administration d'une entreprise. Il ne faut pas attribuer le succès de Silicon Valley à un groupe de gens d'affaires intelligents ayant des compétences de beaucoup supérieures à celles que l'on observe dans d'autres régions. Il faut attribuer le succès de ces entreprises au modèle d'entreprise de la région. Selon Hamel, dans Silicon Valley les idées, le capital et le talent circulent librement; ils se conjuguent de telle sorte que le résultat final se nomme innovation et richesse. En 1998, chaque travailleur de Silicon Valley a créé 54 000 dollars en nouvelle richesse. Bien que le thème principal de l'article ait trait à la manière dont les grandes compagnies peuvent hisser Silicon Valley au rang des principaux lieux d'affaires, l'analyse qu'il fait des caractéristiques d'innovation et d'entrepreneurship de Silicon Valley est un élément important de la recherche récente sur la Nouvelle Économie et la manière dont peuvent s'adapter les entreprises (et les gouvernements). L'article est particulièrement important pour les responsables de l'élaboration des politiques, parce qu'ils peuvent retenir quelques-uns des enseignements destinés aux grandes entreprises et les appliquer pour eux-mêmes. Il importe de comprendre la ré-émergence des entrepreneurs en tant que force dominante dans l'économie, afin de mettre au point des politiques visant à faciliter la définition d'un nouveau modèle de mouvement des capitaux.

10. A Push for Small Companies

Business Week

31 mai 1999

Ce court article soutient que si les États-Unis veulent maintenir leur domination, ils doivent continuer de favoriser le marché libre et une réglementation peu sévère. Le marché libre stimule la concurrence et suscite de nouvelles idées et de nouvelles entreprises florissantes. La culture étatsunienne récompense l'entrepreneur, tandis que l'absence de réglementation est la principale cause de l'expansion rapide des petites entreprises. Ce sont ces mêmes facteurs qui font que le capital est plus facilement accessible aux petites entreprises dans ce pays que partout ailleurs.

10. Social Capital and Capital Gains in Silicon Valley

Cohen et Fields

California Management Review

Hiver 1999

En bref, le capital social est l'ensemble des éléments que l'on trouve dans une société civile dynamique et qui évoluent dans le temps grâce à l'interaction des diverses composantes des systèmes. À la page 2 de l'article, l'auteur affirme : « Dans Silicon Valley, le capital social se définit comme les partenariats qui ont vu le jour dans la région, du fait que les acteurs économiques et institutionnels poursuivaient des objectifs liés précisément à l'innovation et à la compétitivité. » [traduction]. L'auteur soutient que des sommes importantes sont constituées dans Silicon Valley au titre du capital social grâce à l'interaction fructueuse des :

- Installations de recherche
- Politiques du gouvernement fédéral
- Sociétés d'investissement en capital-risque
- Cabinets d'avocats
- Options d'achat d'actions accordées à des employés
- Marchés du travail – plus précisément taux de rotation élevé (caractéristique utile), recrutement dans un bassin de main-d'oeuvre mondial, et gestionnaires de qualité qui quittent les grandes entreprises pour constituer de nouvelles entreprises (qualifiés d'« héroïques »)
- Réseaux d'entreprises – les dirigeants de la plupart des groupes ci-dessus (juridique, capital-risque, gouvernement, etc.) se connaissent tous et entretiennent des relations
- Caractéristiques de l'industrie – Silicon Valley adhère à la propriété intellectuelle et au contrat de travail, tandis que les industries comme l'acier sont caractérisées par les syndicats.

La clé du succès pour les régions prospères, notamment celles axées sur les activités de la nouvelle économie comme la technologie de l'information, est l'établissement entre leurs habitants d'une relation de confiance axée sur la performance.

10. Power to the People

Nocera, Joseph

Fortune

Octobre 1999

L'auteur soutient que la prolifération d'une « culture de l'investissement » a été la principale cause du marché haussier des années 90. L'achat d'actions et l'offre d'options d'achat d'actions aux employés font partie depuis longtemps de la culture d'entreprise aux États-Unis et expliquent pour une bonne part pourquoi le capital est si facilement accessible aux États-Unis. Bien que l'article se limite à décrire l'expérience de l'auteur dans une ville du Rhode Island, il expose clairement les attitudes du citoyen ordinaire à l'égard de l'investissement et du contexte commercial.

Autres articles dignes d'intérêt sur le contexte commercial aux États-Unis :

High Velocity

Hormats, Robert

Harvard International Review

Été 1999

Helping Small Business Succeed: SBA Financial Plan 2000

Small Business Administration des États-Unis

1999

Financing Small Business

Small Business Administration

À paraître, 1999 ou 2000

12.2.2 Comprendre le processus du financement

Les ouvrages ci-dessous traitent divers sujets allant du placement privé direct à l'investissement en capital-risque.

10. Why do Business Angels Say No: a case study of opportunities rejected by an informal investor syndicate.

Mason et Harrison

International Small Business Journal

Janvier-mars 1996

Même s'il date déjà de quelques années (1996), cet article puise dans des études antérieures sur les investisseurs providentiels aux États-Unis. Tandis que ces investisseurs ont un taux d'acceptation beaucoup plus élevé que les investisseurs en capital-risque, ils rejettent la majorité des projets qu'ils étudient. Ils diffèrent de l'investisseur de type II dont il a été question plus haut en ce qu'ils sont des investisseurs généralement expérimentés qui ont un sens assez aigu des finances. Les investisseurs providentiels ont tendance à investir dans les secteurs d'activité qu'ils connaissent très bien et leur principale motivation est la forte appréciation du capital. Au début du processus de l'investissement, l'attractivité de l'industrie est ce qui compte le plus, tandis que la compétence de la gestion devient un sujet plus important à mesure que la relation se développe. Les trois principaux facteurs de rejet sont 1) l'incompétence de l'équipe de gestion; 2) un mauvais plan de commercialisation; et 3) un plan financier douteux.

10. How to Finance Anything

Andresky Fraser, Jill Inc.

Mars 1999

L'auteure affirme que les marchés des capitaux n'ont pas que des aspects positifs. Selon elle, l'époque où les entrepreneurs mobilisaient facilement des fonds est révolue, et tandis qu'elle utilise des termes comme « surchauffe » et « épuisement » pour décrire le marché des capitaux aux États-Unis, elle donne 20 conseils pour mobiliser des capitaux. Bien que les auteurs de cet examen ne soient pas d'accord avec l'évaluation que M^{me} Fraser fait des marchés des capitaux, ils reconnaissent qu'elle fait certains bons commentaires et qu'elle présente une image différente du capital de risque. À cause de la méfiance qui existe maintenant vis-à-vis des investissements dans les « dotcom », les investisseurs en capital-risque et les investisseurs providentiels examinent leurs investissements avec plus d'attention qu'auparavant. Cela se traduit par de meilleurs contrats d'investissement en capital-risque, étant donné que les entrepreneurs se disputent un moins grand volume de capitaux. Fraser soutient que les investisseurs en capital-risque continueront vraisemblablement d'agir ainsi et que leur comportement deviendra en quelque sorte la norme dans l'industrie. Parmi les 20 conseils qu'elle donne pour mobiliser des capitaux, notons les prêts garantis de la SBA, la prise de participation par des amis et des membres de la famille, la prise de participation par des investisseurs providentiels, les marchés des titres participatifs en ligne, les sociétés d'investissement, les investisseurs internationaux et autres.

3. SCORE's Impact on Small Firms

Broome fils, J.T.

Nation's Business

Janvier 1999

Le Service Corps of Retired Executives (SCORE) est constitué d'un réseau de 389 chapitres regroupant plus de 12 000 bénévoles. L'incidence de cet organisme sur les petites entreprises est remarquable. Cet article contient quelques témoignages qui soulignent non seulement le rôle des conseillers de SCORE dans la mise sur pied de petites entreprises, mais aussi leur rôle dans l'acquisition de financement.

10. Financing for Do-It-Yourselfers

Reynes, Robert

Nation's Business

Mai 1998

Les *Small Corporation Offering Registrations* (traitées dans la section 11.2.4 de ce rapport) ont gagné en popularité après un début lent dans les années 90. Les SCOR tirent profit de la Règle 504. Selon l'auteur, on devrait faire la promotion des SCOR plus particulièrement auprès des groupes d'affinité ou des groupes qui partagent les mêmes intérêts, par exemple clients, fournisseurs ou autres. Dans beaucoup de cas, les SCOR peuvent s'apparenter aux émissions directes d'actions (*Direct Public Offering* – DPO) ou peuvent agir comme catalyseur menant à une DPO de plus grande envergure par l'intermédiaire d'autres réseaux récemment constitués.

10. Fragmentation in the Market for Venture Capital

Fiet, James

Quoique moins récent, cet article a rapport au présent examen, parce qu'il décrit la concurrence que se livrent les investisseurs providentiels et les investisseurs en capital-risque dans la recherche de projets d'investissement par actions. L'auteur reconnaît l'absence d'intermédiaires du marché qui pourraient servir à 1) documenter les possibilités d'investissement; 2) à mettre les entrepreneurs en lien avec les investisseurs; et 3) à donner de l'investisseur une image d'équité et de responsabilité (présélection et crédibilité). Il est intéressant de noter que l'article a été rédigé en 1996 et que depuis ce temps, le nombre de ces intermédiaires a augmenté surtout grâce aux progrès des technologies de l'information. Auparavant, les investisseurs en capital-risque héritaient des meilleurs projets d'investissement parce qu'ils possédaient les meilleurs systèmes d'information. Or, les investisseurs providentiels améliorent actuellement leurs réseaux d'information et ont accès à de meilleurs débouchés. Aujourd'hui, les deux groupes d'investisseurs se disputent souvent les mêmes projets. Bien que l'article présente une description plutôt technique des deux catégories d'investisseurs, il souligne avec à-propos l'importance de la fragmentation pour le maintien du caractère concurrentiel du marché du financement par actions.

10. Easier Access to Equity Capital

Evanson, David
Nations' Business
Janvier 1998

Un autre article vante les mérites des SCOR comme moyen de financement par actions. Bien qu'il s'agisse d'un moyen peu coûteux, il passe souvent inaperçu. Un point important que souligne l'article est que les SCOR peuvent ouvrir la voie au financement à grande échelle. Une fois qu'une émission a été lancée en vertu de SCOR, les actions peuvent être négociées sur divers marchés DPO et au tableau de cours hors bourse de la NASDAQ. Si la possibilité du recours à SCOR est mentionnée dans le plan initial, les investisseurs seront plus enclins à fournir des capitaux, étant donné le niveau de liquidité accru dans l'avenir.

10. How Venture Capital Works

Zider, Bob
Harvard Business Review
Novembre-décembre 1998

L'auteur soutient que la majeure partie du capital-risque ne sert pas à financer les innovations, mais sert plutôt au financement complémentaire et au financement de la commercialisation des technologies. Les sociétés d'investissement en capital-risque ont investi 10 milliards de dollars en 1997, mais seulement 6 % de cette somme a servi au développement d'entreprises. Une affirmation propre à cet auteur est que les investisseurs en capital-risque n'investissent pas autant dans les personnes que dans des sociétés préalablement choisies. L'article explique comment les projets d'investissement en capital-risque peuvent être structurés autrement. Il souligne aussi les avantages

et les risques, pour les deux parties, d'un accord de financement par actions. Comme le capital-risque représente une faible part du financement global (c.-à-d. que la dette est de loin la plus grosse composante), il peut croître de façon exponentielle dans l'avenir.

10. Inside the Silicon Valley Money Machine

Warner, Melanie

Fortune

26 octobre 1998

Cet article examine les pratiques de la société d'investissement en capital-risque la plus prospère de Silicon Valley. Kleiner Perkins est le pionnier de l'industrie du capital-risque en Californie et il a investi dans de jeunes entreprises comme Netscape, AOL, Amazon et d'autres encore. L'intérêt de cet article ne réside pas dans le fait qu'il expose le succès de l'entreprise dans le domaine du financement par actions, mais dans sa description de la manière dont Kleiner Perkins met en réseau ses sociétés d'investissement pour accroître les chances de réussite.

10. Dollars from Heaven: A choir of angels bedevils the VCs

Karlgaard, Richard

Forbes

Juin 1998

En raison du succès que connaissent les premiers appels publics à l'épargne et les marchés des titres participatifs, on compte plus d'investisseurs providentiels que jamais. Microsoft, par exemple, a créé au moins 5 000 millionnaires. L'auteur rapporte que les investisseurs providentiels ont investi 50 milliards de dollars dans de nouvelles entreprises aux États-Unis en 1997. De leur côté, les parents et les amis ont investi 40 milliards, tandis que les investisseurs individuels « sérieux » ont investi 10 milliards. Selon l'auteur, les investisseurs individuels fourniront surtout des capitaux de lancement et la croissance de ce type d'investissement crée une concurrence qui tombe à point nommé vis-à-vis des sociétés d'investissement en capital-risque. Cette tendance devrait se poursuivre, compte tenu de la croissance du marché étatsunien des premiers appels publics à l'épargne. Désormais, les investisseurs providentiels et les investisseurs en capital-risque se disputent les meilleurs projets d'investissement et de ce fait rendent plus efficaces les marchés des capitaux.

10. Three Keys to Obtaining Venture Capital

PricewaterhouseCoopers LLC

<http://www.pwc.com/moneytree>

Les entrepreneurs auront intérêt à consulter cet ouvrage lorsqu'ils seront à la recherche de capital de risque. Pour pouvoir mobiliser efficacement des capitaux, les entrepreneurs doivent tout d'abord comprendre le processus.

Autres articles exceptionnels ayant pour sujet le processus d'investissement aux États-Unis :

Angels in the Valley

Malone, Michael

Upside

Avril 1997

Another Face for Venture Capitalism?

Fox, Loren

Upside

Octobre 1999

Small Wonders: Many of today's hot growth companies received early financing from SBICs, "the best kept secret in Washington".

Korn, Donald

Financial Planning

1^{er} août 1999

Capital Ideas for Financing

Nelton, Sharon

Nation's Business

Septembre 1996

12.2.3 Nouvelles formes de capital-risque

1. Private Equity Turns Inside Out

Korn, Donald

Financial Planning

Novembre 1999

Cet article décrit la nouvelle tendance des investisseurs à investir avant l'étape du premier appel public à l'épargne dans le but de profiter des énormes rendements accumulés par les investisseurs en capital-risque. Les marchés des souscriptions privées en ligne naissent à un rythme effarant; les investisseurs informels (mais accrédités), qui n'étaient pas présents auparavant sur le marché du capital-risque ou celui des investisseurs providentiels, s'intéressent plus maintenant au financement par actions des jeunes entreprises. Cette évolution du marché aux États-Unis découle principalement de la création, par les analystes, des réseaux en ligne, où les gens peuvent acheter directement des titres de PME. Grâce aux évaluations trimestrielles des titres en placement privé, non seulement les investisseurs sont mieux renseignés que jamais, mais aussi les titres deviennent admissibles au placement dans un IRA, qui est l'équivalent étatsunien du REÉR canadien. De fait, cette nouvelle tendance permet à l'ensemble des investisseurs accrédités de faire de l'investissement en capital-risque; autrement, ces investisseurs seraient limités aux marchés boursiers.

2. Community Development Venture Capital: creating a viable business model for the future.

Jegen, David

Nonprofit Management and Leadership

Hiver 1998

Les sociétés d'investissement en capital-risque pour le développement communautaire (*Community Development Venture Capital firms* – CDVC) sont en pleine croissance aux États-Unis. Ces entreprises doivent maintenir un juste équilibre entre le rendement financier et le rendement social dans leurs activités d'investissement. De fait, le secteur des organismes sans but lucratif a emprunté un modèle efficace au secteur privé. Grâce à des décisions axées sur le profit, les investissements dans les collectivités peuvent être rentables à long terme. En 1998, les CDVC disposaient en tout de 299 millions de dollars environ. La plupart réservent leurs investissements à certaines régions géographiques, tandis que d'autres ciblent principalement les minorités. Cet article rend compte des projets d'investissement de 9 CDVC. Bien qu'il soit évident que les CDVC ne choisissent pas parmi les projets d'investissement les plus attrayants, elles jouent un rôle majeur en fournissant du financement par actions dans les régions défavorisées.

3. BankBoston Development Co. Strikes a Chord in Urban America

Lau, Deborah

Venture Capital Journal

Mai 1999

Cet article décrit comment une banque des États-Unis a su répondre, grâce à son fonds de capital-risque, aux exigences de la *Community Reinvestment Act* de 1997, qui incite les institutions bancaires à investir dans la collectivité où elles exercent leurs activités. Cette banque applique des méthodes d'investissement en capital-risque classiques et s'attend à des rendements classiques. Ce type d'investissement connaît beaucoup de succès jusqu'à maintenant. Dans le cas des entreprises qui reçoivent du financement et qui ont un fort potentiel de croissance, la société d'investissement en capital-risque de la Banque travaille en collaboration étroite avec la société-mère, The Bank of Boston.

4. Venture Capital

Duffy, Tom

Computerworld

11 octobre 1999

Cet article souligne la nouvelle tendance des grandes sociétés à entrer sur le marché du capital-risque. Non seulement ces sociétés cherchent à obtenir les rendements élevés que l'on observe dans l'industrie, mais aussi – et surtout – elles veulent s'assurer l'accès aux nouvelles technologies. Aux États-Unis, on compte environ 500 sociétés d'investissement en capital-risque qui gèrent plus de 330 milliards de dollars d'investissements. Parmi les grandes sociétés qui sont entrées récemment sur

le marché notons GE Capital, Motorola et la *Central Intelligence Agency* (CIA). L'auteur souligne que la plupart des sociétés d'investissement en capital-risque ne veulent pas se limiter à fournir du financement, d'où la nécessité d'être présentes au niveau local dans le secteur économique de leur choix.

5. Can Big Companies Nurture Little Companies

Fazio, Regina

Harvard Business Review

Mai-juin 1999

L'auteure salue l'arrivée d'un nouveau type d'investisseurs en capital-risque dans l'industrie, car il s'ajoute aux options qui s'offrent déjà aux entrepreneurs. Cet article examine l'expérience des sociétés d'investissement nouvelles et la compare à celle des sociétés classiques, plus petites et plus souples. L'auteure en conclut que les sociétés nouvelles ont un processus d'examen moins lourd mais plus long, qu'elles jouissent d'une plus grande expérience de gestion, qui peut être utile à la jeune entreprise, et qu'elle dispose de meilleurs réseaux pour garantir initialement la réussite de ses investissements. Les entrepreneurs qui font affaire avec les grandes sociétés d'investissement en capital-risque doivent connaître ces facteurs et être conscients de la possibilité que leur entreprise soit acquise dans l'avenir.

12.3 Résumé

Non seulement l'analyse empirique et théorique qui précède a examiné les résultats de diverses initiatives de l'État ou du secteur privé, mais aussi elle a présenté un compte rendu des opinions des universitaires les plus en vue aux États-Unis concernant ces initiatives et la situation de la petite entreprise. L'opinion générale est que les États-Unis ont instauré un climat propice au financement par capitaux propres des petites entreprises en développement. Même si l'existence des nombreux programmes et des nombreuses politiques décrits dans ce rapport a permis aux petites entreprises des États-Unis de prospérer, on semble demander davantage de programmes qui favoriseraient le financement des petites entreprises, avec une intervention minimum de l'État.

Tandis que l'accès au financement est l'un des principaux déterminants de la réussite des petites entreprises dans n'importe quel pays, le financement par actions est sans doute la plus importante forme de financement pour les entreprises à fort potentiel de croissance. Conséquence directe de la culture d'entreprise qui existe aux États-Unis, ce pays a été extrêmement proactif dans l'élaboration de politiques visant à faciliter le financement par actions des petites entreprises. La croissance rapide et soutenue du nombre de petites entreprises et de leur contribution à l'emploi, à l'activité économique et aux recettes fiscales aux États-Unis démontre amplement que les PME sont en pleine croissance chez nos voisins du Sud.

13 NOTES ET RÉFÉRENCES

- ¹ Korn, Donald Jay. « Small Wonders: Many of today's hot growth companies received early financing from SBICs, "the best kept secret in Washington" ». *Financial Planning*, New York, août 1999.
- ² The State of Small Business: a Report of the President. Small Business Administration, 1998.
- ³ U.S. Small Business Administration. *The SBA & America's Entrepreneurs: A Partnership for the 21st Century*, SBA, 1998.
- ⁴ U.S. Small Business Administration. *The SBA & America's Entrepreneurs: A Partnership for the 21st Century*, SBA, 1999.
- ⁵ Doyle, Denzil. Doyletech Corporation, 1999.
- ⁶ Site Web de Silicon Valley : <http://www.mercurycenter.com/svtech/companies/moneytree/>
- ⁷ Site Web de la Small Business Administration : <http://www.sba.gov/INV/>, novembre 1999.
- ⁸ Korn, Donald Jay. « Small Wonders: Many of today's hot growth companies received early financing from SBICs, "the best kept secret in Washington" ». *Financial Planning*, New York, août 1999.
- ⁹ Site Web de la Small Business Administration : <http://www.sba.gov/INV/overview.html>, novembre 1999.
- ¹⁰ Korn, Donald Jay. « Small Wonders: Many of today's hot growth companies received early financing from SBICs, "the best kept secret in Washington" ». *Financial Planning*, New York, août 1999.
- ¹¹ Korn, Donald Jay. « Small Wonders: Many of today's hot growth companies received early financing from SBICs, "the best kept secret in Washington" ». *Financial Planning*, New York, août 1999.
- ¹² Site Web de la Small Business Administration : <http://www.sba.gov/INV/overview.html>, novembre 1999.
- ¹³ The State of Small Business: a Report of the President. Small Business Administration, 1998
- ¹⁴ Information tirée du site Web de l'IRS : Internal Revenue Service : http://www.irs.treas.gov/prod/forms_pub/pubs/p5500410.htm, novembre 1999.
- ¹⁵ Internal Revenue Service : http://www.irs.treas.gov/prod/forms_pub/pubs/p5500409.htm, novembre 1999.
- ¹⁶ The State of Small Business: a Report of the President. Small Business Administration, 1998.
- ¹⁷ Site Web de la Small Business Administration : <http://www.sba.gov/BI/bics/>, novembre 1999.
- ¹⁸ Site Web de la Securities Exchange Commission : <http://www.sec.gov>, novembre 1999.
- ¹⁹ Site Web de ACE-Net : <https://ace-net.sr.unh.edu/pub/ent/efaq.htm>, novembre 1999.
- ²⁰ Site Web de ACE-Net : <https://ace-net.sr.unh.edu/pub/ent/efaq.htm>, novembre 1999.
- ²¹ American Stock Exchange : <http://www.amex.com/>, novembre 1999.
- ²² Frollini, Nick. *What's the SCOR? An Analysis of the Small Corporation Offering Registration and its use in the United States 1992-1995*, Enterprise Corporation of Pittsburgh, février 1996.
- ²³ The State of Small Business: a Report of the President. Small Business Administration, 1998.
- ²⁴ Cordes, Joseph, Hertzfeld, Henry, Vontoras, Nicholas, *A survey of High Technology Firms*, Small Business Administration, 1999.
- ²⁵ Small Business Administration 1997 Annual Report : <http://www.sba.gov/INV/1997/>, 1998.