



Gouvernement
du Canada

Government
of Canada

Capitaux propres informels et PME : Analyse documentaire



Préparé pour Industrie Canada
par
Equinox Management Consultants Ltd.
Mars 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
Télé. : (sans frais) : 1 800 565-7757 (au Canada et aux États-Unis)
Télé. : (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
Télé. : (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/01358f.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 Iu188-27/2006F-PDF
ISBN 0-662-43188-X
53228F

Also available in English under the title *Informal Equity Capital for SMEs: A review of Literature*.

Table des Matières

OBJECTIF	1
PORTÉE DE L'ÉTUDE	1
RÉSULTATS DE L'ANALYSE DOCUMENTAIRE	3
Sources extérieures de capitaux propres	3
Le marché boursier	3
Le marché professionnel des capitaux de risque	3
LE MARCHÉ INFORMEL DES CAPITAUX DE RISQUE	6
Attitudes des investisseurs privés	8
Motivations des anges	9
Fonctionnement du marché financier informel	12
Les perspectives du marché pour les anges	13
LES PERSPECTIVES DU MARCHÉ INFORMEL POUR LES PROPRIÉTAIRES D'ENTREPRISE	14
Incidence de l'investissement informel sur le rendement des PME	14
Facteurs qui encouragent les PME à mobiliser des investissements informels (ou les en dissuadent)	15
Les écrits théoriques financiers et économiques	15
Préférences et perceptions des propriétaires d'entreprise en ce qui concerne les investissements informels	20
L'empressement des PME à mobiliser des investissements informels	20
Le rôle du gouvernement	21
Services de liaison	22
Préparer les entrepreneurs	24
Attirer les anges vierges	25
Les stimulants fiscaux	27
Modifications à la réglementation	28
SUGGESTIONS QUANT AUX FUTURES RECHERCHES	30
Les sociétés-anges	30
Perceptions qu'ont les entrepreneurs du marché des anges	30
Taille du marché financier informel	30
Incidence de l'investissement privé sur les taux de réussite et d'insuccès	30
Attirer les anges vierges	31
Préférences des anges en matière d'investissement	31
RÉSUMÉ ET CONCLUSION	32
BIBLIOGRAPHIE	34

OBJECTIF

Le présent rapport passe en revue les documents publics sur l'offre et la demande de capitaux propres pour les jeunes entreprises provenant des investisseurs privés (informels). Il vise à orienter les projets de recherche sur le terrain d'Industrie Canada au sujet du financement par capital de risque des PME au Canada. Les objectifs de l'étude consistent plus précisément à examiner la documentation existante pour :

- (a) guider l'élaboration de la politique gouvernementale canadienne en ce qui concerne l'amélioration de l'accès au capital de risque pour les PME;
- (b) déterminer le rôle que jouent les anges financiers durant les premières étapes de l'existence et au cours de la croissance des PME et cerner les obstacles auxquels se heurtent les investisseurs informels lorsqu'ils investissent;
- (c) définir l'utilisation que font les propriétaires de PME du financement par capitaux propres et les perceptions qu'ils en ont.

PORTÉE DE L'ÉTUDE

La contribution des petites et moyennes entreprises (PME) à l'économie d'une nation a été bien documentée. Les PME ont été décrites comme étant des créatrices d'emplois efficaces et prolifiques¹, les précurseurs des grandes entreprises, les moteurs de l'économie nationale², etc. Cependant, les PME se heurtent souvent à un problème de taille, l'accès au capital. Ce défi est particulièrement difficile à relever pour les entreprises qui présentent des possibilités de forte croissance. De telles entreprises sont particulièrement importantes du point de vue de la politique : les entreprises à forte croissance, communément appelées les « gazelles », représentent un faible pourcentage des nouvelles entreprises, mais la plupart des nouveaux emplois créés leur sont attribuables.

Afin de permettre aux entreprises en croissance de réaliser leur plein potentiel, les secteurs public et privé ont mis en œuvre diverses initiatives pour leur faciliter l'accès au capital. L'attention se porte de plus en plus sur le marché informel des capitaux de risque. Les investisseurs informels (aussi appelés investisseurs privés ou anges financiers) sont des particuliers qui investissent des fonds personnels directement dans des entreprises qui appartiennent à des tierces parties. L'investissement privé est la source la plus importante de capital de risque externe durant les premières étapes de la formation des petites entreprises. Les talents, l'intérêt, l'expérience et les contacts de l'investisseur ou des investisseurs ont également tendance à s'ajouter à un tel investissement. Le présent document passe en revue les travaux de recherche à ce sujet, plus

¹ White, M. (alors gouverneur du Texas), Small Business Administration Program Review, Pt. 3: hearings, 99th Congress, 1st session, 1985, United States Congress, House Committee on Small Business, Washington, D.C., USGPO, 1986, p. 404.

² Lader (1996).

particulièrement dans le contexte canadien. Il examine également les incidences pour la politique et tente de définir les secteurs dans lesquels des recherches plus poussées seraient nécessaires.

Cette analyse documentaire inclut, dans la limite permise par les écrits existants, les documents publiés et inédits disponibles (y compris des rapports d'études lorsque les études elles-mêmes ne sont pas accessibles) sur l'utilisation du financement par capitaux propres des PME au Canada et la perception qu'elles en ont. Les résultats de cette analyse documentaire sont présentés en fonction des thèmes clés suivants :

1. l'incidence des investissements informels sur le rendement des PME;
2. les facteurs qui incitent les PME à trouver des investissements informels (ou les en dissuadent);
3. la perception des investissements informels à l'intérieur de la communauté des PME;
4. l'empressement des PME à trouver des investissements informels;
5. les occasions que le gouvernement pourrait avoir d'améliorer l'accès des PME aux investissements informels;
6. les récentes analyses empiriques et théoriques sur l'utilisation que font les PME du financement par capitaux propres et la perception qu'elles en ont, selon les définitions données ci-dessus.

En outre, le rapport inclut une analyse des lacunes perçues dans les documents existants.

RÉSULTATS DE L'ANALYSE DOCUMENTAIRE

Pour définir le contexte de l'investissement informel, il est utile de le situer à l'intérieur du cadre des différentes sources de capitaux propres.

SOURCES EXTÉRIEURES DE CAPITAUX PROPRES

Les trois (3) sources de capitaux propres externes auxquels peuvent habituellement puiser les petites entreprises sont :

- le marché boursier - au moyen d'une émission initiale d'actions;
- le marché professionnel des capitaux de risque;
- le marché informel du capital de risque.

Le marché boursier

L'entrée d'une entreprise sur le marché boursier se fait au moyen d'une émission initiale d'actions. L'émission initiale d'actions offre aux entreprises la possibilité de mobiliser du capital-risque, habituellement d'un montant supérieur à 10 millions de dollars³. Pour la plupart des petites entreprises, il ne s'agit toutefois pas d'une option réaliste et la somme des capitaux nécessaire pour justifier une émission initiale d'actions dépasse de loin les besoins immédiats. En outre, peu de PME satisfont aux conditions d'inscription à la cote de la plupart des bourses. Qui plus est, les coûts élevés en cause - respect des règlements relatifs aux valeurs mobilières, recrutement de professionnels, etc. - font que cette option n'est pas raisonnable pour la plupart des petites entreprises. Même si elles étaient en mesure de les absorber, les sommes relativement faibles que les entreprises recherchent souvent au cours des premières étapes de leur cycle de vie ne justifieraient pas ces coûts élevés.

Le marché professionnel des capitaux de risque

Le capital de risque, considéré comme « le financement d'amorçage d'entreprises relativement petites en plein essor⁴ » constitue une solution plus réaliste pour les entreprises en croissance. Le marché du capital de risque a connu une croissance rapide ces dernières années tant au Canada qu'aux États-Unis.

³ Le programme d'émissions d'actions de petites entreprises (Small Corporate Offering Registration, SCOR) aux États-Unis et, au Canada, le programme de mise en commun de capitaux pour les petites entreprises (autrefois Junior Capital Pools, JCP, de l'ancienne Bourse de l'Alberta et aujourd'hui CPC, Capital Pool Companies, de la nouvelle Bourse CDNX, Canadian Venture Exchange) sont des exceptions dignes de mention. Ces programmes offrent, du moins, en théorie, la possibilité de réunir des quantités relativement modestes de capitaux propres directement au moyen d'un démarchage public.

⁴ Pratt, Stanley (1982) dans Sahu (1987).

Selon la US Small Business Administration (« The Process and Analysis Behind ACE-NET » (www.sba.gov)), les sommes gérées par des fonds américains de capital de risque sont passées de 4,5 milliards de dollars américains en 1980 à 44 milliards de dollars américains en 1995. La taille moyenne du fonds de capital-risque est par ailleurs passée de 46 millions de dollars américains en 1987 à 80 millions de dollars américains en 1995. L'augmentation des capitaux de risque aurait dû être considérée comme une bonne nouvelle pour le secteur américain des PME. Cependant, la SBA a donné à entendre que l'industrie organisée du capital de risque pourrait avoir été victime de son propre succès. La somme des fonds disponibles ayant augmenté rapidement, la valeur moyenne des investissements individuels a elle aussi connu une croissance rapide. D'après la SBA, les grands fonds préfèrent maintenant investir plus de 10 millions de dollars américains dans les sociétés à capital de risque et représenter moins de 10 p. 100 des capitaux d'une société. La règle du 10/10 a tendance à faire grimper les fonds de capital de risque à 100 millions de dollars américains et plus, somme au-delà des besoins de la plupart des PME. Le rapport de la SBA indique que les investisseurs en capital de risque financent rarement des opérations de moins de 3 à 4 millions de dollars américains.

Les fonds soutiennent qu'un contrôle préalable leur coûte pratiquement aussi cher pour une petite possibilité d'investissement que pour une plus grande. Ils trouvent donc qu'il est plus rentable de se concentrer sur les possibilités de plus grande envergure. Par conséquent, dans le contexte américain, et en dépit de l'augmentation appréciable de la valeur totale des investissements, le volume n'a pas affiché une augmentation importante. Il y a une autre raison pour laquelle les fonds américains de capital de risque s'intéressent à des entreprises plus grosses qui en sont à des étapes plus avancées de leur développement, à savoir que ces dernières ont les garanties et la réputation (les antécédents) nécessaires pour mitiger les effets négatifs de l'antisélection et du risque moral. Il s'ensuit qu'il demeure problématique pour de nombreuses petites entreprises américaines de mobiliser des capitaux de risque en dépit de la croissance rapide de l'industrie du capital de risque.

Au Canada, le montant des capitaux gérés par des sociétés à capital de risque canadiennes a aussi augmenté considérablement. En 1980, l'industrie gérait au total 400 millions de dollars. En 1985, les investisseurs institutionnels en capital- risque géraient 1,4 milliard de dollars. Cette somme était passée à près de 3 milliards de dollars en 1990 et à 6 milliards de dollars en 1995 et dépasse aujourd'hui 10 milliards de dollars (Macdonald and Associates, 1996; Amit et coll., 1998; divers rapports annuels de l'Association canadienne du capital de risque, www.cvca.ca). Cette croissance du capital est en presque totalité attribuable à l'expansion et à la prolifération des sociétés à capital de risque de travailleurs. C'est une bonne chose qui a son mauvais côté. D'une part, l'expansion de l'industrie a augmenté la disponibilité de capital-risque. D'autre part, certains craignent que les fonds d'investissement des travailleurs aient évincé les bailleurs de fonds privés et que l'offre de capitaux assortis de stimulants fiscaux ait entraîné une diminution du rendement du capital investi dans l'industrie, limitant la future participation des caisses de retraite, des fonds communs de placement et d'autres sources institutionnelles.

L'industrie canadienne continue à avoir tendance à investir de plus petites sommes qu'aux États-Unis (ACCR, différentes années); cependant, la plupart des firmes préfèrent des investissements d'au moins un million de dollars. De plus, la plus grande partie des capitaux de risque canadiens sont investis dans des opérations au stade de l'expansion (ou à un stade plus avancé) et dans des entreprises de technologie. Une minorité d'investissements sont axés sur le lancement et le démarrage (ACCR, différentes années⁵). Selon des rapports non scientifiques, le taux de rejet des demandes de capitaux de risque serait de plus de 97 p. 100.

Typiquement, les investisseurs privés fournissent de plus petites sommes aux entreprises pour leur lancement et durant les premières étapes de leur existence. Ce marché du capital informel est le sujet principal du présent rapport.

⁵ Selon des renseignements non scientifiques récents, plusieurs nouveaux fonds qui chercheront à investir à des étapes plus préliminaires sont en voie de création.

LE MARCHÉ INFORMEL DES CAPITAUX DE RISQUE

En raison des défis que doivent relever de nombreuses PME qui cherchent à mobiliser des capitaux de risque sur le marché boursier et le marché formel des capitaux de risque, l'attention se porte de plus en plus sur le marché informel des capitaux de risque. Les anges financiers (aussi appelés investisseurs providentiels, investisseurs informels et investisseurs privés) exercent une incidence de plus en plus grande pour ce qui est tant de la valeur que du volume des investissements. Ordinairement, ces investissements se font dans des secteurs et à des étapes autres que ceux sur lesquels les investisseurs institutionnels en capital de risque mettent l'accent et sont particulièrement importants pour les jeunes entreprises (Freear et Wetzel, 1988).

Le marché informel des capitaux de risque est composé de particuliers qui fournissent du capital de risque directement à des entreprises nouvelles et en pleine croissance avec qui ils n'avaient précédemment aucun rapport. Aux États-Unis, ce marché a été identifié comme étant la source la plus importante de capital de risque pour les PME⁶. Les données sur l'importance du marché informel dans le contexte canadien sont rares. Dans une étude pilote menée à l'intérieur de la région d'Ottawa-Carleton, Riding et Short (1987a) confirment que le marché informel des capitaux de risque joue un rôle important au Canada et disent croire que les investisseurs informels actifs représentent environ 0,05 p. 100 de la population de la région d'Ottawa-Carleton. L'extrapolation de ces chiffres à l'échelle nationale donne à penser que l'investissement informel serait de l'ordre de 1 à 2 milliards de dollars par année.

Plus récemment, Farrell (1999) a évalué à un sur cinq le nombre des propriétaires de nouvelles entreprises de la région de l'Atlantique qui avaient également investi directement dans d'autres entreprises dont ils n'étaient pas propriétaires. Farrell a aussi constaté que près de 15 p. 100 des 310 propriétaires d'entreprise qu'elle avait sondés avaient reçu une forme quelconque d'investissement informel, des capitaux fournis sans qu'il y ait un lien de dépendance par quelqu'un d'autre que le propriétaire original⁷. Elle évalue à 85 millions de dollars par année le montant des investissements privés dans les provinces de l'Atlantique. L'extrapolation des résultats de Farrell aux 952 000 entreprises des employeurs canadiens laisse entrevoir des investissements annuels d'environ 20 milliards de dollars.

⁶ Dans un rapport pour l'Office of Advocacy de la US Small Business Administration, le Center for Venture Economics (1995) évaluait à environ 250 000 le nombre des anges qui investissaient environ 20 milliards de dollars américains dans 30 000 petites compagnies chaque année. Cela représente environ le double de la valeur des investissements annuels des fonds institutionnels américains de capital-risque et quinze (15) fois le nombre des compagnies qui reçoivent des investissements (Freer, Sohl et Wetzel, 1996, dans Acs et Tarpley, 1998).

⁷ Ce pourcentage est considérablement plus élevé que les estimations fondées sur des enquêtes menées par le Centre canadien du marché du travail et de la productivité (1995) et l'Association des banquiers canadiens (1998) et pourrait refléter un aspect régional du marché.

Suret et ses collègues (1995) confirment l'importance de l'investissement privé dans leur étude de l'investissement privé au Québec :

« Sous les hypothèses les plus réalistes et en procédant par inférence, on peut estimer qu'il y aurait environ 2 175 anges au Québec. Ils détiendraient collectivement un portefeuille de l'ordre de 1,36 milliard de dollars. Annuellement, ils investiraient 232,5 millions de dollars et pourraient mobiliser 277 millions supplémentaires si des projets suffisamment nombreux et rentables leur étaient soumis. Si le montant moyen investi est stable, il est possible d'évaluer que les anges québécois financent en moyenne 840 projets par année... Sur une base annuelle, les anges financeraient six à sept fois plus d'entreprises que les investisseurs institutionnels, pour des montants totaux qui représentent une fois et demie à deux fois les sommes effectivement placées par cette industrie, pourtant largement subventionnée. »

De récents sondages auprès des PME menés par le Centre canadien du marché du travail et de la productivité (1995) et l'Association des banquiers canadiens (1998) confirment également le rôle important de l'investissement privé, un rôle qui est particulièrement axé sur les entreprises en croissance.

L'importance des anges financiers tient non seulement à leur valeur et au volume des investissements, mais également à la *nature* de leur investissement. Ils se distinguent d'au moins trois (3) manières importantes (Harrison et Mason, 1992).

1. Premièrement, ils se concentrent surtout sur la prestation des investissements relativement minimales nécessaires aux étapes essentielles du démarrage et du début où les investisseurs institutionnels en capital-risque hésitent de plus en plus à investir et où, par conséquent, le manque de capitaux propres se fait le plus sentir. Par exemple, dans l'échantillon de 179 investisseurs privés canadiens de Feeney, Haines et Riding (1999), plus de 60 p. 100 des investissements étaient concentrés aux étapes du lancement ou du démarrage et l'investissement moyen était de 100 000 \$ à 200 000 \$⁸.
2. Deuxièmement, par comparaison au marché formel des capitaux de risque, ces investisseurs sont davantage prêts à répondre aux besoins des propriétaires de PME, comme en témoignent des taux de rejet plus bas, des horizons de sortie plus longs (capitaux patients) et des taux de rendement cibles semblables à ceux des investisseurs institutionnels en capital-risque, même s'ils assument de plus grands risques.
3. Troisièmement, contrairement aux investisseurs formels en capital-risque qui sont habituellement concentrés dans quelques secteurs de base (région géographique et secteurs d'investissement), les investisseurs informels investissent habituellement dans leurs économies locales, contribuant ainsi à réduire les disparités régionales et sectorielles.

⁸ L'investissement moyen était de 225 000 \$, mais ce chiffre est trompeur étant donné quelques importantes opérations dans les secteurs de l'immobilier, de la construction et des services financiers.

ATTITUDES DES INVESTISSEURS PRIVÉS

Le volet offre du marché informel a été largement étudié et une image uniforme des investisseurs informels se dégage.

- Les investisseurs informels ont réussi à force de travailler, ont un revenu élevé, ont fait des études poussées (ils possèdent au moins un diplôme collégial) et sont d'âge moyen.
- Ce sont surtout des hommes (98,1 p. 100 selon Haar, Star et MacMillan, 1988) et ils ont une solide expérience des affaires. La plupart des anges ont acquis de l'expérience en affaires comme propriétaires ou gestionnaires – c'est-à-dire qu'ils n'ont pas tendance à être de riches professionnels du genre médecins, dentistes, etc.
- Ils préfèrent habituellement investir dans leur localité. Selon Riding et Short (1987a), plus de 85 p. 100 des investissements des répondants ont été faits dans un rayon de 50 milles du domicile ou du bureau.
- Les anges ne s'intéressent pas tous d'aussi près à la gestion de leurs investissements : alors que la plupart sont prêts à siéger au conseil d'administration, à exercer des fonctions de consultation ou à travailler à temps partiel, d'autres préfèrent un rôle plus passif. Les investisseurs passifs ne peuvent guère exister indépendamment; ils agissent habituellement de concert avec un réseau informel dirigé par un ange actif qui s'assure d'une diligence raisonnable et qui gère les investissements.
- Les anges financiers sont généralement des investisseurs d'expérience qui ont confiance en leur capacité d'évaluer les possibilités d'investissement et qui ne comptent donc habituellement pas sur des professionnels.
- Leurs décisions en matière d'investissement sont habituellement opportunistes (fondées sur l'intuition commerciale) plutôt que scientifiques (Mason et Harrison, 1996). Par exemple, un rapport de KPMG (1992) indiquait qu'ils ne procèdent pas à des analyses financières traditionnelles comme le taux de rendement interne (TRI), la valeur actuelle nette (VAN) et la période de récupération.
- Des études canadiennes (Riding et Short, 1987a; Feeney et coll., 1999) ont confirmé que les caractéristiques des anges financiers canadiens cadrent en général avec celles qui sont décrites dans les écrits de portée plus générale. Riding et Short (1987a) ont toutefois observé quelques différences. Les investisseurs canadiens sont caractérisés par des taux plus élevés d'activité (investissement), des taux plus faibles de participation à la gestion de la société émettrice et des taux de rejet plus élevés des possibilités d'investissement que leurs homologues des États-Unis. Ils consacrent également des sommes plus élevées que leurs homologues américains⁹ aux investissements individuels, quoiqu'ils assument habituellement des rôles minoritaires au sein des sociétés émettrices.

⁹ Feeney et coll. (1999) attribuent cela aux lois canadiennes en matière de valeurs mobilières qui limitent les plus petites transactions.

MOTIVATIONS DES ANGES

Les documents de référence examinés donnent à entendre que des motifs économiques (surtout la possibilité d'une forte plus-value en capital) sont l'une des principales raisons des investissements informels. Viennent cependant s'ajouter à cela certains importants motifs non économiques. De nombreux investisseurs tirent une satisfaction, le « revenu psychologique », de la possibilité de jouer un rôle actif dans le processus entrepreneurial (Sullivan et Miller, 1996, parlent d'un « motif hédoniste »). D'autres investissent pour des raisons « morales ». La plupart des investisseurs sont d'anciens propriétaires d'entreprise qui ont réussi grâce à leurs propres efforts ou avec l'aide d'autrui. Bon nombre ressentent l'obligation de payer la société de retour en investissant dans des entrepreneurs pleins d'avenir, la création d'emplois dans des régions à taux de chômage élevé, des entreprises développant une technologie utile socialement (p. ex. médecine ou économies d'énergie) et des entreprises créées par des minorités (Wetzel, 1983). Sullivan et Miller (1996) parlent de motifs altruistes. De nombreux investisseurs sont prêts à faire des concessions économiques pour des principes hédonistes et altruistes. Sullivan et Miller (1996) conseillent aux entrepreneurs d'adopter une perspective marketing lorsqu'ils réunissent des fonds pour leurs opérations. Ils soutiennent que l'adoption d'une perspective marketing devrait permettre aux entrepreneurs de considérer les investisseurs éventuels comme un marché de « clients » ayant une vaste gamme de besoins, de mobiles et de valeurs. En se concentrant uniquement sur l'*homo economicus*¹⁰, comme c'est souvent le cas, les entrepreneurs pourraient passer à côté de segments importants du marché. Les « clients » devraient donc être segmentés en fonction des différents avantages souhaités. Le tableau 1 montre les caractéristiques distinctives des divers groupes d'investisseurs décrits par Sullivan et Miller.

¹⁰ L'homme économique rationnel que seul le rendement économique intéresse.

GROUPE 1 : Investisseur économique

- Seules des motivations financières sont importantes
- Catégorie d'investisseurs à la recherche du taux de rendement le plus élevé
- Investisseur le plus conscient du risque
- Préfère une simple participation au capital
- A la période d'investissement la plus courte
- A tendance à faire de plus gros investissements
- Le moins satisfait de ses investissements
- Le plus susceptible de suivre les recommandations d'un investisseur averti

GROUPE 2 : Investisseur hédoniste

- Est le moins conscient du risque
- Plus susceptible que les autres d'investir avec un groupe
- Plus susceptible d'accorder du financement et par emprunt et par capitaux propres
- Considère comme importants les motifs financiers et non financiers
- Aime avoir la possibilité de jouer un rôle dans le processus de gestion
- Le plus satisfait de ses investissements
- Est moins souvent d'âge moyen (45-54) et a souvent plus de 55 ans

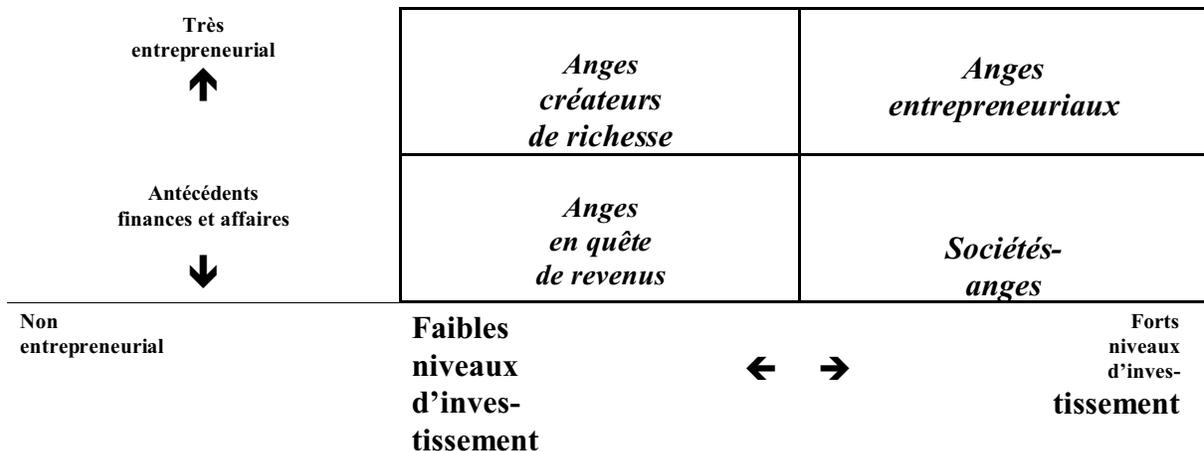
GROUPE 3 : Investisseur altruiste

- Considère comme importantes les motivations socialement bénéfiques
- S'intéresse moins que d'autres au taux de rendement
- Plus susceptible de faire de plus petits investissements
- Moins pressé d'encaisser ses investissements
- A tendance à compter plus sur lui-même que sur les autres
- Est le plus souvent d'âge moyen

Adapté de Sullivan et Miller (1996)

Dans une étude récente des anges en Grande-Bretagne, Coveney et ses collaborateurs (1998) ont identifié quatre catégories d'anges.

7. Les **anges entrepreneuriaux** étaient les plus actifs et les plus expérimentés et avaient accumulé des fortunes qu'ils devaient à eux-mêmes. Ils avaient tendance à faire de gros investissements, dont les deux tiers dans de jeunes entreprises. Ils investissaient « pour le plaisir et la satisfaction et aussi pour faire des profits » et ils avaient tendance à être satisfaits de leurs investissements.
8. Les **anges en quête de revenus** étaient moins actifs que les anges entrepreneuriaux, faisant une ou deux petites transactions sur une période de trois ans. Ils avaient tendance à être moins fortunés que les anges entrepreneuriaux, à se montrer plus prudents et à préférer être majoritaires. Leur préférence allait à des opérations locales, parce qu'ils ont tendance à participer activement à la gestion de leurs entreprises.
9. Les **anges créateurs de richesse**, comme les anges entrepreneuriaux, sont très fortunés, mais, dans un pourcentage plus élevé de cas, ils avaient en général hérité de leur richesse. Ils sont plus susceptibles de jouer un rôle formel, souvent au jour le jour, auprès des sociétés émettrices. La plupart ont dit croire qu'un manque de propositions d'affaires convenables restreignait leurs investissements. Ils avaient tendance à investir dans deux ou trois opérations sur une période de trois ans.
10. Coveney et ses collaborateurs ont également identifié des **anges en puissance**, des **anges vierges** et des **sociétés-anges** parmi les 359 participants à leur étude. Le tableau qui suit illustre le rapport entre les quatre types d'investisseurs actifs.



D'après Coveney et ses collaborateurs (1998)

FONCTIONNEMENT DU MARCHÉ FINANCIER INFORMEL

Les anges financiers fonctionnent normalement au moyen de réseaux informels d'amis et d'associés en qui ils ont confiance. Les « archanges », qui connaissent bien le fonctionnement du marché informel des investissements, peuvent monter de tels réseaux. La mise en commun de l'information à l'intérieur des réseaux comporte au moins trois avantages. Premièrement, elle engendre des possibilités d'investissements conjoints et de partage des risques (ce qui est particulièrement important puisque la plupart des anges préfèrent ne pas investir seuls). Deuxièmement, d'autres membres du réseau rendent un service à leur tour lorsqu'ils trouvent eux aussi de bonnes possibilités d'investissement. Troisièmement, le réseau sert de filtre.

La plupart des anges financiers sont des investisseurs à valeur ajoutée. Ils ne fournissent pas des capitaux uniquement. Ils aident souvent les sociétés émettrices à obtenir des fonds supplémentaires, à recruter les meilleurs gestionnaires et membres du conseil d'administration, à élaborer une stratégie à long terme, etc. (Prowse, 1998). Cela est particulièrement important pour les entrepreneurs qui sont moins expérimentés et moins confiants. Figurent au nombre des possibilités de sortie qui s'offrent aux investisseurs informels les émissions initiales d'actions, les fusions et les acquisitions de même que les rachats d'actions.

Dans la plupart des pays, le fonctionnement du marché informel des capitaux de risque est habituellement caractérisé d'inefficient et le marché a même été décrit comme étant virtuel. Comme l'a dit un investisseur en capital-risque, « alors que les marchés boursiers sont des marchés financiers extrêmement efficaces, les investissements informels se situent à l'autre extrémité du spectre¹¹ ». Cette inefficience a été attribuée à trois (3) principaux facteurs :

1. *l'invisibilité des investisseurs informels* : de crainte d'être inondés d'appels importuns d'entrepreneurs désespérés, la plupart des anges préfèrent conserver l'anonymat. En fait, le marché a été décrit comme étant un grand jeu de cache-cache où chacun des joueurs a les yeux bandés;
2. *la fragmentation du marché* : le fait que les investisseurs informels comptent sur des réseaux informels « primitifs » (Prowse, 1998) d'amis et d'associés en qui ils ont confiance au cours du processus de présentation/recherche a mené à la prolifération de plusieurs réseaux (très invisibles);
3. *de mauvais canaux de communication* : il n'existe pas de canaux de communication clairement définis entre les entrepreneurs et les anges financiers. Cela entraîne des coûts de recherche élevés et de nombreuses frustrations pour les investisseurs et les entrepreneurs.

Dans le contexte canadien, les secteurs public et privé ont pris différentes mesures pour venir à bout de ces problèmes. Les trois paliers de gouvernement ont établi des mécanismes pour

¹¹ Sherid, P. (1997), *Angels of capitalism: technology millionaires funnel money into start-ups*, U.S. News & World Report, 13 octobre, vol. 123, n° 14, p. 43-45.

s'attaquer à la fragmentation du marché¹². Toutefois, les efforts mis en oeuvre pour améliorer le marché informel au Canada se heurtent aux règlements relatifs aux valeurs mobilières. Comme MacIntosh (1995) le fait observer, le respect des lois sur les valeurs mobilières entraîne généralement des coûts élevés et il est fort probable que de nombreuses transactions ne seraient pas tout à fait en accord avec celles-ci. Selon MacIntosh, les règlements en matière de valeurs mobilières sont particulièrement gênants pour les entreprises du savoir.

L'effet cumulatif des facteurs susmentionnés est que le nombre et la qualité des possibilités d'investissement qui s'offrent aux investisseurs informels dépendent grandement d'événements aléatoires (Harrison et Mason, 1992). Outre le fait que la plupart des anges pourraient préférer investir dans leur localité, où il leur est plus facile de « garder l'oeil » sur leurs investissements, il se peut que cela soit en partie le résultat des limites imposées par la portée de leurs réseaux (habituellement régionaux). Riding et Short (1987a) ont constaté que, même si environ 36 p. 100 des investisseurs de leur échantillon avaient indiqué que leurs investissements ne connaissent aucune contrainte géographique, en réalité, plus de 85 p. 100 des investissements avaient été faits dans un rayon de 50 milles de leur bureau ou de leur domicile. Il est concevable que certains pourraient être prêts à investir partout où ils en ont l'occasion si leurs réseaux avaient une plus grande portée.

LES PERSPECTIVES DU MARCHÉ POUR LES ANGES

Les investisseurs informels se plaignent surtout de la difficulté qu'ils ont à trouver suffisamment de possibilités d'investissement de « bonne qualité » et des frustrations qui s'ensuivent¹³. En fait, de nombreux anges auraient investi davantage s'ils en avaient eu la possibilité. Cela semble ironique étant donné qu'il y a de nombreux entrepreneurs aux idées brillantes en quête de capitaux. C'est peut-être ce qui a amené Navarre et Janoff (1986) à conclure que la difficulté qu'ont les petites entreprises canadiennes à mobiliser des capitaux est peut-être davantage attribuable à un manque de sensibilisation qu'à une pénurie réelle de capitaux.

Les propriétaires d'entreprise se plaignent souvent du manque de capital-risque : ils prétendent qu'il y a une « lacune ». Cependant, une autre perspective du marché informel, considéré sous l'angle de l'offre, veut que les investisseurs cherchent à investir dans des possibilités d'affaires rentables. Ils estiment eux aussi qu'il y a une « lacune », caractérisée par une pénurie d'entreprises prometteuses bien gérées. La principale raison pour laquelle les investisseurs informels rejettent des possibilités tient à leur perception d'une pénurie – de talent nécessaire en gestion pour commercialiser l'innovation.

¹² Par exemple, Industrie Canada a mis en oeuvre le Plan d'investissement communautaire du Canada (PICC), un programme visant à aider les plus petites municipalités à trouver des intermédiaires pour aider les entreprises à se préparer aux investissements, participer à la recherche d'investisseurs convenables et donner des conseils après l'investissement. Les gouvernements provinciaux et les administrations municipales se sont également dotés de mécanismes pour aider à régler les questions énumérées par Mason et Harrison.

¹³ Les anges d'Ottawa-Carleton ne semblent pas éprouver ce problème (Riding et Short, 1987a). Nul ne sait cependant dans quelle mesure cela est représentatif de l'ensemble du Canada.

LES PERSPECTIVES DU MARCHÉ INFORMEL POUR LES PROPRIÉTAIRES D'ENTREPRISE

Jusqu'à maintenant, la recherche empirique sur le marché informel des capitaux de risque a été essentiellement concentrée sur le volet offre (les anges financiers), relativement peu d'études ayant porté sur le volet demande (entrepreneurs). L'objet de la présente étude est d'évaluer, à l'aide des documents professionnels et universitaires publiés, la demande sur le marché du financement par les anges.

INCIDENCE DE L'INVESTISSEMENT INFORMEL SUR LE RENDEMENT DES PME

Dans le cadre de l'une des seules études empiriques sur le volet demande, Riding et Short (1987a) ont constaté que l'un des principaux problèmes auxquels les entrepreneurs se heurtent est le coût élevé de la recherche de capitaux. Les entrepreneurs qu'ils ont interviewés estiment que la quête de capitaux consume en moyenne 16 p. 100 de leur temps – l'équivalent d'une journée sur six. Cela a été principalement attribué à l'absence de voies de communication bien établies entre les entrepreneurs et les investisseurs éventuels. De toute évidence, le temps consacré à la recherche de capitaux diminue les ressources humaines disponibles pour le développement de l'entreprise elle-même.

Lumme et ses collaborateurs (1998) ont examiné la contribution à valeur ajoutée des anges financiers en Finlande. Ils ont constaté que les compétences, l'expertise, les connaissances et les contacts des anges peuvent contribuer à améliorer le rendement des sociétés émettrices et que « l'importance économique des investissements informels de capitaux de risque est autant attribuable à ces facteurs qu'à l'aide financière fournie » (p. 69). En outre, Timmons (1990, p. 40) a fait observer que la plupart des anges financiers avaient fondé et développé des entreprises et avaient donc « beaucoup plus à offrir à une entreprise que de l'argent uniquement ». D'autres études sont venues le confirmer, y compris les travaux de Wetzel (1994), de Mason et Harrison (1996) et de Cressy et Oloffson (1997).

L'étude de Lumme a révélé que la plupart des investisseurs prenaient activement part à la gestion de leurs entreprises et que la forme la plus commune de participation (contacts avec de nouvelles sources de financement et gestion et contrôle stratégiques) pouvait être attribuée à plus de 80 p. 100 des investisseurs. L'efficacité de ces contributions ne semble pas avoir été étudiée. Lumme et ses collaborateurs n'ont trouvé aucune référence à des examens empiriques de l'incidence de l'investissement privé sur les taux de réussite et de survie.

Toutefois, Farrell (1998) a essayé de documenter le rôle des investissements privés à l'égard de la réussite des entreprises. Elle a constaté que 20,5 p. 100 des 264 entreprises qui n'avaient reçu aucun investissement privé avaient fait faillite tandis que le pourcentage était plus bas, soit de 17,4 p. 100, parmi les 46 entreprises qui avaient bénéficié d'un investissement privé. Cette conclusion doit être considérée comme provisoire pour plusieurs raisons. Premièrement, il n'est

pas évident que Farrell comparait « des pommes à des pommes ». Par exemple, il serait raisonnable de s'attendre à ce que les entreprises qui ont bénéficié du financement d'anges dans un premier temps consistaient en des investissements de meilleure qualité. Deuxièmement, Farrell n'a pas tenu compte de déterminants sectoriels ou éventuels autres de la réussite. Troisièmement, la période durant laquelle Farrell a effectué ses travaux était trop courte pour obtenir des données définitives même si elle avait tenu compte de l'effet d'autres facteurs.

FACTEURS QUI ENCOURAGENT LES PME À MOBILISER DES INVESTISSEMENTS INFORMELS (OU LES EN DISSUADENT)

Deux catégories d'écrits portent sur cette question. La première découle des écrits théoriques sur les finances et l'économie. La deuxième découle des études empiriques sur les préférences des propriétaires d'entreprise.

Les écrits théoriques qui découlent des finances modernes sont habituellement fondés sur la perspective des grandes entreprises qui évoluent dans le contexte de marchés financiers efficaces. Une partie de ces écrits traitent des choix qui s'offrent aux propriétaires-actionnaires de grandes entreprises (et à leurs agents, les conseils d'administration) pour ce qui est des solutions en matière de financement. Bien que ces écrits ne se rapportent pas directement aux anges, ils fournissent un contexte conceptuel qui aide à comprendre les choix en ce qui concerne le financement.

Un deuxième segment des écrits théoriques découle du principe économique du rationnement du capital. Au cours des 20 dernières années, les théoriciens de l'économie se sont penchés sur la question des lacunes des marchés financiers à l'aide d'une modélisation conceptuelle de l'interface entre les bailleurs de fonds (surtout les prêteurs) et les entreprises cherchant à réunir des fonds dans le contexte de marchés parfaits. Ici encore, un bref examen de ces écrits fournit un deuxième cadre conceptuel pour l'examen des choix de financement des propriétaires de PME.

Les écrits théoriques financiers et économiques

Les écrits théoriques traitent de facteurs qui encouragent les propriétaires de PME à mobiliser des capitaux propres sous la forme d'investissements informels et de capital de risque institutionnel. Deux éléments de ces écrits sont pertinents : la théorie des choix de financement et la théorie du rationnement du crédit.

La théorie des choix de financement

De manière générale, trois catégories de financement s'offrent à toutes les entreprises : l'autofinancement, le financement externe et l'emprunt. Pour les grandes entreprises cotées aux grandes bourses, Myers (1984) et Myers et Majluf (1984) ont fait valoir un ordre de préférence de financement appelé la « théorie de l'ordre hiérarchique ». Selon cette théorie, les entreprises préfèrent des sources internes à des sources externes de financement (c.-à-d. l'autofinancement). Lorsqu'elles ont recours à des sources externes, les entreprises préfèrent l'emprunt aux capitaux propres. L'ordre de préférence va du moins sensible (et du moins risqué) au plus sensible (et au plus risqué) à une information asymétrique entre les initiés des entreprises et les participants du marché moins bien informés.

Dans le cas des plus petites entreprises, les sources initiales de financement sont habituellement de nature personnelle (économies, hypothèques, caisses de retraite, assurance-vie, amis, famille). À part ces sources, l'emprunt est la source la plus commune de financement externe à laquelle les petites entreprises (Binks, Ennew et Reed, 1992) ont recours et est particulièrement important pour les entreprises canadiennes (Petersen et Shulman, 1988). Même si cet ordre de préférence est le même que celui prédit par la « théorie de l'ordre hiérarchique », il reflète les compromis des propriétaires entre le contrôle et la croissance. L'Association des banquiers canadiens (1998) a constaté que 85 p. 100 des propriétaires d'entreprise renonceraient à la croissance si elle compromettait le contrôle.

Rationnement du crédit

Qu'est-ce que le rationnement du crédit?

En économie, le prix d'un bien est établi lorsque la quantité fournie équivaut à la quantité demandée. Lorsque l'offre est trop grande, le prix diminue, ce qui fait augmenter la demande des consommateurs et décourage les fournisseurs d'augmenter l'offre. Lorsque la demande des consommateurs est supérieure à l'offre d'un produit sur le marché, les prix augmentent. Cela décourage les consommateurs d'acheter une plus grande quantité de ce produit (et ils peuvent renoncer à leur décision d'acheter un produit dans un premier temps), et de nouveaux fournisseurs sont attirés sur le marché. Si un marché fonctionne bien, la demande d'un produit sera toujours comblée, parce que le prix crée un équilibre entre les besoins des consommateurs et des fournisseurs.

Lorsque les capitaux constituent le bien en question, certains propriétaires de petite entreprise se plaignent de ne pas trouver les fonds nécessaires pour répondre à leurs besoins de financement. Si ceux à qui on refuse des capitaux sont prêts à assumer des coûts économiques plus élevés pour le financement, mais ne peuvent l'obtenir, le crédit semble alors être « rationné », l'offre de capitaux étant apparemment restreinte. Ce phénomène est connu sous le nom de rationnement du crédit.

Les théoriciens ont proposé différentes théories quant aux situations qui pourraient entraîner un rationnement du crédit, à son importance pour l'économie et à son incidence sur les entreprises. À un niveau conceptuel, le rationnement du crédit pourrait avoir les conséquences suivantes.

- S'il y avait rationnement du crédit, il se pourrait que les petites entreprises ou les nouvelles entreprises n'aient pas accès au financement et, par conséquent, qu'elles se heurtent à des obstacles à leur développement, à leur expansion et à leur survie.
- Le rationnement du crédit pourrait aussi désavantager sur le plan financier les entreprises qui font concurrence à des homologues qui font partie de groupes industriels ou qui appartiennent à de plus grandes entreprises.
- Le rationnement du crédit peut déboucher sur des niveaux d'investissement qui diffèrent des niveaux optimaux, influant ainsi sur la croissance économique, l'inflation, l'emploi et divers autres facteurs.

Bref, on peut soutenir que le rationnement du crédit oblige les entreprises comportant des risques à trouver des capitaux propres, parce qu'elles ne peuvent obtenir des capitaux d'emprunt – peut-être les investissements d'anges. Donc, les travaux sur le rationnement du crédit sont importants dans ce contexte, car, d'après certaines études, des entreprises qui se seraient vu refuser du crédit par les banques pourraient être obligées de chercher du financement sur les marchés boursiers. Cela pourrait être particulièrement vrai pour les petites entreprises comportant plus de risques et donne à entendre que le financement par capitaux propres provenant d'investisseurs privés pourrait ne pas être une question de choix – que le rationnement du crédit pourrait être un facteur qui encourage les PME à obtenir des investissements informels.

Le fondement du rationnement du crédit

Les théories au sujet du rationnement du capital sont fondées sur des asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs. Les asymétries d'information désignent la disparité entre l'information dont disposent les entreprises à la recherche de capitaux et les fournisseurs de capitaux dont on suppose habituellement qu'ils sont désavantagés sur le plan de l'information par comparaison aux initiés de l'entreprise. Deux aspects directs de l'asymétrie d'information sont habituellement identifiés : l'antisélection et le risque moral.

Antisélection. Les modèles théoriques supposent souvent qu'un entrepreneur dispose de renseignements particuliers au sujet de la probabilité de réussite d'un projet ou des profits escomptés qui ne sont pas partagés avec le financier. Par conséquent, les bailleurs de fonds ne peuvent pas faire la différence entre une entreprise de « haute qualité » et une autre de « piètre qualité » et il peut donc y avoir antisélection.

Le risque moral désigne l'incapacité du bailleur de fonds de l'extérieur de contrôler pleinement la façon dont l'entrepreneur utilise les fonds fournis. Il se peut qu'il soit économiquement avantageux, par exemple, pour les propriétaires de réorienter les fonds empruntés pour investir dans des projets comportant des risques plus élevés que ceux approuvés par le prêteur. Pour éviter que cela ne se produise, les financiers peuvent inclure dans les contrats des dispositions qui découragent les emprunteurs d'agir contre l'intérêt de l'investisseur ou du prêteur, et ces mesures de précaution peuvent entraîner un rationnement du crédit.

Enfin, les coûts économiques encourus par le bailleur de fonds pour vérifier le rendement ou les « états financiers » des entrepreneurs peuvent entraîner un rationnement du crédit. Certains types de risque moral peuvent jouer un rôle à l'égard du coûteux problème de la surveillance, mais ces problèmes de risque moral n'influent pas sur le résultat des projets des entrepreneurs. Le risque moral influe plutôt sur les coûteux problèmes de surveillance en ajoutant le risque que les entrepreneurs mentent à propos de leurs revenus et profits aux dépens de la banque. Même dans le cas des modèles sans antisélection ou certains types de problèmes de risque moral, les banques pourraient juger utile de rationner le crédit.

Le rationnement du crédit dans le contexte des PME

Le concept du rationnement du crédit est important pour les PME, parce que la source la plus commune de financement externe pour les petites entreprises est l'emprunt bancaire¹⁴. Les petites entreprises ont cependant plus de difficulté que les grandes à obtenir des prêts bancaires (Orser, Riding et Swift, 1994). Et lorsqu'elles obtiennent des prêts, c'est habituellement à des taux d'intérêt plus élevés et à des conditions plus strictes que dans le cas des grandes entreprises. Au Canada, cette situation est pire encore étant donné que la communauté des petites entreprises a l'impression qu'il leur est encore plus difficile, par comparaison à d'autres pays, d'obtenir des prêts bancaires (Peterson et Schulman, 1987).

Selon Binks et ses collaborateurs (1992), l'accès restreint aux emprunts bancaires par les petites entreprises pourrait être attribuable non pas directement à leur taille, mais plutôt à des problèmes associés à la disponibilité de l'information à l'aide de laquelle les projets sont évalués (asymétrie d'information mentionnée précédemment). Ils soutiennent que de tels problèmes d'information ne sont pas particuliers aux petites entreprises, mais qu'ils prédominent dans ce secteur en raison des coûts (proportionnellement) plus élevés prévus en ce qui concerne la collecte de l'information qui y est associée. Binks et ses collaborateurs sont d'avis que l'octroi de fonds par une banque à une entreprise pourrait être considéré comme un simple contrat entre les deux (2) parties dans le cadre duquel la banque serait la partie principale, et la petite entreprise, l'agent. Ce rapport peut déboucher sur le problème de l'asymétrie d'information.

Il peut y avoir asymétrie d'information de deux principales façons pour les PME. Dans le premier cas, il y a « information cachée » lorsqu'une partie à une transaction dispose de renseignements utiles auxquels l'autre partie n'a pas accès. La partie qui dispose de renseignements utiles pourrait être incitée à présenter cette information de manière inexacte en sa faveur. Dans le contexte banque-entreprise, le propriétaire de l'entreprise pourrait surévaluer les chances de réussite. La possibilité de tirer profit de « l'information cachée » pourrait entraîner la prolifération de projets de « piètre qualité » sur le marché. Étant donné que les banques pourraient ne pas avoir l'information voulue pour faire la distinction entre les projets de « piètre qualité » et les projets de « haute qualité », elles n'ont pas d'autre solution que d'augmenter les

¹⁴ En raison des coûts élevés que supposent les instruments liés aux dettes flottantes comme les obligations et les débentures, cette option n'est pas à la portée de la plupart des petites entreprises; les sommes relativement modestes qu'elles souhaitent habituellement réunir ne justifient pas ces coûts. Qui plus est, elles n'ont ni les garanties ni la réputation qu'il faut pour adosser de tels instruments.

taux d'intérêt sur tous les prêts. Or, lorsque les taux d'intérêt augmentent, les gestionnaires de projet à faible risque (haute qualité) qui les trouvent trop élevés quitteront le marché de sorte qu'il ne restera plus que des projets à risque élevé (piètre qualité) - on parlera alors d'antisélection. Dans le deuxième cas, une « action cachée » découle de la possibilité qu'après la signature du contrat (obtention du prêt), la partie informée (l'entreprise) n'agira pas en conformité avec le contrat. L'entreprise peut agir dans son propre intérêt, même si cela a un effet préjudiciable sur la banque - on parlera alors de risque moral. Il importe de signaler que l'asymétrie d'information peut être plus aiguë encore dans le cas des petites entreprises, car, après avoir découvert de bonnes possibilités d'investissement, elles hésitent habituellement à divulguer l'information confidentielle pertinente à des tiers qui pourraient leur voler leurs idées (Peterson et Schulman, 1987).

L'existence de garanties et la réputation (antécédents) peuvent atténuer le problème de l'antisélection et du risque moral. Les emprunteurs à faible risque (qui autrement quitteraient le marché en raison de taux d'intérêt élevés) peuvent faire valoir leur statut en fournissant des garanties adéquates et la preuve de leur bonne réputation. Si elles mettent leurs actifs en garantie, les entreprises auront tendance à faire de leur mieux. Dans ce contexte, l'absence de garanties et de preuves de réputation peut entraîner un refus de crédit : dans la mesure où les petites entreprises ont moins de garanties et de preuves de réputation à offrir que les plus grandes, elles pourraient avoir encore plus de difficulté qu'elles à mobiliser des capitaux. Pire encore, étant donné qu'une incertitude considérable entoure la survie et la croissance des PME, on évalue habituellement les éléments d'actif qu'elles donnent en garantie « en carcasse » pour s'assurer que le prêt pourrait être recouvré en cas de défaut de paiement et de réalisation immédiate (Binks et coll., 1992). Cela donne à entendre que les petites entreprises déjà désavantagées pourraient avoir besoin de proportionnellement plus de garanties que les plus grandes.

En outre, les petites entreprises sont souvent sous-capitalisées (Blanton et Dorman, 1994). Cela veut dire que la structure des prêts accordés aux PME ne répond pas à leurs besoins. Bien que de nombreuses PME aient besoin de capitaux à long terme, les banques ne sont habituellement prêtes qu'à leur accorder des prêts à court terme. Les PME doivent donc puiser à des sources à court terme comme les lignes de crédit pour financer leurs besoins à long terme comme les achats de nouvel équipement (Riding et Short, 1987a).

PRÉFÉRENCES ET PERCEPTIONS DES PROPRIÉTAIRES D'ENTREPRISE EN CE QUI CONCERNE LES INVESTISSEMENTS INFORMELS

Très peu d'études ont porté sur la perception que les propriétaires de PME ont des investissements informels. Afin de pouvoir surveiller le rendement de leurs investissements ou de satisfaire des besoins « affectifs » (discutés précédemment), la plupart des anges participent, à différents degrés, à la gestion de leurs investissements et à la prise des décisions s'y rapportant. Leur participation peut prendre la forme d'une nomination au conseil d'administration et de l'exercice de certaines fonctions de consultation. Certains anges obtiennent même un droit de vote majoritaire à l'égard de décisions de gestion clés. Cela est souvent problématique pour les entrepreneurs qui attachent de l'importance à leur autonomie et au contrôle de leurs entreprises (Association des banquiers canadiens, 1998). En fait, Oesch et ses collaborateurs (1996) ont constaté que l'autonomie est l'une des principales raisons pour lesquelles les entrepreneurs ont pu se lancer en affaires.

La seule étude qui a porté sur l'attitude des propriétaires face à l'investissement informel a été celle réalisée par l'Association des banquiers canadiens (1998) auprès d'un échantillon de propriétaires d'entreprises de l'Ontario. Elle a constaté que la majorité des propriétaires d'entreprise ne connaissaient pas les investissements privés comme source possible de capitaux. Parmi les quelques propriétaires qui étaient au fait du financement par capitaux propres, peu étaient prêts à renoncer au contrôle pour obtenir les fonds nécessaires à une croissance substantielle. Il s'ensuit que :

- (a) le pourcentage des entreprises prêtes à accepter des capitaux propres externes pour financer leur croissance est minime (environ 15 p. 100 des propriétaires d'entreprise);
- (b) le pourcentage des entreprises dans lesquelles des investisseurs privés sont prêts à investir est également très faible.

Par conséquent, l'intersection entre ces deux points (les entreprises prêtes à accepter des capitaux propres de l'extérieur et celles auxquelles les investisseurs pourraient s'intéresser) est très petite en termes relatifs. En outre, ce ne sont pas toutes les entreprises en quête de financement externe de croissance qui sont prêtes à accepter ce processus d'investissement. En termes absolus, cependant, il reste qu'un grand nombre d'entreprises ont besoin de capitaux de risque durant les premières étapes de leur existence. Le problème est d'autant plus difficile qu'il faut arriver à mettre en contact les quelques entreprises « qui veulent et qui peuvent » avec les investisseurs « qui sont intéressés et qui peuvent ».

L'EMPRESSEMENT DES PME À MOBILISER DES INVESTISSEMENTS INFORMELS

Une façon de mesurer l'empressement des PME à recevoir des capitaux informels consiste à les voir par les yeux des investisseurs informels. Les deux principaux critères d'évaluation des investissements utilisés par les investisseurs informels sont la qualité de la gestion et le potentiel

de marché du produit ou service (Haar et coll., 1988; Riding et Short, 1987a). Comme Haar et ses collaborateurs le signalent, cela n'est pas surprenant. Tandis que les investisseurs informels de capitaux de risque jouent un rôle actif à l'égard de la gestion du risque et de l'évaluation de la diligence raisonnable de la part de l'équipe spéciale de produit nouveau, ce n'est habituellement pas le cas des anges. Ils se sentent donc plus dépendants des capacités de l'équipe de gestion. Feeney et ses collaborateurs (1999) vont plus loin encore en faisant une distinction entre la raison principale pour laquelle un investisseur rejeterait une transaction (principal obstacle) et la raison principale pour laquelle il accepterait une transaction (principal incitatif)¹⁵. Ils ont constaté que le principal obstacle était la capacité de gestion tandis que le principal incitatif était le potentiel de croissance de l'entreprise et la capacité de l'entrepreneur de réaliser ce potentiel.

Les documents de recherche indiquent que le taux de rejet des investisseurs informels est très élevé. DalCin et ses collaborateurs (1993) estiment que les anges au Canada rejettent jusqu'à 97 p. 100 des propositions d'investissement qu'ils reçoivent. Riding et Short en sont également arrivés à la conclusion que les anges d'Ottawa-Carleton ont des taux de rejet plus élevés que leurs homologues américains¹⁶. Étant donné que les investisseurs informels ont plus d'argent à investir qu'eux, il semblerait qu'ils ne trouvent pas que la plupart des possibilités qui s'offrent à eux sont « mûres » lorsqu'ils les évaluent en fonction de leurs critères d'investissement. Blatt et Riding (1993) et Blatt (1993) ont résumé la situation en disant que, « même s'il n'y a pas pénurie d'entrepreneurs en quête de capitaux, la plupart des investisseurs sont loin d'être impressionnés par la qualité des transactions ».

Une autre source fréquente de dispute est la disparité dans les évaluations des entreprises entre les investisseurs et les propriétaires au moment des négociations relatives aux investissements. Cela est particulièrement vrai lorsque les anges obtiennent des actions ordinaires (ou des titres convertibles), ce qui est habituellement le cas, en échange de leurs investissements. Étant donné que ces entreprises ne sont pas cotées en bourse, la valeur de leurs actions n'est pas déterminée par le marché ni à l'aide d'aucune méthode indépendante d'évaluation. Résultat, les investisseurs considèrent souvent l'évaluation « soufflée » de l'entreprise comme un obstacle à l'investissement (Haines et coll., 1998).

LE RÔLE DU GOUVERNEMENT

Les écrits examinés jusqu'à maintenant indiquent que les petites entreprises canadiennes (et, en fait, les petites entreprises du monde entier) sentent la présence d'une lacune financière. Par ailleurs, Riding et Short (1987a) signalent que les investisseurs informels ne perçoivent pas de lacunes sur le marché financier (comme il a déjà été indiqué ailleurs, ils ont actuellement des fonds supplémentaires à investir). Il semblerait donc que la lacune, du moins la taille de celle-ci, soit attribuable à l'inefficience du marché financier informel plutôt qu'à une pénurie réelle de

¹⁵ Ils ont constaté que les raisons d'investir n'étaient pas seulement le contraire des raisons de rejeter une transaction.

¹⁶ Nul ne sait dans quelle mesure cela est représentatif du Canada dans son ensemble.

capitaux. C'est pourquoi les chercheurs et d'autres intéressés ont fait diverses recommandations au sujet du rôle du gouvernement.

Coveney et ses collaborateurs (1998) ont recommandé une « approche à quatre volets » au gouvernement du Royaume-Uni :

1. délaissier les programmes locaux en faveur de programmes nationaux;
2. mettre l'accent sur les anges qui font des investissements plus importants et plus fréquents;
3. encourager les services de présentation des entreprises du secteur privé;
4. appuyer les avantages fiscaux pour les investisseurs privés.

Malgré leur excellente analyse des anges au Royaume-Uni, ces suggestions ne cadrent pas pour la plupart avec le contexte canadien. Au Royaume-Uni, avec sa forte densité de population, ses moins nombreux paliers de gouvernement, un système unifié d'imposition et de réglementation et son petit territoire, il y a moins de différence entre les initiatives « locales » et « nationales » qu'au Canada. Dans le contexte canadien, les programmes locaux demeurent le moyen le plus efficace de réunir des capitaux privés. La deuxième recommandation de Coveney et ses collaborateurs est difficile à mettre en oeuvre en plus d'aller à l'encontre du but qui consiste à aider des entreprises plus jeunes à mobiliser des sommes relativement petites de capital. De même, la recommandation d'encourager la prestation de services de présentation va à l'encontre de l'argument de Mason et Harrison selon lequel de tels services favoriseraient les transactions plus importantes qui sont plus rentables en termes absolus, ce qui va encore une fois à l'encontre du but recherché qui est de faciliter les investissements dans les plus petites entreprises.

Reconnaissant l'importance du marché informel, les gouvernements ont mis en oeuvre diverses initiatives pour aborder ces problèmes. Celles qui sont utilisées le plus souvent sont examinées ci-dessous.

Services de liaison

Grâce aux efforts qu'ils ont déployés pour aider à atténuer les inefficiences du marché informel des investissements, principalement l'invisibilité et la fragmentation du marché ainsi que de mauvais canaux de communication, les secteurs public et privé ont réussi à mettre en oeuvre différents services de liaison. Ces services visent à mettre les entrepreneurs et les investisseurs éventuels en contact.

Trois principales approches de la liaison ont été identifiées dans la documentation (Harrison et Mason, 1993). La première est la production de bulletins d'investissement contenant de brèves descriptions d'entreprises à la recherche de capitaux aux fins de distribution aux investisseurs

éventuels (p. ex. The Market Place Bulletin publié par le ministère de l'Industrie, du Commerce et de la Technologie de l'Ontario). La deuxième approche consiste en l'organisation de réunions d'investisseurs au cours desquelles des entrepreneurs en quête de financement font de brefs exposés à un auditoire d'investisseurs éventuels (p. ex. le forum de présentation des anges de la Banque de développement du Canada). La troisième approche, qui a le plus retenu l'attention dans les écrits didactiques, est un appariement informatique en fonction d'une base de données sur les intérêts des investisseurs et les caractéristiques des entreprises.

ACE-Net, aux États-Unis, semble être le service informatisé de liaison qui connaît le plus de succès. Au Canada, la première tentative ambitieuse aura été le défunt Réseau des possibilités d'investissement au Canada (REPIC). Plus récemment, Industrie Canada a établi le Plan d'investissement communautaire du Canada (PICC). Ce programme aide les municipalités à se doter d'entreprises en croissance en mettant entre autres en contact des investisseurs éventuels et des entrepreneurs et en introduisant un élément de mentorat dans le processus d'investissement.

Les tentatives pour venir à bout des inefficiences du marché financier informel au moyen de la création de services informels de liaison ou d'aiguillage ont connu des résultats mitigés. Par exemple, Blatt et Riding (1993) ont estimé que 52 p. 100 des investisseurs canadiens ne connaissaient pas le REPIC, une initiative canadienne mise en oeuvre à la fin des années 80. D'après leurs estimations, d'autres investisseurs, soit 39 p. 100, étaient au courant de son existence, mais avaient choisi de ne pas recourir au REPIC. Deux grands facteurs expliquent cette situation : le désir des entrepreneurs informels de maintenir l'anonymat et la très grande importance qu'ils attachent à l'information dont ils disposent. En dépit de ces problèmes, les inefficiences du mode traditionnel de fonctionnement sont tellement flagrantes et les avantages éventuels des services d'aiguillage sont tellement grands que les efforts organisationnels seront vraisemblablement maintenus. D'après Harrison et Mason (1993), trois (3) facteurs seraient essentiels au succès de tels services de liaison.

Premièrement, il y a la nécessité d'atteindre des masses critiques d'investisseurs et de clients entrepreneurs. Une vaste base de données aiderait à promouvoir la visibilité et la crédibilité du réseau dans le milieu des affaires. De plus, les préférences individuelles des investisseurs informels varient et il y a donc peu de chances qu'un investisseur individuel s'intéresse à une entreprise en particulier; une vaste base de données contribuerait à l'augmentation des chances (Landstrom, 1998). Il ne serait cependant peut-être pas facile d'établir une telle base de données. Les investisseurs informels en particulier ont manifesté moins d'intérêt pour des services d'aiguillage systématiques que les entrepreneurs (Riding et Short, 1987a). Il semblerait donc que, pour pouvoir atteindre la masse critique nécessaire, il faille offrir certains incitatifs aux investisseurs (droits d'inscription plus bas, par exemple). Les services informatiques de liaison utilisent actuellement des mots de passe pour aider à préserver l'anonymat des investisseurs. La couverture géographique du réseau est un autre motif de dispute. Les investisseurs informels sont en faveur d'un service régional, tandis que les entrepreneurs préféreraient un service national (Riding et Short, 1987a). Cela n'a rien de surprenant. Alors que les entrepreneurs voudraient avoir accès au plus grand nombre d'investisseurs possible (d'où leur préférence nationale), les investisseurs informels investissent normalement dans leur localité pour des raisons de confiance

et pour pouvoir surveiller la gestion de leurs investissements. Un compromis pourrait être un réseau national de réseaux régionaux.

Deuxièmement, le service devrait être muni des ressources voulues. Il est fort peu probable que de tels services puissent s'autofinancer. Il faudrait donc qu'ils aient l'appui du secteur public ou qu'ils soient parrainés. Une étude américaine donne à entendre qu'il y a un lien direct entre le financement et le nombre d'investisseurs et d'entrepreneurs recrutés par le service (Harrison et Mason, 1993). Blatt et Riding (1993) ont constaté que l'absence d'un marketing efficace (nécessaire au maintien d'une campagne bien visible) est l'une des raisons pour lesquelles le REPIC a échoué.

Troisièmement, il serait souhaitable de procéder à un filtrage préalable des possibilités d'investissement. Cela a suscité un débat. D'après certains chercheurs, les services d'aiguillage ne devraient pas essayer d'évaluer les mérites des propositions d'investissement (Wetzel, 1983). Les investisseurs sont capables de le faire eux-mêmes. Il convient de signaler, cependant, que le problème pour les investisseurs ne consiste pas à trouver des possibilités d'investissement. Il consiste plutôt à en trouver *de bonne qualité*. Il serait donc nécessaire de veiller à la crédibilité du service en maintenant certaines normes minimales pour la divulgation de l'information. La prolifération de projets de piètre qualité pourrait tout simplement faire fuir les investisseurs. Il faudrait donc chercher à maintenir des normes minimales tout en tenant compte du fait que les investisseurs informels sont habituellement des investisseurs avertis capables de porter leurs propres jugements (Riding et Short, 1987a). Les normes devraient peut-être se rapporter à des exigences relatives à la divulgation de l'information. Dans ce contexte, le formulaire des SCOR utilisé dans la plupart des États américains a été approuvé par la North American Association of Securities Administrators. Il est suffisamment long pour que les investisseurs trouvent l'information utile, mais les propriétaires d'entreprise qui ne sont pas sérieux n'auraient pas le courage de le remplir.

En tentant de mettre sur pied un nouveau service d'aiguillage ou en améliorant un qui existe déjà, on pourrait peut-être prendre comme point de départ les leçons tirées des problèmes auxquels le REPIC s'est heurté. Blatt et Riding (1993) présentent une analyse des problèmes en proposant des solutions. Il convient aussi de signaler que tant les investisseurs que les entrepreneurs préféreraient qu'un tel service soit administré par un organisme non gouvernemental sans but lucratif.

Préparer les entrepreneurs

La première chose à faire pour aider les PME à être « prêtes » pour l'investissement consisterait peut-être à les aider à tenir compte des critères d'investissement utilisés par les investisseurs informels. Le seul fait de tenir compte des deux critères les plus importants - la qualité de la gestion (l'obstacle aux transactions) et le potentiel de marché de la possibilité (l'incitatif) - pourrait considérablement réduire les taux élevés de rejet par les anges.

Les entrepreneurs doivent être sensibles au fait que la seule « garantie » dont disposent les investisseurs informels est la capacité de la gestion d'obtenir des résultats. Il est donc de la plus

haute importance qu'ils mettent sur pied de bonnes équipes de gestion avant de s'adresser à des investisseurs. Les options sur titres sont un bon moyen d'attirer des professionnels de haut calibre sans qu'il faille sur-le-champ déboursier des sommes considérables d'argent. De récentes modifications fiscales ont rendu cette option encore plus attrayante. Un service d'aiguillage¹⁷ pourrait examiner la possibilité d'aider les entrepreneurs à offrir de tels programmes.

Les entrepreneurs pourraient songer à mettre l'accent sur les avantages financiers dans l'intérêt des investisseurs économiques tout en mettant l'accent sur les avantages hédonistes ou altruistes dans l'intérêt des deux (2) autres groupes d'investisseurs. Des possibilités de socialisation (avec d'autres investisseurs ou par le biais de visites d'entreprises) pourraient plaire à l'investisseur hédoniste tandis que les répercussions positives de l'entreprise pour la collectivité (p. ex. des possibilités d'emploi) pourraient intéresser l'investisseur altruiste. De même, différentes structures d'investissement pourraient être utilisées pour plaire à différents groupes. Mentionnons la taille de l'investissement, la durée prévue de l'investissement et le moyen d'investissement (emprunt, actions ordinaires, actions privilégiées ou débentures convertibles). Les entrepreneurs dont l'équipe de gestion n'a pas les compétences requises devraient chercher à obtenir une aide professionnelle de l'extérieur pour la préparation de leurs documents d'investissement.

Attirer les anges vierges

Un des avantages des études approfondies sur la démographie des investisseurs informels tient à ce qu'elles auront permis d'identifier des gens qui présentaient des caractéristiques semblables, mais qui ne faisaient pas encore partie du marché financier informel. Ces gens ont été appelés les « anges vierges ». Les « anges vierges » sont beaucoup plus nombreux que les « anges praticiens » et de loin. La bonne nouvelle, c'est que moyennant les stimulants nécessaires, plus de 71 p. 100 des « anges vierges » sont prêts à investir une partie de leur portefeuille (entre 1 et 14 p. 100) sur le marché informel des capitaux de risque (Freer et coll., 1994). Cela donne à entendre que la taille potentielle du marché informel des capitaux de risque est beaucoup plus grande que sa taille actuelle. Short et Riding (1987a) estiment que la taille potentielle du marché informel au Canada pourrait être de dix (10) à vingt (20) fois supérieure à celle du marché institutionnel des capitaux de risque. La question à se poser est la suivante : quels sont les stimulants susceptibles d'attirer les anges vierges?

Près de 50 p. 100 des anges vierges de Mason et Harrison (1993) ont indiqué que l'incapacité d'identifier les entreprises ayant besoin de fonds était est la principale raison pour laquelle ils n'avaient jamais investi dans des compagnies entrepreneuriales. Figuraient au nombre des autres considérations les risques élevés en cause, des préoccupations à propos des voies de sortie et le manque d'expertise en évaluation des investissements. Lorsqu'on leur a demandé quels stimulants les encourageraient à pénétrer sur le marché informel, les trois facteurs mentionnés le plus souvent ont été la connaissance personnelle de l'équipe de gestion, la prestation de renseignements sur les entreprises en quête de fonds par une source digne de confiance (ces deux

¹⁷ Voir ci-dessous.

facteurs ont trait surtout aux préoccupations à propos du risque) et les stimulants fiscaux¹⁸. Les efforts mis en oeuvre pour allécher les anges vierges devraient viser à apaiser ces préoccupations. Dans ce contexte, un service d'aiguillage aiderait grandement à l'identification des possibilités d'investissement; des ateliers pourraient contribuer à fournir les compétences et l'information nécessaires et des mentors (« archanges ») pourraient venir en aide aux nouveaux anges jusqu'à ce qu'ils aient pris pied. Le filtrage préalable des projets proposés par les services d'aiguillage donnera aussi une certaine confiance à de tels investisseurs. Cependant, le filtrage suppose que des facilitateurs du marché « conseilleraient » les investisseurs en puissance. À moins d'avoir été accrédités par les commissions des valeurs mobilières, les facilitateurs ne peuvent pas donner de conseils. Ainsi, les règlements relatifs aux valeurs mobilières constituent un obstacle de plus à l'investissement privé.

Une mise en garde

Lerner (1998) soulève une question qui donne matière à réflexion. Les PME, surtout les jeunes entreprises, supposent en elles-mêmes plus de risques que les grandes entreprises. Une incertitude considérable entoure leur survie et leur croissance. Pourquoi alors, se demande Lerner, quelqu'un voudrait-il encourager des épargnants amateurs, plutôt que des intermédiaires financiers spécialisés comme les investisseurs en capital de risque, à investir dans ce secteur¹⁹? Il faudrait donc se garder, en essayant de régler un problème, d'en créer un autre. Les questions auxquelles il faut répondre incluent les suivantes. Quel type d'investisseurs encourageons-nous? Quel type de fonds attirons-nous?

Les principales cibles devraient être les investisseurs à valeur ajoutée. Il s'agit surtout d'entrepreneurs ou de gens qui ont une expérience analogue. En fait, c'est une caractéristique importante des anges. Riding et Short (1987a) se sont aperçus que sur les 25 investisseurs interviewés, 21 avaient déjà joué un rôle au niveau de la haute direction dans le démarrage d'une nouvelle entreprise²⁰. Outre des fonds, de tels investisseurs peuvent mettre leurs contacts et leur expérience au service des sociétés émettrices. Les investisseurs ciblés devraient, en moyenne, pouvoir supporter la perte de leur investissement sur le marché financier informel. Reconnaisant l'importance de ce facteur, le document conceptuel du personnel de la DVMO²¹ dit que même si l'éducation et l'expérience doivent entrer dans la définition d'un investisseur averti ou

¹⁸ Les stimulants fiscaux sont discutés en détail ci-dessous.

¹⁹ Brav et Gompers (1997) ont constaté que les émissions initiales d'actions qui avaient auparavant reçu un financement par capitaux propres de fonds de capital de risque ont un meilleur rendement que d'autres émissions (y compris celles qui sont financées par des épargnants).

²⁰ Das et Lerner (1995) dans Lerner (1998) estiment que, dans certains cas, la participation d'épargnants non avertis peut faire qu'il est plus difficile pour une firme entrepreneuriale de réunir des capitaux externes.

²¹ « *Revamping the Regulation of the Exempt Market* » (www.osc.gov.on.ca).

accrédité²², la capacité de supporter la perte financière de l'investissement sur le marché informel devrait être le critère primordial.

Il ne semble pas prudent de cibler consciemment des fonds qui, en raison de la nature même de leurs objectifs, devraient être investis dans des valeurs mobilières relativement sûres. Riding et Short (1987, 1988) et Short et Riding (1989) ont constaté que les investisseurs hésitaient à investir les fonds de leur régime enregistré d'épargne-retraite (REER) sur le marché financier informel. Cela n'a rien de surprenant. L'épargne-retraite (un objectif axé sur la sécurité) et l'investissement informel (un investissement risqué) ne font pas bon ménage.

Les stimulants fiscaux

Les investisseurs informels ont fortement tendance à réinvestir sur le marché informel. Haar, Starr et MacMillan (1988) ont constaté que 90 p. 100 de leurs répondants seraient prêts à refaire un investissement de capital de risque informel. Environ 86 p. 100 de ceux qui ont trouvé d'autres types d'investissement plus rentables investiraient quand même dans des projets de type ange. Même parmi ceux dont les investissements d'ange ont échoué, jusqu'à 68 p. 100 investiraient de nouveau dans des projets de type ange. Des impôts élevés sur les gains en capital ralentissent d'au moins deux (2) façons cette importante remise en circulation du capital innovateur. Premièrement, ils atténuent l'enthousiasme des investisseurs à réaliser leurs gains en capital. Deuxièmement, ils diminuent le montant du gain réalisé qui va éventuellement à l'investisseur. *Des réductions de l'impôt sur les gains en capital aux États-Unis sont l'un des principaux facteurs qui ont entraîné la croissance rapide du marché formel des capitaux de risque (Wetzel, 1983; Gompers, 1998).* Il ne serait pas déraisonnable de croire que des réductions similaires axées sur le secteur privé informel donneraient des résultats comparables. De plus, de nombreuses études donnent à entendre que l'abaissement des gains en capital serait l'un des facteurs les plus susceptibles de convaincre les anges vierges de devenir des anges actifs (KPMG, 1992; Freear et coll., 1994). Selon Ernst et Young (2000, relaté dans Hill), « il y a une disparité dans les pratiques d'imposition mondiales qui, à notre avis, désavantage les entreprises technologiques à leurs débuts au Canada ».

Dans ce contexte, il semblerait que les changements suivants apportés à l'impôt sur les gains en capital dans le budget fédéral de 2000 pourraient avoir une incidence positive sur le marché financier informel :

- 1) La réduction de 75 p. 100 à 66 p. 100 de la partie imposable des gains en capital réalisés à l'égard des investissements;
- 2) La réduction de 37,5 p. 100 à 33,3 p. 100 de l'impôt sur l'ensemble des gains en capital pour les particuliers;

²² Le document propose que, comme aux États-Unis, cette catégorie d'investisseurs soit dispensée de l'exigence d'un prospectus.

- 3) L'introduction d'un allégement pour transfert qui permet aux investisseurs de reporter l'impôt sur les gains en capital à l'égard des investissements admissibles dans de petites entreprises à la condition de les réinvestir dans une autre petite entreprise dans les 120 jours suivant la cession ou 60 jours après la fin de l'année civile. Le transfert avec report d'impôt est limité à 500 000 \$ par année et l'argent doit être investi dans des entreprises admissibles ayant des actifs de moins de 2,5 millions de dollars.

Bien que ces changements représentent des étapes positives et constituent une amélioration, la situation n'est pas la même qu'aux États-Unis²³. Étant donné la mondialisation grandissante des marchés financiers et la facilité de dissémination de l'information, les capitaux d'investissement seront inévitablement dirigés vers les régimes où les taux de rendement après impôt sont les plus élevés. Par conséquent, *la parité avec l'impôt américain devrait demeurer un objectif*. Il importerait d'examiner l'incidence de ces changements sur le marché informel des investissements puisqu'on pourrait ainsi jeter les bases de futures modifications à la politique.

D'aucuns ont exprimé la crainte que de tels stimulants fiscaux attirent le « mauvais » type d'investisseurs - notamment ceux qui ne sont pas aussi avertis que l'investisseur informel moyen et qui auraient peut-être intérêt à investir dans des entreprises comportant relativement peu de risques. C'est là que les efforts des services d'aiguillage pour s'assurer que les projets entrepreneuriaux enregistrés satisfont à certaines normes minimales, et que la tenue d'ateliers pour informer les investisseurs intéressés pourraient être utiles.

Modifications à la réglementation

La réglementation des valeurs mobilières relève de la compétence des provinces et diffère donc d'une province à l'autre. L'organisme de réglementation provincial des valeurs mobilières le plus influent est la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) qui surveille la bourse la plus importante au Canada, la Bourse de Toronto. La *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario précise qu'avant de pouvoir mobiliser des capitaux au moyen de l'émission de valeurs mobilières, une compagnie doit déposer un prospectus auprès de la CVMO. La Loi prévoit cependant certaines exceptions à cette règle.

- La dispense relative aux compagnies fermées. Les documents constitutifs d'une compagnie fermée lui interdisent tout appel au public pour la souscription de ses actions. Cette dispense limite à 50 le nombre des actionnaires (à l'exclusion des employés) que peut avoir une compagnie fermée. La question la plus importante lorsqu'il s'agit de déterminer si une compagnie peut éviter de déposer un prospectus en vertu de cette dispense consiste à savoir si un investisseur éventuel est oui ou non un membre du public.

²³ Par exemple, l'impôt global sur les gains en capital des particuliers aux États-Unis est de 20 p. 100; l'allégement pour transfert est presque illimité (Ottawa Citizen, 29 févr. 2000).

- La dispense relative au placement privé. En vertu de cette dispense, si un investisseur investit au moins 150 000 \$ (sans qu'il y ait consortium), il est réputé être averti et un prospectus n'est pas requis. La CVMO doit cependant être mise au courant de telles opérations et l'entreprise peut être tenue de produire une notice d'offre.
- La dispense relative aux capitaux de lancement. En vertu de cette dispense, une compagnie peut réunir des fonds au moyen de sommes plus petites provenant d'au plus 25 investisseurs après avoir fait appel à au plus 50 personnes. Cette dispense ne peut être invoquée qu'une seule fois.

Les règlements mentionnés ci-dessus sont restrictifs. Ils limitent la capacité des petites entreprises de réunir des fonds de même que la capacité de fonctionnement des services de liaison. Le cadre réglementaire semble plus favorable aux États-Unis, où un prospectus n'est pas requis si l'investisseur éventuel peut établir sa compétence à titre d'investisseur accrédité. De manière générale, les investisseurs accrédités sont définis comme des personnes physiques ayant des avoirs d'une valeur nette (avec ou sans leur conjoint) de plus de un million de dollars américains et dont le revenu personnel a été supérieur à 200 000 \$US au cours des deux plus récentes années (300 000 \$ si le revenu du conjoint est inclus). De telles personnes sont présumées être averties²⁴ et une plus grande flexibilité est permise dans la communication entre les entrepreneurs et elles qu'avec le grand public.

À la suite des recommandations du Groupe de travail McCallum sur le financement des petites entreprises (Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, 1996), la CVMO envisage actuellement des modifications à la réglementation (de l'Ontario) pour que soit adoptée une règle de la valeur nette semblable à celle qui est en vigueur aux États-Unis. Il reste qu'il sera nécessaire de faciliter le processus de manière à alléger le climat défavorable dans lequel les petites entreprises et les services de liaison évoluent actuellement.

La pluralité des règlements provinciaux en matière de valeurs mobilières fait qu'il est difficile et coûteux pour les entreprises (surtout les plus petites) de réunir des fonds dans différentes provinces. Il faudrait donc qu'il y ait un organisme (semblable à la US Securities and Exchange Commission) qui coordonne la réglementation d'une province à l'autre pour réduire les écarts interprovinciaux.

²⁴ Un investisseur averti s'entend d'une personne « qui a les connaissances et l'expérience qu'il faut pour obtenir et analyser l'information nécessaire pour évaluer une possibilité d'investissement particulière sans l'aide d'un prospectus et qui a la capacité financière de supporter la perte de l'investissement » (*Revamping the Regulation of the Exempt Market* www.osc.gov.on.ca).

SUGGESTIONS QUANT AUX FUTURES RECHERCHES

La présente section cerne les lacunes dans les écrits et indique par conséquent quelles recherches plus poussées seraient utiles.

LES SOCIÉTÉS-ANGES

Les sociétés-anges peuvent être définies comme étant des entreprises - autres que des sociétés d'investissement en capital de risque - qui servent d'anges financiers. Même si ces sociétés-anges jouent un rôle dans le financement des PME, surtout dans le secteur de la technologie, elles n'ont guère retenu l'attention dans les documents de recherche. Des recherches à ce sujet donneraient une meilleure idée aux décisionnaires de l'étendue de ce segment du marché des anges et de ce qui pourrait être fait pour l'encourager²⁵.

PERCEPTIONS QU'ONT LES ENTREPRENEURS DU MARCHÉ DES ANGES

Les recherches empiriques sur l'investissement des anges ont presque toutes été concentrées exclusivement sur l'offre (c'est-à-dire les investisseurs). Il semblerait que les seules études au Canada à avoir consisté en un examen empirique de la demande (c'est-à-dire les PME) soient celles qui ont été faites par Short (1987), Short et Riding (1987a) et l'ABC (1998). Une étude fondée sur un échantillon plus vaste et plus représentatif doit être menée pour mieux renseigner les décisionnaires sur les questions liées à la demande.

TAILLE DU MARCHÉ FINANCIER INFORMEL

Il semblerait qu'aucune étude nationale n'ait été effectuée à ce jour pour évaluer la taille actuelle et potentielle du marché informel au Canada. Des précisions à ce sujet assureraient un fondement relativement plus objectif aux efforts visant à promouvoir le marché.

INCIDENCE DE L'INVESTISSEMENT PRIVÉ SUR LES TAUX DE RÉUSSITE ET D'INSUCCÈS

On peut soutenir que la participation des investisseurs privés constitue une valeur ajoutée pour les sociétés émettrices. Cependant, il n'existe aucune donnée sur l'incidence à long terme de leur participation. Dans la mesure où la participation des investisseurs privés contribue à la viabilité et à la croissance des entreprises, la création d'emplois et la prospérité économique s'en trouvent accrues. À ce jour, aucune étude n'a encore porté sur la mesure dans laquelle les investisseurs

²⁵ La seule analyse des sociétés-anges découverte dans le cadre de la présente étude correspond à une petite partie des travaux de Coveney et de ses collaborateurs (1998) dans le contexte britannique. Ils ont signalé que les sociétés-anges au Royaume-Uni investissent habituellement des sommes relativement importantes (plus de 200 000 £), sont ordinairement majoritaires, appuient en moyenne trois entreprises chacune, et croient qu'il est important que les entreprises éventuelles soient situées dans un secteur industriel apparenté.

privés sont utiles à la société à cet égard. Pour le savoir, il faudrait procéder à une étude longitudinale faisant appel à un panel d'entreprises.

ATTIRER LES ANGES VIERGES

Il serait utile de procéder à une étude afin de savoir pourquoi les anges vierges n'ont pas encore pénétré sur le marché au Canada et quels sont les facteurs qui pourraient les y inciter.

PRÉFÉRENCES DES ANGES EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT

La question de savoir si les anges préfèrent certains secteurs de l'économie à d'autres, notamment les secteurs technologiques à ceux qui ne le sont pas, a déjà été examinée (Wetzel, 1983; Aram, 1989). Riding et Short (1989), par exemple, ont constaté que les anges de leur échantillon avaient surtout investi dans le secteur de la haute technologie, mais cela est probablement attribuable à la taille de ce secteur dans la région d'Ottawa-Carleton d'où provenait l'échantillon. La connaissance des préférences des anges en matière d'investissement permettrait aux décisionnaires de coordonner les efforts visant à améliorer le marché de l'investissement des anges et d'autres programmes²⁶ destinés également à aider les PME à obtenir des fonds.

²⁶ Comme le programme de garantie de prêts.

RÉSUMÉ ET CONCLUSION

Le manque d'accès au crédit a nui à la croissance de nombreuses petites entreprises canadiennes. Les fonds de capital de risque, qui venaient en aide aux petites entreprises à leurs débuts, s'orientent de plus en plus vers les entreprises plus grosses qui en sont à un stade plus avancé de leur développement. En réponse à cela, les petites entreprises se sont tournées vers le marché financier informel. Ce marché est composé d'individus (les anges financiers) qui fournissent directement des capitaux de risque à des entreprises avec lesquelles ils n'entretenaient auparavant aucun lien. Les anges financiers sont aujourd'hui la source la plus importante de capitaux propres de l'extérieur pour les PME. Ils leur fournissent les sommes relativement modestes dont elles ont besoin pour démarrer et durant les premières étapes de leur existence et sont plus sensibles à leurs besoins.

Le fonctionnement du marché informel a cependant été inefficace. Cela est en grande partie attribuable à l'invisibilité des investisseurs informels, à la fragmentation du marché et à de mauvais canaux de communication entre les entrepreneurs et les investisseurs éventuels. Résultat, même si les investisseurs ont des sommes supplémentaires à investir, les PME souffrent d'un manque aigu de crédit. Cette situation peut porter à croire que le manque de crédit pourrait être attribuable à l'inefficacité du marché plutôt qu'à une pénurie réelle de capitaux. Certaines des mesures qui pourraient être mises en place pour venir à bout de l'inefficacité ont été examinées. Elles englobent l'aide aux entrepreneurs pour qu'ils soient prêts à accueillir les investisseurs, l'établissement (ou l'amélioration le cas échéant) de services d'aiguillage, l'attraction des anges vierges (investisseurs éventuels qui n'ont pas encore pénétré sur le marché), l'octroi de stimulants fiscaux et la modification des règlements actuellement défavorables en matière de valeurs mobilières.

En conclusion, une économie florissante, un marché financier fort et une population vieillissante ont contribué à créer des gens riches qui sont prêts à investir sur le marché financier informel. L'inefficacité du marché l'a cependant empêché de réaliser son plein potentiel. De nombreuses PME souffrent d'un manque de capitaux. Les entrepreneurs, surtout dans le secteur de la technologie, émigrent vers les États-Unis en quête de capitaux pour développer leurs idées. La réduction de l'inefficacité du marché pourrait grandement atténuer ces problèmes. Le présent document renferme certaines suggestions quant à la manière de s'y prendre. Il a aussi cerné certains domaines dans lesquels des recherches plus poussées seraient utiles.

Ce sont peut-être surtout les recherches longitudinales recommandées qui seraient les plus importantes. Recherche longitudinale s'entend dans ce contexte du suivi en permanence de panels d'entreprises et d'investisseurs sur une période de plusieurs années. De telles recherches comporteraient des avantages immédiats et à long terme. Des avantages immédiats résulteraient de la collecte de données de référence sur les préférences en matière d'investissement, les sommes en cause et les types d'entreprises. Des données à long terme sur les entreprises offriraient l'occasion de tirer parti des données recueillies au moyen des panels et de

constamment interroger les panels sur les initiatives et les interventions éventuelles. Pour reprendre les termes de Farrell (1998):

« Seule une analyse longitudinale permettra de juger des effets déterminants et des résultats des décisions en matière d'investissement. Avec le recul, on pourra se faire une meilleure idée des décisions en matière de capitaux prises par l'entrepreneur, du succès ou de l'échec d'une entreprise et des décisions en matière d'investissement prises par l'investisseur. En suivant dans le temps les habitudes d'investissement des investisseurs, leur tendance à réinvestir et les effets des capitaux sur les entreprises et les entrepreneurs, nous arriverions à beaucoup mieux comprendre... Il s'agit là de recherches coûteuses que justifie la valeur de la réussite de l'entrepreneurship pour la société. »

BIBLIOGRAPHIE

- Acs, Z.J., et Tarpley, F.A., Jr. (1998). *The Angel Capital Electronic Network (ACE-Net)*, Journal of Banking and Finance, vol. 22, p. 793-797.
- Amit, R., Brander, J., et Zott, C. (1998). *Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence*, Journal of Business Venturing, vol. 13, p. 441-466.
- Aram, J.D. (1989). *Attitudes and Behaviors of Informal Investors toward Early-Stage Investments, Technology-Based Ventures, and Coinvestors*, Journal of Business Venturing, vol. 4, p. 333-347.
- Association des banquiers canadiens (1998). *Small Business in Ontario: An Assessment of Access to Capital*, Toronto.
- Binks, M.R., Ennew, C.T., et Reed, G.V. (1992). *Information Asymmetries and the Provision of Finance to Small Firms*, International Small Business Journal, vol. 11 (1), p. 35.
- Blanton, W.R., et Dorman, T.L. (1994). *Small Business Spotlight... SBA Loans For Community Banks*, Journal of Commercial Lending, 02/01/1994.
- Blatt, Rena (1993). « Young Companies Study (1982 - 1992) », Toronto : Ministère du Développement économique et du commerce, 900, rue Bay, Toronto, Canada M7A 2W1.
- Blatt, R., et Riding, A. (1993). « ...Where Angels Fear to Tread » : *Some Lessons from the Canada Opportunities Investment Network Experience*, sous la dir. de Harrison, R.T., et Mason, C.M., Informal Venture Capital: Information, Networks and Public Policy, Hemel Hempstead, Woodhead-Faulkner.
- Brav, A., et Gompers, P.A. (1997). *Myth or Reality?: Long-run Underperformance of Initial Public Offerings; Evidence from Venture Capital and Nonventure Capital-backed IPOs*, Journal of Finance, vol. 52, p. 1791-1821.
- Centre canadien du marché du travail et de la productivité (1995). *Générer la croissance : Améliorer l'accès aux capitaux des petites et moyennes entreprises*, Ottawa (Ontario), 1995.
- Christensen, J., Jackson, S., Riding, A., et Mensah, S. (1999). *Loan Guarantee Schemes in Six Countries*, document de travail, University of Aalborg.
- Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (1996). *Groupe de travail sur le financement des petites entreprises*, Rapport final, Toronto.
- Coveney, P., Moore, K., et Nahapiet, J. (1998). *Business Angels: Taping the Potential of Individual Investors in Britain*, Oxford Executive Research Briefings, Templeton College, University of Oxford.

DalCin, P., Duxbury, L., Haines, G., et Riding, A.L. (1993). *Financing Enterprise Development: Factors in the Decision-Making Process Employed by Canadian Angels*, Compte rendu de la 10^e conférence du Conseil canadien de la PME et de l'entrepreneuriat, Moncton (Nouveau-Brunswick).

Ernst and Young, 2000. Rapport au ministère fédéral des Finances mentionné par Bert Hill dans le journal *Ottawa Citizen*, 4 février 2000 (page D1).

Farrell, E. (1998). *Informal Venture Investment in Atlantic Canada: A Representative View of Angels*, Agence de promotion économique du Canada atlantique et St. Mary's University, Halifax.

Feeney, L., Haines, G.H., Jr. et Riding, A.L. (1999). *Private Investors' Investment Criteria: Insights from Qualitative Data*, Venture Capital, vol. 1(2), p. 121-145.

Freear, J., Sohl, J.E., et Wetzel, W.E., Jr. (1994). *Angels and Non-Angels: Are There Differences*, Journal of Business Venturing, vol. 9, p. 109-123.

Gompers, P.A. (1998). *Venture Capital Growing Pains: Should the Market Diet?*, Journal of Banking and Finance, vol. 22, p. 1089-1104.

Haar, N.E., Starr, J., et MacMillan, I.C. (1988). *Informal Risk Capital Investors: Investment Patterns on the East Coast of the U.S.A.*, Journal of Business Venturing, vol. 3, p. 11-29.

Harrison, R., et Mason, C. (1992). *International Perspectives on the Supply of Informal Venture Capital*, Journal of Business Venturing, vol. 7, p. 459-475.

Harrison, R., et Mason, C. (1993). *Finance for the Growing Business: The Role of Informal Investment*, National Westminster Bank Quarterly Review, 17-29 mai.

KPMG Management Consulting (1992). *Investment Networking*, Glasgow, Scottish Enterprise.

Lader, P. (1996). *The Public/Private Partnership*, Springs, vol. 35, n° 2, p. 41-44 .

Landstrom, H. (1998). *Informal Investors as Entrepreneurs*, Technovation, vol. 18 (5), p. 321-333.

Lerner, J. (1998). *'Angel' Financing and Public Policy: An Overview*, Journal of Banking and Finance, vol. 22, p. 773-783.

Lumme, A., Mason, C., et Suomi, M. (1998). Informal Venture Capital: Investors, Investments and Policy Issues in Finland, Kluwer Academic Publishers, Boston.

MacIntosh, J. G. Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprise in Canada, University of Toronto, 1995.

Mason, C., et Harrison, R. (1995). *Informal Venture Capital*, Prentice-Hall International, Londres, Royaume-Uni.

- Mason, C., et Harrison, R. (1996). *Why 'Business Angels' Say No: A Case Study of Opportunities Rejected by an Informal Investor Syndicate*, International Small Business Journal, vol. 14 (2), p. 35-51.
- Myers, S.C., et Majluf, N.J. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have*, Journal of Financial Economics, vol. 13, p. 187-221.
- Myers, S.C. (1984). *The Capital Structure Puzzle*, Journal of Finance, vol. 39, p. 575-592.
- Navarre, A., et Janoff, D. (1986). *Role of Matchmaking Networks in the Financing of Small Business*, Ministères des Finances et de l'Expansion économique régionale, Ottawa.
- Peterson, R., et Schulman (1987). *Entrepreneurs and Banking in Canada*, Journal of Small Business and Entrepreneurship.
- Prowse, P. (1998). *Angel Investors and the Market for Angel Investments*, Journal of Banking and Finance, vol. 22, p. 785-792.
- Riding, A.L., et Short, D.M. (1987). *Some Investor and Entrepreneur Perspectives on the Informal Market for Risk Capital*, Journal of Small Business and Entrepreneurship, vol. 4, p. 19-30.
- Riding, A.L., et Short, D.M. (1988). *On the Estimation of the Investment Potential of Informal Investors: A Capture-Recapture Approach*, Journal of Small Business and Entrepreneurship, vol. 5, p. 26-40.
- Riding, A.L., Duxbury, L., et Haines, G., Jr. (1996). *A Personality Profile of Canadian Informal Investors*, Journal of Small Business Management, vol. 34, p. 44-55.
- Sahu, P.K. (1987). *Small Business and the Venture-Capital Industry in Canada*, Journal of Small Business and Entrepreneurship.
- Short, D.M., et Riding, A.L. (1989). *Informal Investors in the Ottawa-Carleton Region: Experiences and Expectations*, Entrepreneurship and Regional Development, vol. 1, p. 99-112.
- Small Business Administration. « The Process and Analysis Behind ACE-NET » (www.sba.gov).
- Sullivan, M.K., et Miller, A. (1996). *Segmenting the Informal Venture Capital Market: Economic, Hedonistic and Altruistic Investors*, Journal of Business Research, vol. 36, p. 25-35.
- Suret, J.-M., Arnoux, L., et Dorval, J.-C. (1995). *L'investissement informel au Québec*, Conseil de la science et de la technologie du Québec.
- Wetzel, W.E., Jr. (1983). *Angels and Informal Risk Capital*, Sloan Management Review, vol. 24, p. 23-34.