

Rapport intérimaire du Comité sénatorial permanent
des banques et du commerce

**POUR UN ENVIRONNEMENT
PROPICE À LA PROSPÉRITÉ :
FACILITER LA CROISSANCE
DES PETITES ET DES MOYENNES
ENTREPRISES CANADIENNES**

Le président
L'honorable E. Leo Kolber

Le vice-président
L'honorable David Tkachuk

Septembre 2002



LE SÉNAT

Rapport intérimaire du Comité sénatorial permanent
des banques et du commerce

**POUR UN ENVIRONNEMENT
PROPICE À LA PROSPÉRITÉ :
FACILITER LA CROISSANCE
DES PETITES ET DES MOYENNES
ENTREPRISES CANADIENNES**

Le président
L'honorable E. Leo Kolber

Le vice-président
L'honorable David Tkachuk

Septembre 2002

TABLE DES MATIÈRES

POUR UN ENVIRONNEMENT PROPICE À LA PROSPÉRITÉ : FACILITER LA CROISSANCE DES PETITES ET DES MOYENNES ENTREPRISES CANADIENNES

Composition du Comité.....	iv
Ordre de renvoi	vi
Recommandations.....	viii
I. Introduction.....	1
II. Piètre performance des petites entreprises	3
III. Questions liées au marché financier	7
A. Le financement du démarrage des entreprises	7
B. Le cas particulier des fonds de travailleurs	13
C. Investissement institutionnel et étranger	17
D. Échelle et liquidité des bourses, et voie de sortie des investissements	23
IV. Distorsions liées à la réglementation.....	25
A. Problèmes liés à la réglementation bancaire	25
B. Exigences relatives au blocage des titres	29
C. Règles concernant les sociétés affiliées	33
D. Responsabilité des administrateurs.....	35
V. Incitatifs fiscaux	37
A. Impôt sur les gains en capital.....	37
B. Charges fiscales non liées aux bénéfices	39

C. Allégements et incitatifs fiscaux initiaux et généralisés	41
VI. Manque de compétence en gestion.....	43
A. Réticence des propriétaires de PME à céder une partie de leur contrôle	43
B. Manque de compétences en gestion, en vente et en marketing	45
C. Contexte culturel du milieu des affaires et éducation	47
VII. Conclusion	49
Addendum - Tables rondes de Chicago sur le financement par actions des petites entreprises	
Table ronde n° 1	52
Table ronde n° 2 et 3	56
Table ronde n° 4	61
Table ronde n° 5	64
Témoins	67

COMPOSITION DU COMITÉ

L'honorable E. Leo Kolber, *président*

L'honorable David Tkachuk, *vice-président*

et

Les honorables sénateurs :

Angus

*Lynch-Staunton (ou Kinsella)

*Carstairs, C.P. (ou Robichaud, C.P.)

Meighen

Furey

Oliver

Hervieux-Payette, C.P.

Poulin

Kelleher, C.P.

Setlakwe

Kroft

Wiebe

**Membres d'office*

Nota : Les honorables sénateurs Austin, C.P., Callbeck, Kenny et Kirby (à titre de président) ont aussi assisté à la présente étude.

Personnel de la Direction de la recherche parlementaire, Bibliothèque du Parlement :

Mme June Dewetering, analyste principale par intérim et M. Alexandre Laurin, attaché de recherche, Division de l'économie.

Nota : M. Gerald Goldstein, directeur, Division de l'économie, M. Marion Wrobel, analyste principal, Division de l'économie et Mme Margaret Smith, attachée de recherche, Division du droit et du gouvernement, ont assisté à la présente étude en qualité de chercheurs du Comité.

Personnel de la Direction des comités et de la législation privée :

Denis Robert, greffier du Comité

Nota : M. Gary Levy était greffier du Comité jusqu'au 30 juin 2000.

ORDRE DE RENVOI

Extrait des Journaux du Sénat, mardi 20 mars 2001 :

L'honorable sénateur Tkachuk, au nom de l'honorable sénateur Kolber, propose, appuyé par l'honorable sénateur Cohen,

« Que le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce soit autorisé à examiner, afin d'en faire rapport, la situation actuelle du régime financier canadien et international;

Que les documents et témoignages recueillis à ce sujet au cours de la première et deuxième session de la trente-sixième législature et tout autre document parlementaire et témoignage pertinent concernant ledit sujet soient renvoyés à ce Comité;

Que le Comité soit habilité à permettre le reportage de ses délibérations publiques par les médias d'information électroniques, en dérangeant le moins possible ses travaux;

Que, nonobstant les pratiques habituelles, le Comité soit autorisé à déposer un rapport intérimaire sur ledit sujet auprès du greffier du Sénat, si le Sénat ne siège pas, et que ledit rapport soit réputé avoir été déposé au Sénat; et

Que le Comité soumette son rapport final au plus tard le 31 mars 2002.

Après débat,

La motion, mise aux voix, est adoptée. »

Extrait des Journaux du Sénat, mercredi 6 mars 2002 :

L'honorable sénateur Kolber propose, appuyé par l'honorable sénateur Maheu,

Que la date de présentation du rapport final du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce au sujet de son étude sur la situation actuelle du régime financier canadien et international, autorisée par le Sénat le 20 mars 2001, soit reportée au jeudi 27 mars 2003.

La motion, mise aux voix, est adoptée.

Paul Bélisle
Greffier du Sénat

RECOMMANDATIONS

Que le taux d'inclusion des gains en capital, qui a été ramené à 50 % dans l'*Énoncé économique et la mise à jour budgétaire* d'octobre 2000 du ministre des Finances soit encore réduit.

Que le gouvernement fédéral entreprenne des activités visant à mieux coordonner ses services de jumelage, comme le Plan d'investissement communautaire du Canada piloté par Industrie Canada, de sorte que les investisseurs soient jumelés avec des entrepreneurs ayant besoin de financement.

Que le gouvernement fédéral convoque une réunion avec des organismes provinciaux de réglementation du secteur des valeurs mobilières pour que les exigences en matière d'achat minimal et les obstacles fiscaux ne découragent pas indûment l'investissement.

Que le gouvernement fédéral tienne compte des répercussions négatives que pourraient avoir toute nouvelle mesure législative ou mesure dans le domaine de la réglementation sur les fonds de travailleurs.

Que le gouvernement fédéral étudie la question des investissements de capital de risque par des fonds de pension, et se penche notamment sur les obstacles tenant à la réglementation ou de nature structurelle qui s'opposent à de tels investissements, en particulier par des fonds de travailleurs.

Que le gouvernement fédéral encourage, par ses fonctions en matière de législation et de réglementation, un climat qui permette l'essor et la prospérité des bourses canadiennes.

Que le gouvernement fédéral entreprenne une étude afin de cerner les barrières ou obstacles nuisant à la capacité des banques d'être concurrentielles pour ce qui est des activités liées au capital de risque dans le but de les éliminer.

Que le gouvernement fédéral amorce un dialogue avec les divers intervenants à propos d'un régime de blocage de fonds national et que l'on étudie par ailleurs la mesure dans laquelle les exigences en matière de blocage de fonds peuvent décourager les appels publics à l'épargne, en vue de modifier en conséquence ces exigences.

Que le ministère des Finances examine les règles concernant les sociétés affiliées énoncées dans la *Loi de l'impôt sur le revenu* en vue de déterminer l'opportunité d'exempter les actions détenues par des sociétés de capital de risque de l'application de ces règles.

Que le gouvernement fédéral fasse en sorte d'appliquer toutes les recommandations que le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce a formulées à propos des responsabilités des administrateurs de sociétés.

Que le gouvernement fédéral modifie la *Loi de l'impôt sur le revenu* pour abaisser encore le taux d'imposition des gains en capital.

Que le gouvernement fédéral étudie l'impact de l'impôt des sociétés dans le but de réduire ou d'éliminer la part qu'il occupe dans cette ponction.

Que le gouvernement fédéral mène une étude sur les incitatifs existants, qu'il soient de nature fiscale ou autre, afin d'établir s'ils donnent les résultats escomptés et ne faussent pas les décisions en matière d'investissement.

Que le gouvernement fédéral étudie des moyens d'encourager le perfectionnement des compétences et l'apprentissage continu parmi les gestionnaires et entrepreneurs canadiens. Ces incitatifs doivent reconnaître les besoins et les défis particuliers qui se posent à ces Canadiens séparément des efforts plus généraux que le gouvernement déploie en ce sens.

POUR UN ENVIRONNEMENT PROPICE À LA PROSPÉRITÉ: FACILITER LA CROISSANCE DES PETITES ET DES MOYENNES ENTREPRISES CANADIENNES

*« Aux États-Unis, quand on veut encourager, on cherche à encourager la croissance des entreprises, par exemple en encourageant les émissions initiales. Au Canada, quand on cherche à encourager les entreprises, on semble les encourager surtout à rester modestes. »
(J. Mintz, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 52)*

I. Introduction

Le financement des petites et moyennes entreprises est devenu une importante question de politique gouvernementale au Canada dans les années 90. Au vu des données de Statistique Canada montrant un déclin du financement accordé par les banques au secteur des petites entreprises, ainsi que des nombreuses plaintes de ces dernières, il a semblé que l'accès au capital avait nettement reculé après la récession du début de la décennie.

Le Comité, parmi d'autres, a constaté que l'endettement n'est qu'un des volets du financement des petites entreprises. En réalité, l'importance exagérée accordée au financement par emprunt masquait le fait qu'une bonne partie des difficultés de financement des petites entreprises découlaient d'un manque de capitaux propres. Si les banques refusaient de les financer, c'est en partie parce qu'elles ne jugeaient pas leurs demandes recevables, autrement dit, parce que les capitaux propres dont les bilans des entreprises faisaient état n'étaient pas suffisants pour les convaincre de leur octroyer de l'argent frais.

La Fédération canadienne de l'entreprise indépendante a souligné cette réalité « La dette bancaire forme une partie de l'équation, mais les capitaux propres forment l'autre. Nous avons tendance à concentrer notre attention sur la dette bancaire, mais si l'on ne tient pas compte des capitaux propres, on se concentrera toujours sur le capital bancaire. Je crois que si nous voulons développer des entreprises dans ce pays au rythme souhaité, nous devons réaliser qu'il faut examiner l'apport de capitaux propres pour le marché des PME [petites et moyennes entreprises], et amener de nouveaux outils à ce secteur. » (B. Gray, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

C'est précisément ce que le Comité se propose de faire dans ce rapport. Nous souhaitons attirer l'attention non plus sur le financement par emprunt, mais plutôt sur le financement par actions. On constate en fait que l'emprunt est, pour les PME, une méthode de financement

courante dont le marché est bien développé et très actif. Par contre, le marché du financement par actions d'entreprises qui démarrent est beaucoup moins développé. Pourquoi est-ce le cas et que peut-on y faire? Le Comité espère que ce rapport contribuera à apporter certaines réponses.

Les obstacles au financement par actions des PME prennent diverses formes. Certains sont dus à la nature du marché. Il existe une asymétrie au niveau de l'information dont disposent les entrepreneurs et les financiers. D'un côté, le financement par actions présente un risque élevé du point de vue des investisseurs. D'un autre côté, le fait que les entrepreneurs ne comprennent pas bien comment fonctionne le financement les conduit à avoir des attentes irréalistes au sujet de la valeur de leur entreprise, si bien qu'ils viennent à penser que le financement par actions est trop onéreux. Étant donné que les entrepreneurs souhaitent aussi tout naturellement conserver la propriété et le contrôle de leur entreprise, il est souvent difficile pour les pourvoyeurs de fonds et les demandeurs de fonds de s'entendre.

Mais les obstacles au financement par actions ne sont pas uniquement attribuables aux caractéristiques du marché et de ses participants. Les gouvernements, tant fédéral que provinciaux, sont eux-mêmes responsables en la matière, en élevant des barrières qui peuvent être de nature fiscale ou réglementaire.

Dans le texte qui suit, on explore de façon plus approfondie la croissance des petites entreprises, à la section II. Dans la section III, on examine les aspects du marché financier qui concernent les investissements dans le capital-actions d'entreprises jeunes ou qui démarrent. La section IV se concentre sur les obstacles réglementaires qui empêchent les petites entreprises d'obtenir un financement par actions. La section V traite de l'imposition du revenu d'investissement et de ses effets sur le comportement des investisseurs. Enfin, la section VI porte sur des questions qui concernent les entrepreneurs, comme la culture, l'éducation et les compétences.

II. Piètre performance des petites entreprises

Les petites et moyennes entreprises (PME) constituent une partie importante de l'économie canadienne. Elles fournissent 50 % de l'emploi dans le secteur privé et près de 43 % du produit intérieur brut¹. « Soixante dix-huit pour cent de toutes les entreprises canadiennes comptent cinq employés ou moins. Environ 94 % des entreprises ont 20 employés ou moins, tandis que 97 % en comptent 50 ou moins. » (*Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.*) Depuis les années 80, le secteur des petites entreprises a créé 87 % des nouveaux emplois au Canada².

Le Canada compte un très grand nombre d'entrepreneurs. En fait, selon une étude de Statistique Canada de 1999, l'emploi autonome représentait environ 80 % des gains d'emploi nets au Canada (mais seulement 1 % aux États-Unis) entre 1989 et 1997. Environ 40 % de ces nouveaux emplois concernaient les industries de service où le taux de rémunération est plus élevé³.

Même si l'importance des PME dans l'économie est bien connue, le Comité a estimé que l'on n'avait pas porté suffisamment attention à la croissance des petites entreprises au Canada en particulier, ni à l'incidence de ce facteur sur le niveau de prospérité en général.

Selon M. Jack Mintz, président de l'Institut C.D. Howe, plusieurs études montrent que les entrepreneurs canadiens ont créé de nombreuses entreprises dans les années 80 et 90, mais que, dans les années qui ont suivi leur création, elles ont connu une faible croissance. M. Mintz a déclaré au Comité que l'une de ses principales préoccupations vient du fait que le système canadien offre des incitatifs intéressants pour la création des petites entreprises mais qu'il n'appuie pas la croissance des PME.

Par exemple, ... parmi les entreprises qui comptaient moins de cinq employés en 1985, 1,1 % seulement ont affiché une croissance leur ayant permis de compter plus de 20 employés huit ans plus tard, [en 1993] ... Par ailleurs, dans le cas des compagnies qui comptaient de 5 à 19,9 employés en 1985, 12 % avaient atteint le chiffre de 20 employés ou plus ... Plusieurs études l'ont corroboré. (J. Mintz, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 52.)

Ainsi, les PME canadiennes semblent croître assez lentement, surtout dans le secteur de la haute technologie, qui constitue la nouvelle économie. Or, ce sont les nouvelles entreprises, surtout celles de la nouvelle économie, qui ont le plus de chances de stimuler la croissance. Le financement par actions est la meilleure solution pour elles. M. Vernon Lobo, directeur exécutif de Mosaic Venture Partners, a déclaré au Comité :

¹ Le Conference Board du Canada, « What's New in Debt Financing for Small and Medium-Sized Enterprises », 1997, p. 2.

² Ibid.

³ Garnett Picot et Marilyn E. Manser, « Self-employment in Canada and in the United States », *Perspectives on Labour and Income*, automne 1999, p. 37-44.

Aux États-Unis, la nouvelle économie a créé plus de 25 fois plus de richesse économique qu'au Canada. Si nous excluons les plus grandes entreprises dans chaque pays, le ratio passe à 48 fois. Il s'agit de dollars nominaux; si nous devons le transformer en dollars équivalents, ce serait de l'ordre de 75 fois. (V. Lobo, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Il est donc essentiel d'améliorer l'accès au financement extérieur pour que le taux de croissance des PME au Canada grimpe. Les petites entreprises ne bénéficient pas de la même souplesse financière que les grandes. Elles présentent des risques plus élevés pour les créanciers traditionnels. Cela est particulièrement vrai pour les industries du savoir où les nouvelles entreprises sont essentiellement le produit d'idées novatrices et de capital humain, car les sources traditionnelles de financement par emprunt sont mal équipées pour financer ce genre d'entreprises si elles ne possèdent pas suffisamment de capitaux propres ou de machines qui peuvent être utilisés comme garantie. Mais qu'il s'agisse de sociétés de la nouvelle économie ou de l'ancienne, de nombreuses petites entreprises ne peuvent simplement pas avoir recours aux banques en raison de leur bilan. En bref, elles n'ont pas assez de capitaux propres.

La principale source de financement pour toutes ces activités [petites entreprises] est constituée des capitaux propres. Mais les investissements dans le savoir, comme la R et D et l'acquisition de technologie, sont plus souvent financés par les capitaux propres que les actifs physiques. Les investissements dans les actifs physiques, comme les machines, l'équipement, les terres et les bâtiments, qui présentent normalement un risque moins élevé, sont plus souvent financés par un emprunt à long terme que les investissements dans le savoir. Par conséquent, les entreprises doivent posséder un montant élevé de capitaux propres pour investir dans le savoir.

L'importance des capitaux propres pour le financement des activités du savoir apparaît également dans les différentes structures financières parmi les industries. Les entreprises qui œuvrent dans des industries dynamiques à haute teneur en savoir (industries où des dépenses en R et D, l'utilisation de la technologie et de travailleurs compétents sont élevées), utilisent relativement plus de capital propre. Par contre, les entreprises des industries à faible savoir dépendent beaucoup plus largement du financement par actions⁴.

L'importance des capitaux propres pour les entreprises de la nouvelle économie n'a rien de surprenant. Alors que les actifs physiques peuvent servir à cautionner le financement par emprunt, les biens incorporels sont moins adaptés à ce type de financement. Compte tenu de l'évolution de l'économie canadienne, l'accès aux capitaux propres revêt une importance accrue. M. Gordon Thiessen, prédécesseur de M. David Dodge au poste de gouverneur de la Banque du Canada, a récemment déclaré que des changements technologiques considérables étaient en train de se produire dans le monde. C'est certainement le cas au Canada, et de façon très marquée. Pour les entreprises de la nouvelle économie, l'utilisation du savoir et de la technologie est une

⁴ J. Johnson, J. R. Baldwin et C. Hinchey (1997), « Les jeunes entreprises montantes : se donner les moyens de survivre et de croître », n° 61-524 au catalogue, Statistique Canada, Ottawa.

partie importante du processus de production. C'est la raison pour laquelle le financement par actions est essentiel au développement de la nouvelle économie au Canada.

Le Canada s'en tire plutôt bien dans le contexte de la nouvelle économie par rapport à d'autres pays, mais il reste encore beaucoup à faire, en particulier dans le secteur de la haute technologie. M. Denzil Doyle, président de Capital Alliance Ventures Inc., a déclaré au Comité :

[Selon] un document qu'Industrie Canada a consacré en 1995 exclusivement à l'industrie de l'information et de la technologie des communications, dans ce secteur, nos exportations se chiffraient à 19,5 milliards de dollars, ce qui représente une augmentation d'environ 7,5 % par rapport à l'année précédente ... Les importations, en revanche, étaient de 35,6 milliards de dollars, soit une augmentation de 16,7 %.. ... Si l'on remonte à 1972 ... on s'aperçoit que le Canada servait environ 4 % de la demande du marché dans le secteur des produits de la haute technologie. ... De nos jours, sa part est de moins de 1,5 %. Par conséquent, notre part du marché de la nouvelle économie est en train de diminuer. ... Notre pays n'est pas un acteur important de la nouvelle économie. (D. Doyle, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Il semble cependant que le financement des petites sociétés de haute technologie se dirige dans la bonne direction. Mme Mary Macdonald, présidente de Macdonald & Associates Limited, a dit au Comité qu'on avait observé ces dernières années un intérêt nouveau et marqué des sociétés d'investissement de capital de risque pour le secteur de la haute technologie.

... nous avons incontestablement assisté à une transition au cours des cinq dernières années et le secteur du capital risque finance maintenant un grand nombre d'entreprises novatrices. Vous pouvez constater que les deux tiers des sommes investies vont dans ce qu'on appelle les sociétés de TI, c'est-à-dire les entreprises de technologies de l'information qui vont des réseaux de communication aux logiciels en passant par l'électronique et les semi-conducteurs. Il s'agit donc d'une cible très diversifiée.

Si nous effectuons une analyse de ce secteur à l'échelle nationale, nous constaterions que celui-ci a acquis une très forte capacité au cours des cinq dernières années, surtout du côté des prêteurs et des emprunteurs de capital de risque. Dans le secteur de la biotechnologie, la situation est également très solide. (M. Macdonald, Témoignages, 37^e législature, 1^{re} session, fascicule 25.)

Le niveau de vie des Canadiens dépend énormément de la capacité des entreprises canadiennes de croître à un rythme qui est au moins égal à la performance des producteurs étrangers. Les industries qui connaissent la croissance la plus rapide dans le monde sont les industries du savoir de la nouvelle économie. Comme M. Roderick Bryden, président-directeur général de World Heart Corporation, l'a indiqué au Comité, le Canada doit le reconnaître et faire en sorte de ne pas être seulement un grand consommateur, mais aussi un grand producteur de ce type de services. Si le Canada continue de laisser décliner sa part du marché dans ces secteurs à forte croissance, le niveau de vie des Canadiens en souffrira. C'est ce qui s'est produit dans les années 90.

... Je crois que si nous voulons développer des entreprises dans ce pays au rythme souhaité, nous devons réaliser qu'il faut examiner l'apport de capitaux propres pour le marché des PME, et amener de nouveaux outils à ce secteur. (B. Gray, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Pourquoi est-ce si important que les PME aient accès au capital? Essentiellement, il s'agit d'aider les petites entreprises à croître et à créer des emplois. Mais surtout, les PME sont une source importante d'innovations commerciales. Dans le monde entier, elles sont le meilleur véhicule de transformation de la recherche fondamentale en recherche appliquée et développement (R et D), un processus dont le résultat final est un produit commercial. La structure organisationnelle des grandes sociétés rend plus difficiles l'entrepreneursip et une recherche appliquée souple, orientée sur de nouveaux produits. Selon un article du *Harvard Business Review* :

[les grandes sociétés] investissent normalement dans leur propre marché et y protègent leur position. Elles tendent à financer seulement les idées dont s'inspirent leurs stratégies, ce qui crée un réservoir de talents et d'idées nouvelles, porteur de nouvelles entreprises⁵.

L'innovation qui émane des petites entreprises rejaillit sur le reste de l'économie et permet d'enregistrer des gains de productivité. L'industrie américaine du capital de risque est enviée par le monde entier, car c'est un moteur puissant de croissance économique et d'innovation.

Le Comité souhaite traiter dans la présente étude du meilleur moyen d'améliorer le potentiel de croissance du Canada. Le financement par capitaux propres est vraisemblablement l'outil de financement le plus susceptible de donner les résultats recherchés à cet égard dans la nouvelle économie.

⁵ Bob Zider, « How Venture Capital Works », *Harvard Business Review*, novembre-décembre 1998, p. 138.

III. Questions liées au marché financier

On abordera ci-dessous quatre questions importantes relativement aux marchés financiers : le financement du démarrage des entreprises, les fonds parrainés par les travailleurs, l'investissement institutionnel et étranger, et l'échelle et la liquidité des bourses, en mettant l'accent sur les voies de sortie des investissements.

A. Le financement du démarrage des entreprises

« Faciliter le démarrage et l'expansion des PME est un des principaux objectifs de la politique économique canadienne, car les petites entreprises sont le moteur de la croissance économique. » (J. Oliver, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 46)

En général, les petites entreprises qui démarrent ou qui en sont aux premiers stades de leur expansion ne possèdent pas les garanties (capitaux propres, terrains ou actifs physiques) qu'exigent les banques traditionnelles pour financer leurs activités et leur croissance. Ces entreprises dépendent presque exclusivement de deux sources de financement : le financement privé extérieur et les gains non répartis. Mais les très jeunes compagnies ont généralement peu de revenus et encore moins de bénéfices. Le financement extérieur est donc essentiel.

Les capitaux propres privés proviennent de sources formelles et informelles. Les toutes premières étapes tendent à être financées de façon informelle par la famille et les amis (l'argent de l'affection) ou par des investisseurs avertis (investisseurs providentiels aussi appelés anges) qui sont souvent eux-mêmes propriétaires d'entreprises locales. Ces anges investisseurs apportent autre chose que leur argent. Ils ont aussi à offrir leur expérience, leurs conseils, leurs contacts et leur connaissance de l'encadrement d'une entreprise. Le financement à ces stades précoces concerne souvent de petits montants.

Les sommes plus importantes proviennent traditionnellement des fonds de capital de risque constitués par la mise en commun de capitaux privés ou publics destinés à être investis dans des entreprises en échange d'une participation. Dans la mesure où ces investisseurs interviennent aux premiers stades de la vie de l'entreprise, ils s'attendent à bénéficier d'un rendement élevé. Selon Riding et Orser, des rendements équivalant à un taux annuel composé de 30 à 40 % sur des placements de trois à sept ans, voire plus, ne sont pas rares⁶. Contrairement aux investisseurs informels, les fonds de capital de risque ont tendance à se concentrer sur de gros investissements, normalement de plus de 1 million de dollars. Malgré une certaine amélioration,

⁶ Allan L. Riding et Barbara J. Orser, *Beyond the Banks: Creative Financing for Canadian Entrepreneurs*, John Wiley & Son Canada, Ltd., 1997, p. 17.

le marché du financement du démarrage et des premiers stades de la vie d'une entreprise semble encore largement sous-développé au Canada.

Bien qu'il existe actuellement plus de sociétés d'investissement et de capitaux que jamais, il demeure qu'il est beaucoup plus difficile pour une entreprise canadienne qui démarre ou qui est à ses débuts d'attirer les capitaux propres dont elle a besoin que ce ne l'est pour un concurrent américain. (B. Laver, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Le financement de démarrage est essentiel pour les entrepreneurs. Il sert lors de la phase de R et D au cours de laquelle les produits potentiels sont développés et testés sur leur marché éventuel. Il s'agit d'une étape d'investissement à risque. Les sources d'argent de l'affection sont rarement suffisantes pour établir les bases de l'entreprise et élaborer un plan d'affaires solide. Une fois que ces capitaux sont épuisés, les entrepreneurs recherchent des investisseurs plus officiels.

Traditionnellement, les fonds de capital de risque investissent à une étape ultérieure du cycle du produit. Cependant, ces dernières années, plusieurs fonds de capitaux de démarrage ont été établis, et la participation de ces fonds au financement des entreprises naissantes est passée d'environ 30 % des nouveaux investissements à environ 60 %. Une entreprise qui démarre n'a pas encore de production commerciale, mais est prête à commercialiser et à vendre son produit. Cette phase intervient après la conclusion d'un accord d'investissement de capitaux d'amorçage (probablement avec des investisseurs informels) quand l'entreprise n'avait pas encore d'équipe de direction, qu'elle en était encore au stade de la R et D et n'avait pas encore fait d'essai pilote de son produit. Cette étape précoce de développement est cruciale pour le succès de l'entreprise et pour le niveau de qualité que les investisseurs de capital de risque recherchent dans une jeune entreprise.

Selon le professeur Allan Riding, de l'Université Carleton, les investisseurs providentiels sont la plus importante source de capital de risque disponible au premier stade de la vie d'une entreprise au Canada. Ce sont des gens qui disposent d'un avoir propre important et qui investissent leur capital personnel dans des entreprises qu'ils ne possèdent pas. Les sommes investies oscillent en général entre 10 000 et 500 000 \$, bien que le Comité ait appris que certains anges avaient investi jusqu'à 4 ou 5 millions de dollars. L'investissement moyen est d'environ 100 000 \$.

Leur profil est différent de celui des organismes de capital de risque traditionnels. « Environ 60 % des investissements effectués par des anges surviennent avant que le produit de l'entreprise ne soit commercialisé » (A. Riding, *Témoignages*, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 47.) Pour les anges, ces investissements sont secondaires. « Ils ont une expérience du milieu des affaires. De nombreux anges sont des gens qui ont réussi à monter une entreprise dans le passé. » (A. Riding, *Témoignages*, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 47.) Ils investissent dans les secteurs et dans les entreprises qu'ils connaissent déjà. Par conséquent, en plus du financement initial, ils donnent des conseils et apportent un soutien en gestion. De plus, comme ils proviennent d'une grande diversité d'industries, leur soutien financier est essentiel aux industries qui n'ont pas actuellement la faveur des investisseurs de capital de risque.

Les anges aiment rester anonymes. Aucune liste d'anges n'est rendue publique, et il n'existe pas de marché. « Ils ont tendance à se regrouper, habituellement entre eux. Les réseaux

sont locaux et personnels; ils fonctionnent par le bouche à oreille, sur recommandation. » (A. Riding, *Témoignages*, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 47.) Par conséquent, il est souvent difficile de jumeler les anges avec les entrepreneurs. Le professeur Riding a insisté sur la nécessité de mobiliser l'argent des anges dans le cadre de services de liaison. Il a recommandé la coordination des services qui existent déjà, comme le Plan d'investissement communautaire canadien (PICC), commandité par Industrie Canada.

Les études effectuées par le professeur Riding lui ont permis de conclure que le marché des investisseurs providentiels au Canada est d'environ 1 milliard de dollars, mais que ce chiffre pourrait aller jusqu'à 10 à 20 milliards de dollars. Mais si les anges représentent une source essentielle de financement au tout début de la vie d'une entreprise, ils se heurtent à un certain nombre d'obstacles et de mesures dissuasives. Durant les audiences, on a par exemple longuement parlé du fait que les règlements sur les valeurs mobilières en vigueur dans plusieurs provinces compliquent la tâche des anges désireux d'investir légalement dans des petites entreprises, problème qui a cependant été réglé dans une certaine mesure depuis. Selon M. Joseph Oliver, président-directeur général de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, bon nombre de PME et d'entrepreneurs « n'ont pas de ressources financières et humaines suffisantes pour se soumettre à une réglementation complexe ». Comme l'a dit M. Jacques Sayegh, président-directeur général de La Corporation Placements Banque Royale (CPBR) :

*... Il faut absolument éliminer les obstacles de ces administrations multiples, les obstacles qu'imposent les provinces à l'inscription en bourse et à l'obtention de capital. Il semble que chaque province ait ses propres règles pour les valeurs mobilières. Les exemptions et coûts juridiques exigés d'une petite entreprise pour réunir un petit capital, qu'il provienne des anges, des groupes de capital de risque traditionnels ou de nous-mêmes sont très complexes. (J. Sayegh, *Témoignages*, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 51.)*

Cependant, une bonne partie des problèmes soulevés lors des premières audiences du Comité, ont été réglés depuis par les autorités provinciales concernées. Par exemple, une des règles provinciales les plus critiquées par les témoins entendus concerne le seuil d'investissement minimal⁷. En vertu de l'exemption sur les placements privés, les petits émetteurs peuvent vendre

⁷ Les exigences relatives à l'achat minimal ont été établies par les commissions des valeurs mobilières pour protéger les investisseurs « non avertis » qui, sans les conseils d'un courtier en valeurs inscrit, ne sont pas en mesure d'évaluer correctement les risques associés à certains investissements. Comme M. Oliver l'a fait remarquer, la taille de l'investissement ne reflète généralement pas la compétence de l'investisseur. La richesse peut provenir de diverses sources, comme un héritage. Le fait d'avoir 150 000 \$ à investir dans une entreprise ne garantit pas nécessairement que l'on est un investisseur averti – c'est-à-dire que l'on connaît suffisamment bien le milieu des affaires ou que l'on a recherché des conseils appropriés pour évaluer convenablement les risques associés à l'investissement.

Selon M. Oliver, « les seuils d'achat minimal sont généralement considérés comme un mauvais système qui restreint indûment l'accès des petites entreprises aux capitaux » (*Témoignages*, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 46.) Certains investisseurs éclairés, comme les anges, préfèrent des placements plus modestes, car ils aiment diversifier les risques. (Il faut se rappeler que les investissements initiaux sont très risqués.) Deuxièmement, M. Gordon Sharwood (président de Sharwood and Company) a déclaré au Comité que bon nombre des nouvelles entreprises technologiques n'ont besoin que de petits montants, entre 20 000 et 40 000 \$, pour commencer. Mais cela était illégal selon les règles de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, qui exigeaient un investissement minimum de 150 000 \$! Par conséquent, les règles ne correspondaient plus aux besoins de l'économie.

des capitaux propres à des investisseurs privés et des sociétés de capital de risque. Il existe cependant un seuil d'investissement minimal, censé limiter ces offres aux investisseurs « avertis », qui définit ce qu'est un placement légal. Le seuil n'est pas le même dans toutes les provinces et varie entre 97 000 et 150 000 dollars.

Le Comité a tenu ses audiences à ce sujet en 1999. En novembre 2001, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a adopté une proposition fondée sur des recommandations que contenait le rapport de son groupe de travail. On a ainsi créé deux nouvelles exemptions en remplacement de celles touchant les émissions à diffusion restreinte, notamment l'exemption de 150 000 \$.

- L'exonération pour les investisseurs accrédités : les émetteurs peuvent ainsi obtenir des fonds à leur gré auprès d'un investisseur accrédité. Ce dernier doit répondre à certains critères, notamment justifier d'une valeur nette, seul ou avec son conjoint, supérieure à 1 million de dollars ou d'un revenu annuel net de plus de 200 000 \$ (ou de 300 000 \$ si l'on y ajoute le revenu du conjoint) ou être apparenté à un cadre, un directeur ou un fondateur de l'entreprise émettrice.
- L'exonération pour les sociétés émettrices à peu d'actionnaires : les petits émetteurs peuvent ainsi lever jusqu'à 3 millions de dollars, par des opérations de n'importe quel montant, auprès d'un maximum de 35 investisseurs autres que des membres de leur famille, des investisseurs accrédités et des employés, à condition qu'un document d'information soit diffusé auprès des acheteurs au moins 4 jours avant la transaction.

Ces nouvelles exemptions vont grandement faciliter la vente d'actions à des investisseurs privés, comme des anges et des personnes apparentées aux entrepreneurs. Par conséquent, les nouvelles règles de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario répondent à un grand nombre des préoccupations (au sujet de la situation en Ontario) que divers témoins avaient exprimées devant le Comité. Les commissions des valeurs mobilières de l'Alberta et de la Colombie-Britannique ont publié récemment un document de consultation contenant des propositions modelées sur les nouvelles règles de l'Ontario.

Outre les barrières juridiques à l'investissement, les anges sont également confrontés à des obstacles fiscaux. L'élément le plus dissuasif est l'impôt sur les gains en capital. M. John Cranston, président de la Alberta Capital Market Foundation, a déclaré au Comité que « [l]es millionnaires sont les bailleurs de fonds qui financent les entreprises, qui lancent les entreprises, qui créent des emplois » (*J. Cranston, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.*) Pour la plupart, ces anges possèdent des avoirs sous forme de capitaux propres. Pour investir dans un nouveau projet, ils doivent vendre une partie de leur actif et payer de l'impôt sur leurs gains en capital, même si le produit de cette vente n'est jamais consommé – il s'agit simplement de déplacer la richesse d'un actif à un autre. Dans l'*Énoncé économique et la mise à jour budgétaire* d'octobre 2000, le ministre fédéral des Finances a annoncé une nette réduction de l'imposition des gains en capital, ramenant le taux d'inclusion des gains de 67 % à 50 % (il avait déjà été ramené de 75 à 67 % au moment du budget de février 2000) et une augmentant sensiblement

l'étendue des mesures de roulement des gains en capital réalisés sur les actions des petites entreprises. L'imposition des gains en capital est abordée de façon plus détaillée à la section V, mais il y a lieu de signaler ici que le Comité estime que son importance au Canada demeure un obstacle considérable à la mobilisation du capital à l'intention des petites entreprises, en particulier au niveau des anges.

Si l'on examine la gamme des investissements, on s'aperçoit qu'à une extrémité, tout est mort et bien mort, et qu'à l'autre extrémité, la situation est surchauffée. La première extrémité est inerte parce que les anges ont été chassés par l'imposition canadienne totalement scandaleuse des gains en capital. (D. Doyle, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Le secteur du capital de risque a connu un essor phénoménal au Canada au cours des trois dernières années. Au début de l'année 2001, le montant de capital de risque administré au Canada était passé à 18,8 milliards de dollars, en hausse de 50 % par rapport aux 12,5 milliards de dollars de l'année précédente et de 88 % par rapport aux 10 milliards de dollars administrés deux ans auparavant. Le marché officiel du capital de risque au Canada tend à se concentrer sur des investissements supérieurs à 1 million de dollars.

Les volumes de capital de risque sont actuellement à la hausse au Canada, certains pouvant atteindre 700 millions ou 800 millions de dollars. Une société d'investissement en capital de risque disposant de 800 millions de dollars ne serait pas intéressée par une jeune équipe d'entrepreneurs de l'université Carleton, par exemple, qui aurait besoin d'un investissement de 200 000 \$, tout simplement parce que la société doit investir ses fonds par tranche de deux ou trois millions de dollars. (D. Doyle, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Il importe de noter que, en privilégiant les placements de petite taille ou de taille moyenne, les sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT) contribuent de façon disproportionnée au financement d'entreprises qui démarrent et qui n'auraient sans doute pas intéressé les investisseurs de capital de risque traditionnels. C'est ce qu'ont fait ressortir l'*Association of Labour Sponsored Investment Funds* et divers porte-parole de ces types de fonds.

En 2000, les fonds de capital de risque de travailleurs [de l'Ontario] ont été à l'origine de [...] 50 % des investissements de moins d'un million de dollars. Dans la tranche la plus difficile, celle de moins de 500 000 \$, ils ont joué un rôle vraiment crucial, fournissant 55 % des sommes investies⁸.

Les fonds de capital de risque investissent normalement à l'étape de l'expansion de l'entreprise. Mais le Comité a appris qu'il n'existait pas suffisamment d'entreprises prometteuses, bien gérées et qui aient fait leurs preuves, à financer à l'étape de l'expansion. De leur côté, les investisseurs providentiels et les fonds de capital de risque de démarrage sont loin d'opérer à plein régime. C'est ainsi que, selon M. Denzil Doyle, trop peu d'entreprises embryonnaires sont

⁸ Association of Labour sponsored Investment Funds (ALSIF), mémoire au Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, 21 novembre 2001, p. 7.

financées. Cela ne laisse que trop peu de possibilités ultérieures pour les investisseurs en capital de risque et crée une concurrence excessive entre les sociétés de capital de risque.

Le Comité recommande :

Que le taux d'inclusion des gains en capital, qui a été ramené à 50 % dans l'*Énoncé économique et la mise à jour budgétaire* d'octobre 2000 du ministre des Finances soit encore réduit.

Que le gouvernement fédéral entreprenne des activités visant à mieux coordonner ses services de jumelage, comme le Plan d'investissement communautaire du Canada piloté par Industrie Canada, de sorte que les investisseurs soient jumelés avec des entrepreneurs ayant besoin de financement.

Que le gouvernement fédéral convoque une réunion avec des organismes provinciaux de réglementation du secteur des valeurs mobilières pour que les exigences en matière d'achat minimal et les obstacles fiscaux ne découragent pas indûment l'investissement.

B. Le cas particulier des fonds de travailleurs

Le marché du capital de risque est un maillon important de la chaîne financière pour les petites entreprises, car c'est une des toutes premières sources de capital organisées auxquelles les entrepreneurs peuvent avoir accès. Le marché du capital de risque a considérablement évolué au Canada depuis dix ans, en raison surtout des incitatifs fiscaux destinés à favoriser la croissance des sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT.) Alors que le marché du capital de risque était pratiquement inexistant il y a dix ans, il valait plus de 12 milliards de dollars en 1999, les SCRT administrant un peu plus de la moitié de cette somme. Selon Macdonald and Associates Limited, le marché du capital de risque totalisait près de 19 milliards de dollars au début de 2001, mais la part des SCRT était plus proche de 40 %. Selon M. Ron Begg, président du Fonds de relance canadien inc, les SCRT ont investi 80 % de l'ensemble du nouveau capital de risque en 1995-1996. Les SCRT avaient manifestement été la plus importante source de capital de risque ces dernières années, et ce n'est que depuis trois ans que le montant des investissements privés s'est mis à augmenter.

Si les investisseurs de capital de risque plaçaient de 200 à 300 millions de dollars par an au début des années 90, on parle maintenant de milliards de dollars. En 2000, par exemple, c'est 6,3 milliards de dollars qui ont ainsi été investis. Durant les neuf premiers mois de 2001, les décaissements ont été inférieurs de 15 % seulement à ceux de l'année précédente, contrairement à ce que l'on a observé aux États-Unis où les investissements de capital de risque ont diminué de près des deux tiers.

Le marché du capital de risque du Canada a beaucoup changé, mais il possède par ailleurs un caractère tout à fait particulier qui présente ses propres difficultés et possibilités.

Aux États-Unis, les fonds de capital de risque sont le plus souvent financés par des institutions et des particuliers patients, ayant des horizons à très long terme, et dont l'expérience leur permet de surveiller un peu le fonctionnement de ce secteur. Alors que les fonds de pension constituent 60 % du nouveau capital de risque aux États-Unis, cette source de capital ne représente que 6 % du marché au Canada. Et, tandis que près de 90 % des capitaux de risque américains sont gérés par des fonds privés indépendants, ce n'est le cas que pour un cinquième ici.

Au Canada, quiconque a une somme de 500 \$ ou 50 \$ par mois à investir (on est loin de l'investisseur de capital de risque typique) peut devenir un financier de capital de risque. En fait, sans ces investisseurs, le stock de capital de risque au Canada serait la moitié de ce qu'il est aujourd'hui. Et sans le crédit d'impôt⁹ offert par le gouvernement fédéral et la plupart des gouvernements provinciaux, « ... les fonds parrainés par les travailleurs n'auraient pas mobilisé le capital recueilli » (*R. Begg, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 47.*)

⁹ Au départ, le gouvernement fédéral avait offert un crédit d'impôt de 20 % sur les investissements allant jusqu'à 5 000 \$. Ce montant a été ensuite réduit à 15 % des investissements jusqu'à 3 500 \$ et plus tard rajusté à 15 % des investissements allant jusqu'à 5 000 \$. La plupart des provinces offrent des crédits semblables à des conditions similaires.

Cependant, un tel nombre d'investisseur n'est pas sans présenter des problèmes. M. Denzil Doyle, gestionnaire d'une SCRT à Ottawa, a décrit une des difficultés que pose le modèle canadien .

Il me semble que ce n'est pas pratique. Par exemple, j'ai 11 000 actionnaires; chaque fois que je communique avec eux, cela me coûte 20 000 \$. (D. Doyle, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Ce n'est pas là la seule difficulté. Pour commencer, comme le professeur Jeffrey MacIntosh de l'Université de Toronto l'a souligné, on constate une discordance entre les types d'investisseurs et le risque que présentent les placements. En effet, des personnes dont la fortune est relativement modeste et qui possèdent de petits portefeuilles investissent une partie de leur fonds de retraite dans des valeurs très risquées.

Deuxièmement, les SCRT mobilisent leur capital sur le marché de détail et, à l'exception du Fonds de solidarité du Québec, sont aussi liquides que tout autre fonds commun de placement, bien que les investisseurs doivent conserver leurs fonds pendant un temps minimum pour bénéficier du crédit d'impôt. Par conséquent, ces SCRT doivent conserver une grande partie de leurs actifs en liquidités pour pouvoir couvrir les retraits. Même si ce degré de liquidité est conforme aux règles des gouvernements fédéral et provinciaux sur les incitatifs fiscaux, il n'est pas nécessaire pour les formes plus traditionnelles de fonds de capital de risque. C'est ainsi que les SCRT doivent mobiliser plus de capital qu'elles ne peuvent en mettre à la disposition des petites entreprises et plus que les autres investisseurs de capital de risque.

De plus, comme les fonds de travailleurs dépendent largement des incitatifs fiscaux directs pour mobiliser le capital, la stabilité de l'industrie est liée à ces incitatifs. Les gouvernements ont tout intérêt à ce que les incitatifs fiscaux fonctionnent. Mais les mesures budgétaires fédérales et provinciales de 1996, qui ont réduit les incitatifs favorables aux investissements dans les SCRT, ont eu un effet négatif important sur la capacité de ces fonds de mobiliser du capital, et le gouvernement a dû réviser à nouveau ses plans. Selon M. Ron Begg, « la continuité et la stabilité de ce programme sont importantes, non seulement pour que les entrepreneurs disposent d'une source continue de capital de risque à laquelle ils peuvent se fier, mais également afin que vous puissiez avoir dans l'industrie l'infrastructure nécessaire pour desservir ces petites et moyennes entreprises. Le capital de risque consiste à ajouter de la valeur, pas simplement à fournir du capital. » (R. Begg, *Témoignages*, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 47.)

Enfin, il est intéressant de considérer les origines des SCRT et le fondement de la politique en vertu de laquelle des crédits fiscaux leur ont été consentis. Le concept est né avec le Fonds de solidarité du Québec dont « ... le mandat très clair [est] de créer et de conserver des emplois et de fournir aux investisseurs un taux de rendement raisonnable, ce qui n'est pas nécessairement la mission des autres fonds de travailleurs ou des fonds de capital de risque. Leur mandat est de maximiser le TRI [taux de rendement interne], de sorte à assurer un taux de rendement raisonnable et investir dans une infrastructure qui n'est pas uniquement axée sur le taux de rendement. » (M. Macdonald, *Témoignages*, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Les SCRT apportent par ailleurs au secteur du capital de risque une dimension régionale qui en serait autrement absente. Les gouvernements provinciaux établissent des conditions

donnant droit à un crédit d'impôt. Certaines provinces (la Colombie-Britannique, par exemple) fixent des conditions plus strictes que les autres relativement aux décaissements, tandis que d'autres (par exemple l'Ontario) exigent qu'une plus forte proportion des fonds soient investis dans des entreprises qui démarrent ou des petites entreprises. Au Manitoba, par exemple, le fonds est structuré de telle manière que les propriétaires peuvent récupérer leur investissement sans compromettre les emplois locaux. D'ailleurs, le Crocus Fund du Manitoba est à l'origine des deux tiers environ du capital de risque de cette province. Les SCRT à charte provinciale offrent du capital de risque local même quand la masse critique n'est pas encore atteinte.

En général, les placements des SCRT sont moins élevés que ceux des autres types d'investisseurs de capital de risque, et comblent de ce fait un besoin sur le marché. Les placements des sociétés qui n'appartiennent pas à l'Association of Labour Sponsored Investment Funds s'établissent en moyenne à 8,4 millions de dollars, tandis que le montant moyen de ceux des sociétés membres de l'Association se chiffre à 1,6 million de dollars.

En bref, les fonds de capital de risque de travailleurs reposaient au départ sur des objectifs autant sociaux qu'économiques, mais ils sont maintenant utilisés dans la plus grande partie du pays comme un simple véhicule de capital de risque. Ils ont contribué à la maturité du marché du capital de risque, un stade qui n'était pas encore atteint il y a une décennie. Selon le professeur MacIntosh, « [il] se peut que le véhicule des fonds de travailleurs soit efficace au niveau du résultat net, en ce qu'il a amené beaucoup de nouveaux fonds dans les PME et dans les PME technologiques en particulier.. Les PME technologiques sont extrêmement importantes pour l'économie. Au niveau du résultat net, le bénéfice peut être fortement positif. » (*Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.*)

Compte tenu de la position dominante des SCRT sur le marché du capital de risque, le retrait de l'appui du gouvernement pourrait déstabiliser l'industrie. Il n'en reste pas moins évident que le Canada ne peut pas dépendre uniquement de cette façon de fournir du capital de risque à la nouvelle économie. Ces dernières années, d'autres intervenants, comme des fonds privés indépendants et des fonds de sociétés sont très actifs et mobilisent de fortes sommes : le total des capitaux frais investis par chacun de ces types de fonds équivaut au total des investissements des SCRT. D'après Mme Mary Macdonald, les fonds de travailleurs ont pris un essor considérable du début jusqu'au milieu des années 90, à une époque où les capitaux étaient si rares que les autres types de fonds avaient beaucoup de mal à en trouver, mais la maturation des fonds privés indépendants et des fonds de sociétés stabilise le secteur du capital de risque du Canada. Ensemble, ces trois types de fonds de capital de risque constituent ce que Mme Macdonald appelle « les trois pieds du tabouret », les SCRT jouant un rôle crucial. Le stock de capitaux au Canada est maintenant bien diversifié, contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis où les fonds privés indépendants constituent 90 % du secteur.

La stabilité de l'industrie dans le contexte canadien est constituée par trois éléments: les fonds de travailleurs, les fonds indépendants privés et les sociétés d'investissement. Ces trois acteurs contribuent aux capitaux communs et sont des intervenants actifs sur le marché.

En une période d'incertitude économique, cette diversité nous rend un grand service parce que nous ne comptons pas sur une seule source. En revanche, aux États-Unis, les fonds de

pension sont en train de subir les contrecoups économiques des récents événements. Ils reviennent sur les engagements qu'ils avaient pris dans le domaine du capital de risque. Dans le contexte canadien, quand ce genre de situation frappe un groupe, les deux autres peuvent intervenir et continuer à mobiliser des capitaux de risque. Nous ne dépendons pas d'une seule source. (M. Macdonald, Témoignages, 37^e législature, 1^{re} session, fascicule 25.)

Tant qu'il restera des entraves au financement par capital de risque, les SCRT continueront de jouer un rôle important sur le marché du capital de risque, assurant la stabilité de l'offre, la diversité régionale, le financement du démarrage d'entreprises et l'offre de capital dans des créneaux négligés par les autres investisseurs de capital de risque. Le Comité souscrit à une démarche équilibrée au sujet de l'offre de capital de risque et estime que les SCRT ont un rôle important à jouer sur ce marché. C'est pour cela que le Comité recommande :

Que le gouvernement fédéral tienne compte des répercussions négatives que pourraient avoir toute nouvelle mesure législative ou mesure dans le domaine de la réglementation sur les fonds de travailleurs.

C. Investissement institutionnel et étranger

Le Comité a entendu des témoignages disant que, contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis, les fonds de pension canadiens ne sont pas de gros investisseurs de capital de risque. En fait, Mme Mary Macdonald a dit au Comité que les fonds de pension canadiens n'ont que de modestes placements dans cette catégorie. Parmi les investisseurs institutionnels, seulement « une poignée de fonds de pension importants ... investissent directement dans les entreprises. Ils préfèrent les transactions financières importantes s'apparentant au domaine des services bancaires d'investissement. » Aux États-Unis, il existe un bien plus grand nombre de fonds de pension et de fondations, lesquels ont presque tous pour politique d'inclure des placements de capital de risque privé dans leur portefeuille, ce qui n'est pas le cas des six ou sept plus importants fonds de pension du Canada. Aux États-Unis, les plus gros investisseurs de capital de risque sont les fonds de pension et d'autres fonds institutionnels, et ce en raison de l'avantage fiscal que présente ce type de placement¹⁰.

Pour Mary Macdonald, la faible participation des investisseurs institutionnels au marché du capital de risque au Canada tient à des questions de structure et d'éducation :

Quant à moi, le problème est de deux ordres. D'abord, il se situe sur le plan de l'éducation. La majorité des gestionnaires de fonds estiment intuitivement que, qui dit capital de risque, dit risque élevé, ce à quoi ne doit pas servir l'argent des retraités. Les experts-conseils en matière de retraite, au Canada en particulier, jugent que l'investissement en capital de risque n'est pas une façon légitime de dépenser leur actif, même s'ils ont des associés aux États-Unis qui le font de façon systématique. Pour commencer, l'industrie du capital de risque doit chercher à trouver des façons de mieux sensibiliser et de mieux faire connaître son action pour que la légitimité des capitaux privés - qu'il s'agisse de capital de risque, de financement d'achat ou de financement secondaire - soit reconnue en tant que démarche d'affectation des actifs. Un fonds de pension qui applique ce genre de démarche consacre généralement 5 à 8 p. 100 de ses actifs à cette catégorie d'investissement.

Deuxièmement, compte tenu de la taille des fonds de pension au Canada et de leur nombre limité, nous sommes aux prises avec un problème structurel qu'il va falloir régler. Aux États-Unis, les fonds de pension mettent les capitaux en commun si bien qu'ils n'investissent peut-être que 2 millions de dollars chacun en capital de risque. Cela ne suffit pas pour qu'ils se dotent des compétences maison nécessaires à ce genre d'investissement et l'on ne voudrait certainement pas qu'ils s'en occupent directement. Ils ont ce qu'on appelle des «fonds de fonds», c'est-à-dire des conseillers qui les regroupent de façon informelle et qui gèrent leurs comptes en leur nom.

¹⁰ Commentaires formulés par M. Chip Ruth, associé commandité, Marquette Venture Partners (mission d'information à Chicago, 31 mai 2000.)

Nous n'avons pas encore créé ce genre d'infrastructure au Canada. D'ailleurs, nous ne voyons pas comment nous pourrions y parvenir de façon économique puisqu'il n'y a que 10 acteurs dans ce domaine. Je suis intimement convaincue qu'il y a davantage lieu d'abattre tous les obstacles qui empêchent les fonds d'agir que de leur dire ce qu'ils doivent faire (M. Macdonald, Témoignages, 37^e législature, 1^{re} session, fascicule 25.)

Dans un article publié dans le *Canadian Tax Journal*, Kirk Falconer, associé chez Macdonald and Associates, a dressé une liste des raisons pour lesquelles les administrateurs de fonds de pension tendent à éviter les placements de capital de risque :

- ce type d'investissement est coûteux en temps de gestion et en argent;
- il n'y a pas suffisamment de spécialistes de ce type de placements;
- on manque d'informations essentielles sur ce marché;
- les rendements sont insuffisants et irréguliers;
- il est difficile de mesurer le rendement à long terme de ces placements;
- le risque d'échec retentissant est élevé¹¹.

Un problème de réglementation important a été signalé par l'Association canadienne du capital de risque, mais a depuis été corrigé dans une certaine mesure par le budget fédéral de décembre 2001; il s'agissait de la participation des fonds de pension à des fonds privés de capital de risque constitués en sociétés de personnes en commandite. Aux États-Unis, il est courant pour les fonds de pension d'investir dans de telles sociétés constituées expressément à cette fin. Au Canada les investissements dans ce genre de sociétés sont considérés comme des biens étrangers. Comme les fonds de pension ne peuvent avoir plus de 30 % de placements dans des biens étrangers, tout investissement de capital de risque par la voie de ce mécanisme nuit à l'aptitude du fonds à diversifier son portefeuille. Du point de vue de la gestion du risque, cette situation est fâcheuse : un fonds de pension qui souhaite investir du capital de risque (une opération risquée) doit renoncer à d'autres possibilités de réduction des risques du fait que ses placements dans des biens étrangers sont plafonnés.

La mesure annoncée dans le budget de décembre 2001 vise à éliminer cette entrave à l'investissement de capital de risque par les investisseurs institutionnels. Actuellement, une participation dans une société de personnes en commandite est considérée comme un bien étranger à moins que la société en question ne soit une société de personnes en commandite admissible (SPCA.) L'ACCR avait noté dans son mémoire que la définition de société de personnes en commandite portait qu'un commanditaire ne pouvait pas détenir plus de 30 % des parts de la société et que cette limite posait des problèmes vu le nombre relativement faible d'institutions qui investissent régulièrement du capital de risque. Le budget élimine le plafond de

¹¹ Kirk Falconer, *Pension Barriers to Financing Small and Medium-Sized Businesses in Canada*, communication devant le Centre syndical et patronal du Canada, reproduit dans Osborne et Sandler, « A Tax Expenditure Analysis of Labour-Sponsored Venture Capital Corporations », *Revue fiscale canadienne*, 1998, 46, 499-774, p. 563.

30 % pour les SPCA. En effet, après 2001, « en ce qui touche les règles sur les biens étrangers, tout commanditaire ou groupe de commanditaires détenant une participation de plus de 30 % dans une société de personnes en commandite admissible sera réputé détenir une participation équivalente dans chaque bien détenu par la société de personnes, y compris les biens étrangers. Dans le cas d'une participation de 30 % ou moins, le traitement prévu pour les biens étrangers ne s'appliquera pas.¹² » Cette mesure découle directement d'une recommandation de l'ACCR et pourrait avoir des répercussions notables sur les placements des fonds de pension en capital de risque, comme l'a indiqué au Comité M. John Eckert de l'ACCR :

Voilà une recommandation qui, selon nous, si elle était mise en oeuvre pourrait avoir une profonde influence sur les montants que ces grandes institutions peuvent diriger vers notre secteur (J. Eckert, Témoignages, 37^e législature, 1^{re} session, fascicule 21.)

Une SCRT, Retrocom Growth Fund Inc., reçoit 75 % de ses fonds de régimes de pension et non du marché de détail. Comme l'apport des fonds de pension ne donne pas droit au crédit d'impôt, cela représente une économie de l'argent des contribuables. En outre, les régimes de pension qui investissent dans des SCRT s'exposent à des conséquences fiscales qui ne s'appliquent pas lorsqu'ils investissent dans d'autres véhicules. La SCRT en question souhaiterait que les conséquences fiscales des placements soient répercutées sur les fonds de pension investisseurs, ce qui n'est pas possible actuellement. Une telle modification encouragerait les placements des fonds de pension dans des SCRT, réduirait le besoin d'offrir des incitatifs fiscaux et stabiliserait le bilan des SCRT.

Il importe de noter que les investisseurs institutionnels du Canada jouent un rôle de plus en plus important : ils ont été à l'origine de près du quart des investissements de capital de risque en 2000. Il s'agit surtout de placements directs et non d'investissements dans des fonds privés, lesquels sont plus courants aux États-Unis.

On note aussi des progrès au chapitre des investissements étrangers sur le marché canadien du capital de risque. En fait, la part des investissements étrangers dans l'ensemble des nouveaux investissements de capital de risque au Canada, qui était presque nulle en 1998, représentait presque le quart des décaissements en 2000 et a été portée à 30 % durant les neuf premiers mois de 2001. Comme l'a fait remarquer Mme Mary Macdonald :

Si l'investissement réalisé par l'industrie du capital de risque aux États-Unis a reculé de 60 p. 100 d'une année sur l'autre, les sommes mises à disposition par les mêmes fonds au Canada ont augmenté de plus de 40 p. 100 dans la même période. Les Américains reconnaissent la qualité des sociétés de haute technologie au Canada, la capacité croissante de nos équipes de gestion entrepreneuriale et l'importance accrue des relations entre certains acteurs américains et canadiens. (M. Macdonald, Témoignages, 37^e législature, 1^{re} session, fascicule 25.)

La situation récente est bien différente de ce que le Comité avait observé durant sa mission d'information à Chicago en mai 2000, et cela tient sans doute à des changements d'ordre

¹² Ministère des Finances, Gouvernement du Canada, *Le plan budgétaire*, p. 245-246.

fiscal et à d'autres changements. À ce moment là, les anges investisseurs et les représentants de fonds d'investissement de capital de risque considéraient que le Canada présentait d'excellentes possibilités d'affaires dans le secteur de la haute technologie, mais avaient signalé des obstacles à l'investissement au Canada. Plusieurs avaient dit que la petite taille des marchés financiers canadiens, de même que les faibles niveaux des liquidités et de l'activité décourageaient d'investir au Canada (voir la section III. D.) Ils avaient aussi qualifié la réglementation et le régime fiscal canadiens de complexes et rébarbatifs. Le regain d'intérêt des investisseurs de capital de risque américains pour le marché canadien semblerait indiquer que certaines de leurs préoccupations s'atténuent lentement. Le marché canadien du capital de risque a peut-être assez mûri pour offrir un degré de rentabilité et d'expertise locale suffisants pour attirer les investisseurs étrangers.

Il faut aussi signaler que le Canada a fait des progrès au chapitre des règles fiscales. Le taux d'inclusion des gains en capital a été ramené à 50 % en octobre 2000. En outre, le budget de décembre 2001 annonçait une mesure visant à réduire la complexité et l'incertitude du traitement fiscal des investissements passifs étrangers dans des fonds canadiens de capital de risque. Actuellement, les lois fiscales canadiennes limitent l'accès aux sources étrangères de capital de risque. Aux États-Unis et en Israël, les investisseurs étrangers qui ne sont pas constitués en société dans le pays sont exemptés de l'impôt sur les gains en capital. Israël reçoit plus de capital de risque étranger que le Canada, et l'ACCR estime que les règles canadiennes courantes constituent un obstacle au capital étranger, bien que le Canada ait adopté certaines réformes à cet égard. Le budget de décembre 2001 contient des mesures qui améliorent quelque peu la situation en clarifiant et en simplifiant le processus par lequel un investisseur étranger peut investir du capital de risque au Canada et éviter la double imposition.

Cette mesure budgétaire vise à faciliter l'investissement de capital de risque par l'intermédiaire d'un gestionnaire de fonds de capital de risque au Canada. Des éclaircissements apportés à l'article 115.2 de la *Loi de l'impôt sur le revenu* portent que un « non résident admissible » n'est pas réputé exploiter une entreprise au Canada uniquement parce qu'un résident du Canada lui fournit, ou fournit à une société de personnes dont il est l'associé, des services administratifs et de gestion des placements. Comme le revenu de placement est couvert par les conventions fiscales conclues entre le Canada et plusieurs autres pays pour éviter la double-imposition, les gains en capital d'un investisseur non résident admissible générés par l'intermédiaire d'un fonds administré au Canada ne seront pas imposés au Canada. Cette mesure s'applique à partir de l'année d'imposition 2002.

L'ACCR a signalé toutes sortes d'autres obstacles aux investissements qui touchent entre autres les retenues d'impôt à la source et l'extension de la protection des conventions fiscales aux sociétés à responsabilité limitée. Cependant, ceux-ci n'ont pas encore été éliminés.

Le Comité estime que le gouvernement fédéral doit veiller avec une extrême vigilance à ce que ses interventions créent un climat qui encourage, et non décourage, les investissements nécessaires à la prospérité des entreprises et, partant, de l'économie canadienne. C'est pour cette raison qu'il recommande :

Que le gouvernement fédéral étudie la question des investissements de capital de risque par des fonds de pension, et se penche notamment sur

les obstacles tenant à la réglementation ou de nature structurelle qui s'opposent à de tels investissement, en particulier par des fonds de travailleurs.

D. Échelle et liquidité des bourses, et voies de sortie des investissements

Éventuellement, les petites entreprises qui réussissent deviendront des entreprises moyennes qui mobiliseront du capital en devenant des sociétés ouvertes. M. Brien Gray, de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, et le professeur Jeffrey MacIntosh ont souligné l'importance d'un marché financier sain pour la croissance de l'économie, vu qu'il contribue à l'expansion des entreprises. Plus les marchés financiers fonctionnent efficacement, plus les entreprises peuvent rapidement s'introduire en bourse et obtenir des fonds publics à un stade précoce. Mais en outre, les marchés financiers efficaces stimulent le financement privé au niveau des anges et du capital de risque, car ils améliorent le flux des liquidités. En général, la voie de sortie privilégiée de ces types d'investissements est une souscription initiale. Les autres méthodes comprennent les fusions, les acquisitions et le rachat par les cadres. Les anges investisseurs et les sociétés de capital de risque sont encouragés à investir dans une entreprise s'ils ont des raisons de penser que celle-ci peut compter sur une bourse de valeurs lui permettant de lancer rapidement une souscription de forte valeur boursière.

Les témoins ont souligné que deux éléments sont essentiels pour qu'il existe un bon marché financier : la liquidité et l'échelle. La liquidité est directement liée à la capacité des investisseurs de négocier leurs actions sur les marchés secondaires. La réglementation et la taille du marché ont une incidence sur la liquidité. La législation sur les valeurs mobilières, comme les règles de blocage des titres (voir section IV. B.), a tendance à abaisser le niveau de liquidité, alors qu'il monte avec la taille du marché, laquelle est également porteuse d'économies d'échelle. Plus le marché est important, plus les entreprises, quel que soit le secteur auquel elles appartiennent, pourront obtenir des capitaux.

Je n'essaie pas de critiquer le marché boursier canadien en disant qu'il y a aux États-Unis environ dix fois plus de gens, sensiblement plus riches que les Canadiens, dans les strates supérieures, de sorte que le bassin de capital dans n'importe quelle catégorie est dix fois plus grand. Autrement dit, s'il y avait dans les deux pays le même pourcentage de personnes disposées à risquer du capital dans une jeune société, elles seraient quand même dix fois plus nombreuses aux États-Unis. Ce n'est pas nécessairement que nous soyons plus prudents, c'est seulement que nous ne sommes pas aussi nombreux que les Américains (R. Bryden, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 52.)

Pour améliorer l'accès des PME à l'épargne publique, il faut donc s'attaquer à la question de la liquidité et de l'échelle des marchés de capitaux propres canadiens. Certains témoins ont déclaré au Comité que la création d'une bourse nationale des petites entreprises serait un moyen d'atteindre cet objectif. Ainsi, la création de la bourse canadienne du capital de risque (CDNX), a été porteuse de profondeur, de liquidité et de transparence accrues, en offrant un marché plus large aux jeunes entreprises qui tentent d'obtenir du capital au Canada. Créée à la fin de novembre 1999, la CDNX est le résultat de la fusion des bourses de Vancouver et de l'Alberta.

En mars 2000, la bourse de Winnipeg a accepté de regrouper ses services de négociation et d'inscription à la cote avec ceux de la CDNX. Même si la bourse de Montréal a décidé de maintenir l'inscription des valeurs mobilières des petites entreprises et de continuer d'offrir les services afférents, elle a accepté de conclure des accords de sous-traitance avec la CDNX.

Avec la création à Montréal de Nasdaq Canada en novembre 2000, les marchés boursiers canadiens doivent maintenant affronter un nouveau concurrent. Pour le moment les négociateurs ne peuvent négocier que les titres d'un nombre restreint de sociétés hors de Montréal, mais le Nasdaq compte permettre les négociations en dollars canadiens et livrer concurrence pour ce qui est des placements initiaux de sociétés canadiennes. La province de Québec a appuyé activement la création de Nasdaq Canada, en établissant un cadre de réglementation convivial et en offrant des mesures incitatives visant à en favoriser le développement.

M. William Hess, de l'Alberta Securities Commission, M. Douglas Hyndman, de la British Columbia Securities Commission, et M. Roderick Bryden ont tous mentionné que, traditionnellement, les petits émetteurs obtiennent un meilleur prix en s'inscrivant au SmallCap Nasdaq qu'aux bourses de Vancouver et de l'Alberta.

On peut espérer que la création d'une bourse nationale de capital de risque confèrera au marché canadien un plus grand prestige et permettra peut-être de surmonter ce problème. (D. M. Hyndman, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 48.)

Les investisseurs professionnels en capital de risque ou les anges [...] cherchent à intervenir relativement tôt dans les entreprises, une fois que ces dernières ont un plan d'affaires et des clients potentiels. Ces investisseurs veulent accompagner ces entreprises jusqu'à ce qu'elles deviennent publiques, ce qui leur apporte une voie de sortie. Ils veulent que leur investissement devienne liquide. Ils ont intérêt à ce qu'il ait un marché national du capital de risque afin de pouvoir se défaire de leur investissement. Ils peuvent davantage se lancer sur ce marché s'ils savent qu'ils pourront s'en sortir. (D. M. Hyndman, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 48.)

Le Comité estime qu'il est primordial que les marchés de capitaux canadiens soient sains pour pouvoir contribuer à la croissance économique en favorisant l'expansion des entreprises. Conscient de l'importance de la liquidité et de l'échelle dans la santé des marchés de capitaux, il recommande :

Que le gouvernement fédéral encourage, par ses fonctions en matière de législation et de réglementation, un climat qui permette l'essor et la prospérité des bourses canadiennes.

IV. Distorsions liées à la réglementation

Nous examinerons ici quatre problèmes de réglementation qui affectent les fournisseurs de capital de risque : la réglementation bancaire, les exigences relatives au blocage des titres, les règles concernant les sociétés affiliées et la responsabilité des administrateurs.

A. Problèmes liés à la réglementation bancaire

Plusieurs témoins ont dit au Comité que les banques à charte canadiennes sont assujetties à un certain nombre de règlements qui ne s'appliquent pas aux autres sociétés de capital de risque. Ces contraintes réglementaires entravent l'offre de capitaux propres aux PME par les plus grandes institutions financières du Canada, les banques. Les filiales spécialisées en capital de risque des banques canadiennes, comme La Corporation Placements Banque Royale, RoyNat ou CIBC Capital Partners, fournissent moins de 20 % du capital de risque. Or, ces compagnies spécialisées pourraient offrir une part beaucoup plus importante du gâteau du capital de risque : d'un côté, elles font partie d'institutions financières de très grande envergure, mais de l'autre, les pratiques bancaires traditionnelles ne sont pas, pour la plupart, adaptées aux besoins financiers de la nouvelle économie du savoir.

Il existe des différences fondamentales entre les activités d'affaires et d'investissement d'une banque et celles de sa filiale de capital de risque. M. David Pakrul, de la Corporation d'investissement en capital de la Banque de Montréal, et M. Jacques Sayegh, de La Corporation Placements Banque Royale, ont déclaré au Comité :

Vous nous assimilez à des banquiers parce qu'une banque est propriétaire de notre entreprise. Aucun d'entre nous n'est banquier. Je n'ai jamais été banquier. J'ai été preneur ferme durant vingt ans, et je suis investisseur en capital de risque. Fondamentalement, l'exploitation du capital de risque ne fait pas appel aux banquiers ni à leur culture. Alors même s'il est vrai que certaines personnes peuvent passer d'une organisation à l'autre, le capital de risque et les techniques et outils qui y sont associés diffèrent énormément. Même si nous appartenons à une banque, ce sont des personnes différentes qui sont embauchées pour remplir ce rôle. (D. Pakrul, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 51.)

La Banque Royale a reconnu l'importance d'établir la différence entre la culture du monde bancaire et celle du monde des investissements. Notre organisation fonctionne comme une filiale, avec son propre conseil d'administration. Dans son cas, le processus diffère selon qu'il s'agit d'un investissement ou d'une dette. Elle est bien distincte des autres parties de la banque. Les personnes que nous embauchons proviennent du secteur des investissements, et nous sommes bel et bien des concurrents de McLean Watson et des autres fonds

indépendants. ... nous sommes assujettis à certaines des règles bancaires, ... dans la mesure où certains aspects réglementaires de nos affaires qui concernent spécifiquement les banques viennent nuire aux autres aspects de nos activités. (J. Sayegh, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 51.)

Les filiales de capital de risque des banques se heurtent à plusieurs obstacles qui limitent leur capacité à opérer sur ce marché sur le même pied que leurs concurrents. Un des ces obstacles est le montant de capitaux propres qu'une filiale de banque peut offrir. M. Sayegh a déclaré au Comité que l'une des clés du problème se trouve dans la *Loi sur les banques* de 1993. La loi limite à 5 % du capital réglementaire total le montant qu'une banque peut affecter au financement de capitaux propres, mais la création de sociétés de portefeuille bancaires pourrait éviter en partie de recourir à ce type de restrictions.

D'autres administrations, particulièrement en Europe et en Asie, permettent au secteur bancaire d'affecter des capitaux nettement plus importants à l'industrie du capital de risque. (J. Sayegh, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 51.)

Non seulement le montant du financement des capitaux propres est-il assujéti à des restrictions, mais il en va de même du type et de la durée de ce financement. Les filiales de capital de risque des banques sont limitées à une participation de 25 % aux entreprises dans lesquelles elles investissent. De plus, la loi exige qu'elles mettent fin à leurs investissements au bout de dix ans, ce qui leur impose une stratégie de sortie moins qu'optimale. Les autres types de sociétés de capital de risque ne sont pas assujettis à ces contraintes.

Enfin, et peut-être surtout, les institutions financières (y compris leurs filiales de capital de risque) sont pleinement imposées sur leurs gains en capital, contrairement aux sociétés ordinaires dont seulement 50 % des gains sont imposables. Pour qu'une filiale bancaire atteigne son taux de rendement souhaité après impôt, elle doit se limiter aux investissements les plus rentables.

Si les investisseurs en capital de risque que sont les institutions financières étaient traités comme d'autres sociétés -- c'est-à-dire si 50 % du gain était imposable --, cela nous encouragerait à rechercher un rendement avant impôt plus faible sur nos investissements. Cela fait diminuer directement la participation à l'entreprise, de sorte que les propriétaires de petites entreprises n'estimeraient plus que nous demandons une trop grande participation à l'entreprise. (R. Reynolds, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 51.)

En bref, les témoins du secteur bancaire de l'investissement ont déclaré au Comité que le contexte réglementaire crée des règles du jeu qui ne penchent pas en faveur des sociétés de capital de risque qui sont des filiales de banque. Cette situation est regrettable puisqu'elle limite la capacité du secteur bancaire à offrir à la nouvelle économie un financement adapté. Le Comité appuie la création de sociétés de portefeuille précisément pour libérer les activités des filiales des banques. Cela permettrait aux groupes bancaires non seulement de mieux concurrencer les institutions financières non réglementées, mais aussi de mieux servir ceux qui ont besoin d'un financement. C'est pour cela que le Comité recommande :

Que le gouvernement fédéral entreprenne une étude afin de cerner les barrières ou obstacles nuisant à la capacité des banques d'être concurrentielles pour ce qui est des activités liées au capital de risque dans le but de les éliminer.

B. Exigences relatives au blocage des titres

En général, les lois sur les valeurs mobilières renferment des dispositions selon lesquelles les actionnaires d'une entreprise déposant un premier prospectus (comme les promoteurs, les directeurs, les administrateurs et les actionnaires dont l'avoir en actions de l'entreprise dépasse un seuil déterminé) doivent bloquer leurs actions pendant un certain temps. Une action bloquée ne peut être vendue, cédée ou transférée que sous certaines conditions. Au bout d'un certain temps, les actions sont débloquées.

Le groupe de travail de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario sur le financement des PME a indiqué que les exigences relatives au blocage des titres (ou entiercement) ont toujours visé deux objectifs : (i) veiller à ce que les promoteurs d'une offre de participation ne fassent pas de profits aux dépens des investisseurs publics et (ii) faire en sorte que les dirigeants se sentent incités à consacrer leur temps et leur attention à l'entreprise¹³.

M. Douglas Hyndman décrit ainsi la disposition en question :

Son but premier est de lier pendant une période raisonnable les fondateurs de l'entreprise à cette dernière afin que les investisseurs qui participent au placement initial de titres sachent que les gens sur lesquels ils comptent resteront en poste pendant suffisamment de temps. On ne précise pas ce qu'est une période raisonnable, mais en dehors du secteur des ressources naturelles, il faut généralement au moins quatre ou cinq ans pour qu'une nouvelle entreprise arrive à réaliser un bénéfice et rapporte un rendement raisonnable à ses actionnaires.

Traditionnellement, pour ce qui est du prix des titres, le blocage a également cherché à tenir compte des intérêts des actionnaires qui ont acheté des actions avant le placement initial. Nous avons mis au point notre proposition en renonçant à ce deuxième aspect et en cherchant surtout à lier les fondateurs à l'entreprise. Le débat n'est pas terminé quant à savoir si c'est nécessaire et, dans l'affirmative, quelle est la période requise, mais c'est sur cet aspect que nous avons mis l'accent. Lorsque les investisseurs investissent dans le placement initial de titres d'une nouvelle entreprise, ils parient sur sa direction, car elle n'a pas grand-chose d'autre à offrir. Nous voudrions la garantie que la direction sera encore là au lendemain de l'émission, une fois l'argent investi. (D. Hyndman, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 48.)

Le groupe de travail fait remarquer que les investisseurs de capital de risque sont parfois pris au piège du blocage, car cette règle vise les gros actionnaires qui investissent des capitaux importants dans l'entreprise avant qu'elle ne devienne société ouverte. On peut lire dans le rapport du groupe de travail que « les échéanciers de déblocage des titres en vertu de l'actuel

¹³ Groupe de travail sur le financement des petites entreprises de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (1996), p. 89.

régime réglementaire sont plus longs que nécessaire, qu'ils se traduisent par des coûts importants et injustifiés et qu'ils découragent les offres publiques en Ontario »¹⁴.

Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) avaient proposé en 1998 un régime national de blocage des titres qui, selon l'ACCR, aurait grandement modifié les règles actuelles relatives à l'entiercement en allongeant considérablement les périodes de blocage dans le cas des entreprises naissantes faisant un premier appel public à l'épargne. L'ACCR estimait que les sociétés de capital de risque auraient été inévitablement touchées par cette proposition et a recommandé qu'elles soient exclues. La proposition des ACVM a été modifiée par la suite de manière à la rendre plus acceptable aux yeux des investisseurs.

L'ACCR a par ailleurs indiqué au Comité qu'il n'est pas rare qu'une société de capital de risque détienne des investissements dans une entreprise pendant trois à huit ans avant que celle-ci s'introduise en bourse. L'imposition d'un blocage pouvant durer six ans, qui se serait ajouté à la période initiale d'investissement des capitaux, aurait réduit les liquidités des sociétés de capital de risque et eu une incidence négative sur les PME¹⁵.

En mars 2000, les ACVM ont donc proposé un régime révisé pour le blocage des titres qui, entre autres choses, aurait raccourci la période de blocage et accéléré la libération des titres. Pour les émetteurs établis, la libération des titres se ferait en tranches égales à six mois d'intervalle sur une période de 18 mois et pour les nouvelles sociétés émettrices, la libération se ferait par tranches égales à intervalles de six mois sur une période de 36 mois. Ainsi, la période de blocage serait ramenée de 6 ans à un maximum de 18 mois ou de trois ans selon le cas.

Le régime national d'entiercement proposé en 1998 pour le blocage des titres avait suscité beaucoup de commentaires devant le Comité. De nombreux témoins estimaient que la période d'entiercement de six ans était trop longue et appuyaient la recommandation de l'ACCR qui réclamait que les sociétés de capital de risque soient exonérées de ce genre de disposition.

Selon un témoin, les règles d'entiercement proposées en 1998 risquaient de gêner davantage les entreprises cherchant à attirer des capitaux. M. Barrie Laver, associé directeur chez Castle Hill Ventures, a indiqué au Comité :

Les règles proposées relativement à l'entiercement des offres publiques initiales auront une incidence fort négative sur l'industrie. C'est de modalités de sortie claires et réelles dont les investisseurs de capitaux de risque ont besoin. Les règles d'entiercement proposées entraveront de nombreuses façons l'accès au capital. Ainsi, les nouveaux fonds auront plus de difficulté à rassembler des capitaux parce que l'entiercement aura sûrement une incidence sur le taux de rendement du capital et le remboursement du capital aux investisseurs.

Les entrepreneurs seront beaucoup plus tentés de démarrer une entreprise aux États-Unis qu'au Canada s'ils savent que les règles relatives à l'entiercement rendront l'accessibilité aux capitaux beaucoup plus difficile et qu'elles seront beaucoup plus coûteuses pour les

¹⁴ Ibid., p. 93.

¹⁵ Canadian Venture Capital Association, mémoire présenté au Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, 16 mars 1999, p. 12.

fondateurs et les autres gestionnaires. Les sociétés établies au Canada seront plus tentées de se tourner vers les marchés publics américains, ou encore elles chercheront à être vendues plutôt que d'émettre des actions dans le public, souvent à une société qui n'est pas établie au Canada.

Les règles d'entiercement proposées doivent être modifiées de sorte qu'elles ne soient pas beaucoup plus sévères que les règles américaines, tout en respectant le besoin élémentaire de satisfaire aux intérêts des investisseurs autant qu'à ceux des gestionnaires. (B. Laver, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Un autre témoin, M. Loudon F. Owen, associé directeur chez McLean Watson, s'est montré encore plus catégorique dans son opposition aux propositions.

Nous tenons cependant à préciser que, à notre avis, les règles d'entiercement proposées sont scandaleuses et improductives. En outre, elles jetteront dans l'industrie canadienne du capital de risque un froid tel que plus aucune société de capital de risque digne de ce nom ne fera un appel public à l'épargne au Canada au nom d'une entreprise. En dernière analyse, rares seront les entrepreneurs qui feront un appel public à l'épargne au Canada.

Je pourrais trouver des mots plus durs, mais je pense que les règles en question, qui sont tout sauf un point de départ valable, ne devraient même pas être envisagées. Le simple fait qu'on les ait mises de l'avant a jeté de l'huile sur le feu, du moins au sein de notre société, dans le cadre des discussions que nous avons pour déterminer si nous allons rester au pays et y garder notre siège social. (L. F. Owen, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 51.)

Enfin, un témoin, Brad Ashley, associé directeur chez Priveq Capital Fund, est allé jusqu'à affirmer que si le régime national d'entiercement proposé en 1998 devait s'appliquer, le marché des souscriptions initiales mourrait à plus ou moins long terme au Canada (B. Ashley, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Comme on l'a dit précédemment, le projet de régime de blocage de 1998 n'a pas abouti et a été révisé afin de prévoir des périodes de blocage plus courtes et une libération plus rapide des titres. En juin 2001, les ACVM ont annoncé leur intention de mettre bientôt en œuvre le nouveau régime de blocage uniforme puisqu'il est devenu répandu dans les bourses canadiennes.

Le Comité est d'avis que les exigences en matière de blocage de fonds peuvent être coûteuses pour ce qui est des appels publics à l'épargne et décourager ces derniers et qu'il faut débattre encore d'un éventuel régime de blocage de fonds national. C'est pourquoi il recommande

Que le gouvernement fédéral amorce un dialogue avec les divers intervenants à propos d'un régime de blocage de fonds national et que l'on étudie par ailleurs la mesure dans laquelle les exigences en matière de blocage de fonds peuvent décourager les appels publics à l'épargne, en vue de modifier en conséquence ces exigences.

C. Règles concernant les sociétés affiliées

Selon un certain nombre de témoins, les « règles concernant les sociétés affiliées », en vertu de la *Loi de l'impôt sur le revenu*, pourraient entraver le développement des petites et moyennes entreprises. Ces règles stipulent les circonstances dans lesquelles une personne est réputée contrôler une société et est donc considérée comme lui étant associée.

L'Association canadienne de capital de risque (ACCR) croit que l'application de ces règles aux sociétés de capital de risque pourrait priver les entreprises qui en sont à l'étape embryonnaire d'un grand nombre des avantages fiscaux destinés à favoriser leur croissance et leur développement. L'ACCR a fait remarquer qu'afin de protéger le capital qu'ils investissent dans les premières étapes de la vie d'une entreprise, les investisseurs à risque imposent souvent des conditions, dont une clause à effet de crémaillère, qui prévoit que le contrôle de l'entreprise sera transféré à un groupe d'investisseurs de capital de risque, si l'entreprise emprunteuse ne respecte pas certaines échéances.

Selon l'ACCR, la *Loi de l'impôt sur le revenu* exige que toute option en vigueur ou toute autre forme d'obligation de transfert de contrôle soit prise en compte pour déterminer si un détenteur d'option doit être réputé comme contrôlant une société. Le cas échéant, les sociétés de capital de risque peuvent être considérées comme étant associées aux entreprises dans lesquelles elles investissent. Par ailleurs, l'ACCR nous a fait remarquer que, toujours selon la *Loi de l'impôt sur le revenu*, quand un groupe d'investisseurs de capital de risque contrôle deux entreprises, celles-ci sont réputées être associées entre elles, même si aucun lien ne les unit par ailleurs.

L'ACCR soutient que l'application des règles concernant les sociétés affiliées pourrait priver les compagnies embryonnaires de plusieurs avantages fiscaux, en raison :

- de la disparition des privilèges fiscaux consentis au titre de l'amélioration de la R et D;
- du partage obligatoire, entre toutes les sociétés affiliées, du plafond de 10 millions de dollars sur le capital imposable dans le calcul de l'impôt des grandes sociétés;
- de l'impossibilité d'utiliser la déduction pour petite entreprise de 16 à 21 % sur la première tranche de 200 000 \$ de revenu imposable annuellement ¹⁶.

L'ACCR a recommandé deux alternatives au Comité : la première est d'étendre l'exemption de l'application des règles concernant les sociétés affiliées aux actions détenues par les sociétés de capital de risque visées par le règlement; et la seconde soit d'exclure les sociétés de capital de risque de l'application de la définition de « groupes de personnes » contenue dans les règles concernant les sociétés affiliées.

¹⁶ Association canadienne du capital de risque, (1999), p. 14.

Les règles relatives aux sociétés affiliées sont essentiellement conçues pour empêcher les contribuables d'utiliser les structures de société et autres dispositions complexes pour contourner l'intention de la législation, en particulier la *Loi de l'impôt sur le revenu*. Le Comité note que les sociétés de capital de risque sont essentiellement des institutions financières qui fournissent des capitaux propres pendant une période de temps assez longue, mais limitée. Lorsqu'elles détiennent une participation dans une entreprise, c'est dans l'intention de la financer et non de créer un conglomérat. C'est pourquoi le Comité croit qu'il n'est pas nécessaire que les sociétés de capital de risque soient assujetties aux règles concernant les sociétés affiliées, car cela aurait également pour effet d'entraver l'accès des PME aux capitaux propres. C'est pour cela que le Comité recommande :

Que le ministère des Finances examine les règles concernant les sociétés affiliées énoncées dans la *Loi de l'impôt sur le revenu* en vue de déterminer l'opportunité d'exempter les actions détenues par des sociétés de capital de risque de l'application de ces règles.

D. Responsabilité des administrateurs

Pour les sociétés, la grande difficulté consiste à attirer et à retenir des administrateurs compétents. Cela est particulièrement vrai pour les petites et moyennes entreprises où la présence d'administrateurs d'expérience peut être déterminante pour la survie ou l'expansion de l'entreprise.

Dans son mémoire au Comité, l'Association canadienne de capital de risque a fait remarquer que la forte augmentation des responsabilités qui leur sont imposées a compliqué le recrutement d'administrateurs efficaces et renforcé les réflexes de prudence excessive des décisionnaires des sociétés¹⁷. D'autres témoins se sont fait l'écho de ce point de vue, dont M. Denzil Doyle, lequel est convaincu que les anges investisseurs hésitent beaucoup à intervenir à cause des responsabilités incombant aux administrateurs. Il a fait savoir au Comité :

Pour commencer, le gouvernement doit cesser d'imposer de si nombreuses responsabilités aux administrateurs. À chaque nouveau budget, les responsabilités augmentent. Qu'il s'agisse des montants de TPS non versés ou de nouvelles dispositions environnementales, le gouvernement peut s'en prendre aux administrateurs. C'est un grave problème. Les bailleurs de fonds hésitent beaucoup à intervenir, parce qu'ils ne veulent pas endosser les responsabilités des administrateurs. Et pourtant, sans constituer un conseil d'administration officiel, il est impossible de discipliner les jeunes. (D. Doyle, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Ce n'est d'ailleurs pas la première fois que le Comité entend parler de ce problème. Dans son rapport d'août 1996 intitulé *La régie des sociétés*, le Comité se disait déjà inquiet de l'accroissement des responsabilités des administrateurs constaté au cours des 20 dernières années et de ses répercussions sur l'administration des sociétés et sur la conduite des entreprises. À cette époque, le Comité avait fortement recommandé de modifier la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (LCSA) afin de conférer la défense de diligence raisonnable aux administrateurs de société. De plus, dans ses rapports de septembre et de mars 1998, *Responsabilité solidaire et professions libérales* et *La responsabilité proportionnelle modifiée*, le Comité a recommandé que le régime de responsabilité proportionnelle modifiée s'applique aux réclamations pour préjudice financier résultant d'une erreur d'information financière requise en vertu de la LCSA.

Le Comité s'est également penché sur cette question dans un contexte plus large et a exprimé ses préoccupations quant à la manière dont ces responsabilités ont été imposées et à l'envergure qu'elles ont prise. Nous avons eu l'impression que des responsabilités ont été imposées aux administrateurs au coup par coup, dans chaque loi adoptée, sans qu'on se préoccupe de leur effet cumulatif. Nous estimons qu'aucune loi ne devrait comporter de disposition sur les responsabilités des administrateurs, sauf s'il est clairement établi qu'elles

¹⁷ *Ibid.*, p. 12.

peuvent avoir une incidence positive sur la conduite de l'entreprise ou qu'elles peuvent contribuer aux objets de la loi.

Le projet de loi S-11 adopté récemment modifie la LCSA pour conférer aux administrateurs la défense de diligence raisonnable et le régime de responsabilité proportionnelle modifiée à l'égard des réclamations pour préjudice financier. Ces modifications sont conformes à certaines recommandations formulées par le Comité à cet égard.

Le Comité est d'avis que les entreprises de toutes tailles, mais surtout les PME, ont besoin d'administrateurs expérimentés. Parce qu'il juge que les responsabilités imposées aux administrateurs peuvent compliquer leur recrutement et renforcer les réflexes de prudence excessive dans la prise de décisions, le Comité recommande :

Que le gouvernement fédéral fasse en sorte d'appliquer toutes les recommandations que le Comité sénatorial permanent des banques et du commerce a formulées à propos des responsabilités des administrateurs de sociétés.

V. Incitatifs fiscaux

Les gouvernements influent sur les décisions des entreprises par la voie des lois et règlements, mais ils peuvent aussi influencer grandement les décisions des investisseurs par le truchement du régime fiscal, car ceux-ci se soucient surtout du rendement après impôt de leurs placements. On abordera donc ici plusieurs considérations d'ordre fiscal et leur répercussions sur l'offre de capitaux aux petites entreprises.

A. Impôt sur les gains en capital

L'impôt sur les gains en capital est un obstacle à l'apport de capitaux aux PME. Le fait d'imposer les gains en capital a un effet préjudiciable sur la capacité du capital de financer les investissements les plus profitables.

Au cours du printemps 2000, le Comité a entendu des témoignages d'experts canadiens et américains sur l'imposition des gains en capital, dont il s'est inspiré pour préparer un rapport intitulé *L'impôt sur les gains en capital*, dans lequel il concluait que cet impôt entrave la création et l'expansion d'entreprises. Il fausse les décisions d'investissement, ce qui mène à un sous-investissement dans les nouvelles entreprises et les projets à haute intensité de savoir du fait que ces entreprises dépendent essentiellement du financement que peuvent leur offrir des particuliers imposables. Peut-être encore plus important, ce système a des effets négatifs cumulatifs sur le financement des PME, en particulier les entreprises fondées sur le savoir, et sur l'entrepreneursip.

Selon une étude canadienne récente, l'impôt sur les gains en capital influence le coût du capital de l'entreprise en modifiant le taux de rendement attendu des investisseurs qui achètent les actions de l'entreprise. En effet, si l'impôt modifie le rendement requis, le prix que les investisseurs sont prêts à payer pour une participation aux gains futurs de l'entreprise changera. Ainsi, l'impôt sur les gains en capital est capitalisé dans le prix de l'action¹⁸.

Cela signifie que si le taux d'inclusion des gains en capital était réduit, le jeu des forces du marché permettrait au prix des actions des petites entreprises prometteuses d'augmenter jusqu'à un niveau qui compenserait la totalité de l'impact futur de l'impôt pour les investisseurs. Les capitaux propres deviendraient moins coûteux pour les nouvelles entreprises éventuellement plus productives en raison du prix plus élevé des actions et donc de l'abaissement du coût du capital. Ces arguments sont présentés dans un certain nombre d'études¹⁹.

¹⁸ Kevin Milligan, Jack Mintz et Thomas A. Wilson, « Capital Gains Taxation: Recent Empirical Evidence », document d'information à l'intention du Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, septembre 1999.

¹⁹ En particulier, voir A. Guenther et Michael Willenborg, « Capital Gains Tax Rates and the Cost of Capital for Small Business: Evidence from the IPO Market », *Journal of Financial Economics*, 53, 1999, p. 385-408. Voir également H. Lang et Douglas A.

En plus de favoriser l'investissement dans des projets plus risqués, l'abaissement du coût du capital stimule le marché des souscriptions initiales. Ces effets conduisent à des gains de productivité. L'incidence sur la formation de capital et sur l'amélioration de la productivité est cumulative de sorte que même de très petites augmentations annuelles peuvent avoir un effet considérable à long terme.

Dans son rapport sur l'imposition des gains en capital, le Comité avait recommandé que le taux d'inclusion des gains en capital soit immédiatement abaissé à 50 % pour l'aligner sur le taux marginal moyen supérieur appliqué en la matière aux États-Unis. Le ministre des Finances a répondu favorablement à cette proposition dans l'*Énoncé économique et la mise à jour budgétaire* d'octobre 2000 et a ramené le taux d'inclusion à 50 %. Le Comité avait toutefois souligné dans sa recommandation que cette mesure, bien que pressante, serait probablement insuffisante. C'est pour cela que le Comité recommande :

Que le gouvernement fédéral modifie la *Loi de l'impôt sur le revenu* pour abaisser encore le taux d'imposition des gains en capital.

Shackelford, « Capitalization of Capital Gains Taxes: Evidence from Stock Market Price Reactions to the 1997 Rate Reduction », *National Bureau of Economic Research*, WP 6885, janvier 1999.

B. Charges fiscales non liées aux bénéfices

Le rapport du Comité technique de la fiscalité des entreprises a fait état d'une évolution marquée du genre d'impôts que paient les entreprises. L'impôt sur les bénéfices des sociétés représente maintenant moins du quart de la ponction fiscale totale sur l'activité d'une entreprise.

L'importance relative des impôts dépendant des bénéfices (impôt sur les bénéfices des sociétés et taxes sur les ressources naturelles fondées sur les bénéfices) a fortement diminué en faveur des impôts sur le capital, des impôts fonciers et des impôts sur la masse salariale, ainsi que des taxes de vente et des taxes d'accise sur les carburants applicables aux intrants. Alors qu'en 1950, un peu moins de 60 % de ce type d'impôt des entreprises était lié aux bénéfices, ce rapport était tombé à environ 25 % en 1995. Cette évolution est due en partie à la baisse des bénéfices des sociétés par rapport à la valeur nette ajoutée, mais elle s'explique aussi par l'augmentation des taux des impôts et taxes non reliés aux revenus et à la croissance correspondante des recettes provenant de ces sources²⁰.

M. Brien Gray a souligné que les petites entreprises dépendent largement des bénéfices non répartis pour accroître leur avoir propre. Or, avec l'augmentation de l'impôt sur le capital et des charges sociales, elles ont de la difficulté à conserver leurs bénéfices non répartis.

[le] régime fiscal ne s'appliquant pas au bénéfice ... a augmenté énormément, tandis que l'impôt s'appliquant au bénéfice a graduellement diminué. L'effet sur les entreprises qui dépendent des bénéfices non répartis pour grossir l'avoir des actionnaires est évident : des bénéfices plus faibles, moins de bénéfices non répartis, une capacité restreinte à augmenter l'avoir des actionnaires de l'entreprise, ainsi qu'une possibilité de croissance limitée.

Sans doute, l'une des raisons pour laquelle la période de création d'emplois post-récession a produit moins d'emplois que ce que le gouvernement attendait est que les entreprises qui ont eu la chance de survivre ont dû puiser abondamment dans l'avoir des actionnaires. Le recours grandissant à l'impôt ne s'appliquant pas au profit rendra les choses plus difficiles aux entreprises qui veulent renflouer leur capital-actions. (B. Gray, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Le Comité pense que les impôts versés par les entreprises sans égard à leur capacité de générer des bénéfices peuvent nuire à l'essor de ces dernières et appuie la majorité des conclusions du *Rapport du Comité technique de la fiscalité des entreprises*. C'est pour cela qu'il recommande :

²⁰ Rapport du Comité technique de la fiscalité des entreprises présenté au ministre des Finances, décembre 1997, page 2.15.

Que le gouvernement fédéral étudie l'impact de l'impôt des sociétés dans le but de réduire ou d'éliminer la part qu'il occupe dans cette ponction.

C. Allègements et incitatifs fiscaux initiaux et généralisés

La plupart des témoins ont convenu que l'offre d'allègements fiscaux initiaux et les incitatifs fiscaux sélectifs accordés aux investisseurs tendent à modifier les décisions d'investissement et à créer toutes sortes de distorsions. En général, ils croient que cette démarche est inefficace.

M. John Cranston a donné au Comité des précisions sur certaines initiatives du gouvernement comme les régimes d'épargne-actions et les crédits d'impôt associés à la recherche scientifique, en particulier en Alberta et au Québec. À son avis, ces allègements fiscaux initiaux n'encouragent pas nécessairement l'investissement dans les entreprises les plus productives. En raison de la réduction d'impôt, les investisseurs peuvent bénéficier de rendements artificiellement élevés, même si leur investissement n'est pas très performant. De plus, ils bénéficient des allègements, même s'ils n'affectent pas leur argent aux genres de projets que le gouvernement souhaite encourager. Deuxièmement, on encourage l'investissement dans des projets risqués « en faisant valoir que c'est le gouvernement qui prend les risques à votre place » (*J. Cranston, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.*) Cela devient la principale raison pour laquelle de nombreux investisseurs prennent de plus grands risques. Mais ils peuvent toujours y perdre; les risques sont partagés avec le gouvernement, mais ils existent toujours. M. Vernon Lobo nous fait savoir que :

... plus de la moitié du capital administré au Canada provient d'incitatifs gouvernementaux initiaux [surtout par la voie des SCRT] conçus pour encourager la formation de capital. Le gouvernement a de toute évidence réussi à créer rapidement d'importantes sommes de capitaux destinées aux PME grâce à cette initiative. Bien que cela nous ait aidé à démarrer, ce n'est toutefois pas suffisant pour créer un réseau d'investisseurs providentiels, un marché du capital de risque et un secteur de la technologie durables. Pratiquement aucun des fonds créés aux États-Unis était le résultat d'incitatifs fiscaux. Ces fonds sont le fruit des aptitudes, de l'expérience et du rendement des gestionnaires de fonds. (V. Lobo, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

M. Lobo et M. Cranston ont tous deux insisté sur le fait que les gens doivent prendre des risques appropriés à leur situation. Accorder des incitatifs fiscaux initiaux revient à donner un prix aux partants plutôt qu'aux gagnants d'une course. Au lieu d'accorder des allègements fiscaux initiaux, il serait préférable de viser « la fin de la course », c'est-à-dire récompenser les gagnants. Le régime fiscal doit faire en sorte que les investisseurs récoltent les avantages correspondant aux risques qu'ils prennent.

Nous devons créer un marché et un taux d'impôt intéressants, et laisser les forces du marché amener le capital aux entrepreneurs et aux investisseurs qui réussissent à créer de la richesse (V. Lobo, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Une réduction importante de du taux d'inclusion des gains en capital permettrait d'atteindre cet objectif. On pourrait ainsi accorder aux investisseurs qui ont pris des risques et acquis une expérience jugés appropriés une récompense conforme à leur réussite. Il en résultera la création d'un marché durable et stable pour l'offre de capital de risque aux PME.

De plus, ces incitatifs devraient être généralisés et non limités à certaines industries.

... il ne faudrait pas offrir d'allégements fiscaux sélectifs. Le gouvernement ne sait vraiment pas discerner entre les différentes entreprises. Nous pensons que c'est le marché qui devrait choisir quelles sont les idées qui méritent son appui. (J. Cranston, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

M. Brien Gray a indiqué qu'il est vital pour les petites entreprises que les incitatifs au financement par actions incluent tous les secteurs. M. Rod Bryden a souligné l'effet négatif de l'affectation d'une part disproportionnée des ressources à des secteurs particuliers.

Si nous affectons une part disproportionnée de nos ressources aux secteurs de pointe, nous aurons des difficultés à adapter les possibilités d'emploi aux gens qui ont besoin de travail et nous financerions d'une façon excessive les secteurs dont le taux d'échec est le plus élevé. (R. Bryden, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 52.)

Il faut une approche équilibrée. De plus, « lors des étapes préliminaires, il est impossible de prévoir quelles entreprises croîtront rapidement et quelles entreprises suivront la voie d'une croissance plus modeste (B. Gray, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.) » Le système doit laisser le marché décider quel secteur, quelle industrie ou quelle entreprise recèle le meilleur potentiel de croissance. Toute politique qui prévoit des incitatifs ciblés crée des distorsions dans les décisions d'investissement. Si les investisseurs sont récompensés pour le risque qu'ils prennent, il est dans leur intérêt d'investir dans des entreprises dont ils estiment qu'elles recèlent le potentiel de croissance le plus élevé. D'autre part, grâce à ces incitatifs non sélectifs, les investisseurs vont sans doute soutenir davantage des entreprises à forte croissance qui, autrement, n'auraient pas fait l'objet d'un traitement fiscal préférentiel.

Cette démarche est précisément celle qu'a adoptée le Comité dans son étude sur l'imposition des gains en capital. Estimant que les incitatifs notamment d'ordre fiscal provenant du gouvernement fédéral ne devraient pas fausser les décisions en matière d'investissement, le Comité recommande :

Que le gouvernement fédéral mène une étude sur les incitatifs existants, qu'il soient de nature fiscale ou autre, afin d'établir s'ils donnent les résultats escomptés et ne faussent pas les décisions en matière d'investissement.

VI. Manque de compétence en gestion

Les problèmes de financement des entreprises tiennent parfois aux entrepreneurs eux-mêmes. Nous examinerons ici trois aspects du problème qui sont le fait des entrepreneurs et de la culture.

A. Réticence des propriétaires de PME à céder une partie de leur contrôle

Les obstacles à l'accès aux capitaux propres viennent parfois des entrepreneurs eux-mêmes. Plusieurs témoins ont parlé de la réticence des entrepreneurs à céder une partie du contrôle de leur entreprise. M. Rod Reynolds, président-directeur général de RoyNat Inc., décrit ainsi le phénomène :

Il semble y avoir au Canada un blocage mental à l'égard du partage de propriété d'une entreprise. Souvent, un propriétaire sera beaucoup plus heureux d'être propriétaire unique d'une petite entreprise que d'être propriétaire à 80 % d'une entreprise de plus grande envergure. Fait intéressant, nous avons constaté que cette attitude diffère énormément de celle des Américains, qui semblent plus enclins à céder une partie du capital-actions pour que l'entreprise grandisse. À notre avis, cette réticence découle en partie d'une crainte des investisseurs en capital risque, d'une crainte du contrôle; il nous faudra certainement trouver une façon de remédier à cette crainte (R. Reynolds, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 51.)

Un autre témoin a décrit les entrepreneurs canadiens comme étant des « fanas » du contrôle pour qui il est plus important de demeurer petits et exercer un contrôle total sur leur entreprise que d'avoir une petite part d'un gâteau bien plus gros²¹. Un autre a confirmé cette perception en précisant que certains entrepreneurs voient leur entreprise comme faisant partie de leur mode de vie plutôt que comme un véhicule de création de richesse.

Ailleurs dans ce rapport, nous avons traité des conséquences des entraves placées par la réglementation sur l'offre de capital de risque. Nous avons également abordé le rôle de l'impôt sur les gains en capital. Dans les deux cas, le fait de restreindre l'offre de financement par actions fait grimper le prix de ce financement. Les entrepreneurs canadiens sont peut-être réticents à céder une partie du contrôle de leur entreprise parce qu'ils estiment devoir céder trop de contrôle par rapport au financement qu'ils reçoivent. Pour leur part, les entrepreneurs américains semblent plus réceptifs à cette forme de financement, non pas parce

²¹ Gordon Sharwood, mémoire présenté au Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, 18 avril 1999, p. 7.

qu'ils sont fondamentalement différents de leurs homologues canadiens, mais parce que le financement par actions est moins coûteux pour eux.

B. Manque de compétences en gestion, en vente et en marketing

En 1998, une étude préparée pour l'Association des banquiers canadiens a révélé que le manque de connaissances et de compétences en gestion des entrepreneurs est un des principaux obstacles à l'investissement²².

De nombreux témoins ont déclaré au Comité que c'est souvent par manque de confiance dans la gestion d'une entreprise que les investisseurs déclinent un investissement.

En tant qu'organismes de réglementation, nous constatons qu'il y a beaucoup d'argent à la recherche de possibilités d'investissement avantageuses, mais une pénurie de petites entreprises prometteuses et bien gérées dans lesquelles investir. Le problème n'est pas qu'il y ait trop d'entreprises qui ont besoin d'argent, mais plutôt qu'ils [investisseurs institutionnels] ont du mal à trouver des jeunes entreprises solides disposant d'un bon plan d'affaires et d'une bonne gestion dans lesquelles investir leur argent. (D. M. Hyndman, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 48.)

D'autres témoins ont avancé que les Canadiens manquent de compétences dans les ventes et le marketing. Un témoin du secteur du capital de risque a dit au Comité qu'un projet noté B dont la gestion mérite un A trouvera plus facilement des bailleurs de fonds qu'un projet noté A dont la gestion ne mérite qu'un B. La différence entre un plan d'affaires noté A ou B tient souvent à la qualité du personnel de vente et de marketing. Un autre témoin a souligné le fait que le Canada produit beaucoup d'excellents ingénieurs, mais qu'il devrait produire tout autant de spécialistes en marketing et vente. « C'est sur ce plan que nous avons des lacunes et c'est pourquoi nous sommes extrêmement désavantagés sur le plan concurrentiel. » (D. Latner, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Selon la plupart des témoins, ce n'est pas que le Canada ne produit pas de bons gestionnaires. Le problème comporte de multiples facettes, qui vont des lacunes dans l'éducation aux économies d'échelle. De fait, l'économie des États-Unis est au moins dix fois plus importante que la nôtre. Cette réalité a des conséquences considérables sur le volume des ventes et les efforts de marketing dans les deux pays.

L'essentiel, c'est que nous devrions tout mettre en œuvre pour garder les personnes qualifiées et les inciter à demeurer au pays. Un autre point qui a son importance, c'est que bon nombre des personnes les plus qualifiées que je connaisse ont quitté le Canada et n'y reviendront pas. Je songe en particulier à des promoteurs, à des mécaniciens et à des directeurs généraux. L'un des principaux problèmes auxquels les entreprises canadiennes sont confrontées consiste à recruter des personnes qualifiées du simple fait que la plupart des

²² Thompson Lightstone & Company Limited, « Small Business in Ontario: An Assessment of Access to Capital », 1998, p. 130.

entrepreneurs qui réussissent, une fois leur fortune faite, quittent le pays. Ils ne reviennent pas, en grande partie à cause du régime fiscal. Mes commentaires sont anecdotiques, ce qui veut dire qu'ils ne s'appuient pas sur des statistiques, mais il s'agit assurément de quelque chose que nous avons observé. (L. F. Owen, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 51.)

La question de la fuite des cerveaux dépasse la portée du présent rapport, mais de nombreux témoins ont dit avoir l'impression que beaucoup des meilleurs gestionnaires et entrepreneurs à succès du Canada - et donc des anges potentiels - allaient s'installer aux États-Unis.

Un autre point qui met en évidence la perte de notre talent est le fait que plusieurs hauts dirigeants de quelques-unes des plus grandes entreprises d'Internet aux États-Unis sont des Canadiens. Jeu Mallette est le président et chef de l'exploitation de Yahoo. Paul Gauthier, originaire de Halifax, est le cofondateur de Inktomi, qui est une entreprise spécialisée dans les moteurs de recherche qui vaut 7 milliards de dollars. Jeff Skoll, originaire de Montréal, a été l'un des fondateurs de eBay. Rob Burgess est le président et chef de la direction de Macromedia, un développeur de logiciels multimédia. Toutes ces personnes sont des Canadiens d'origine. Il y a de nombreuses histoires comme celle-ci, et il faut que l'on examine cette perte de nos grands cerveaux. (V. Lobo, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

C. Contexte culturel du milieu des affaires et éducation

Plusieurs témoins ont fait remarquer au Comité que le contexte culturel du milieu des affaires au Canada est très différent de celui des États-Unis. Les Canadiens ont tendance à adopter une attitude négative à l'égard du milieu des affaires et du profit. M. John Cranston et M. Brien Gray ont dit au Comité ce qui suit :

Au Canada, nous avons une attitude vraiment négative vis-à-vis du milieu des affaires. Pour la plus grande partie de la population, les affaires ont une connotation négative. Nous en sommes tous tributaires, mais c'est un secteur qui a mauvaise presse (J. Cranston, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Au Canada, nous avons un problème culturel. Historiquement, les États-Unis ont toujours célébré la libre entreprise et leurs entrepreneurs. J'ai remarqué un changement exceptionnel au Québec lorsque les pages couvertures des magazines ne montraient plus des politiciens ou l'archevêque, mais se sont mises à vanter les entrepreneurs.

Le reste du pays n'a pas adopté cette habitude. Au Canada, nous avons tendance à dénigrer notre classe d'affaires plutôt qu'à la valoriser. Je ne fais pas seulement allusion au rôle que nous jouons ou à celui des médias, mais aussi au rôle des dirigeants politiques. Ils doivent reconnaître et comprendre l'importance de l'équation de l'entreprise, c'est-à-dire sa contribution à l'économie et sa capacité à apporter toutes sortes d'autres bienfaits à la société. Nous disons souvent que le meilleur programme social est un emploi et que, si vous contraignez la création de richesse et d'emplois, alors vous ne pouvez progresser en aucune manière. (B. Gray, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Selon M. Cranston, enseignants et journalistes ne connaissent pas les principes fondamentaux de l'économie ni ce qu'est une entreprise. « Comment peuvent-ils aider leurs étudiants, leurs lecteurs et leurs auditeurs à mieux comprendre les questions économiques qu'ils ne comprennent pas eux-mêmes? Ce manque de connaissances engendre la suspicion, parce qu'on se méfie toujours de ce qu'on ne comprend pas. » (J. Cranston, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.) Quand on ne sait pas comment fonctionne une entreprise, on ne peut pas comprendre. « Cela les amène par ailleurs à se tourner vers le gouvernement pour trouver des solutions dans des secteurs où le gouvernement n'a pas sa place » (J. Cranston, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Par ailleurs, M. Gordon Sharwood a parlé au Comité des lacunes des programmes de gestion des affaires des universités canadiennes :

Du côté universitaire, nous constatons qu'en ce qui a trait à la planification on ne met pas l'accent sur l'esprit d'entreprise; il me semble que Brien Gray a déjà parlé des écoles commerciales qui se sont fait connaître pour avoir mis l'accent sur le secteur autre que celui de l'entreprise. Personne n'enseigne comment dresser un plan d'entreprise pour assurer un

financement par actions. Aucun des établissements d'enseignement que nous connaissons -- je pense que celui de Queen's s'y met à peine -- n'enseigne comment dresser un plan d'entreprise pour recueillir un financement par actions, ce qui est bien autre chose que de dresser un plan pour s'endetter. (G. Sharwood, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

M. Loudon Owen a mentionné que les entrepreneurs qui en sont à leur première expérience et qui sont en quête de capitaux sont parfois mal informés des moyens de se les procurer. Il s'agit d'une préoccupation dont de nombreux autres témoins se sont fait l'écho.

Le Comité est fermement convaincu que notre réussite économique en tant que nation est directement liée aux succès de nos entreprises. Pour cela il faut plusieurs facteurs clés : entreprenariat, jeu de compétences comportant expérience et expertise en gestion, en ventes et en commercialisation, engagement vis-à-vis du perfectionnement et de l'apprentissage continu et culture de l'entreprise adéquate. Estimant que certaines de ces qualités sont innées et d'autres acquises, le comité recommande :

Que le gouvernement fédéral étudie des moyens d'encourager le perfectionnement des compétences et l'apprentissage continu parmi les gestionnaires et entrepreneurs canadiens. Ces incitatifs doivent reconnaître les besoins et les défis particuliers qui se posent à ces Canadiens séparément des efforts plus généraux que le gouvernement déploie en ce sens.

VII. Conclusion

La progression de la mondialisation et les avancées de la technologie et des communications conduisent à des changements structurels fondamentaux dans les économies du monde. Il se crée ainsi toutes sortes de nouvelles possibilités. La plupart des pays ont reconnu l'immense potentiel que représente la nouvelle économie du savoir pour la richesse, le niveau de vie et la qualité de l'emploi de leurs citoyens et prennent les mesures voulues pour en tirer avantage.

Même si nous ne savons pas ce que l'avenir nous réserve, le Canada semble certainement en bonne position pour bénéficier de ces avantages. Le Canada est une petite économie ouverte qui possède un réservoir de nombreux talents et de richesse. Soixante-sept universités et collèges produisent plus de 25 000 diplômés par an en mathématiques, en génie et en sciences pures et appliquées. Le Canada a beaucoup à offrir dans la nouvelle économie mondiale qui est en train de naître. Il a aussi beaucoup à perdre en raison de la mobilité croissante des ressources. Si le Canada n'est pas un endroit suffisamment attirant pour ces ressources, elles iront ailleurs.

La technologie et la mondialisation des marchés ensemble sont en train de créer un nouveau monde. De plus en plus d'entreprises canadiennes, constate-t-on, déménagent aux États-Unis si les capitaux sont disponibles là-bas. ... Les marchés financiers du monde changent rapidement. Et les petites entreprises vont ressentir certains de ces changements (J. Oliver, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 46.)

Dans le contexte de la nouvelle économie et de l'expansion des marchés mondiaux, le potentiel de croissance économique est énorme. Les pays qui réussiront le mieux seront sans aucun doute ceux qui auront la capacité de voir plus loin, de repérer les nouvelles tendances et d'en tirer profit avant leurs concurrents. Le Comité croit que le prochain défi que doit relever le Canada est l'établissement d'un climat favorable au financement par actions dans un marché solide et durable, structurellement adapté à la croissance et au financement des activités entrepreneuriales. La mise en œuvre des recommandations contenues dans le présent rapport devrait contribuer à l'établissement d'un tel climat.

ADDENDUM

Tables rondes de Chicago sur le financement par actions des petites entreprises

Résumé des témoignages

Table ronde n°1

Le gouvernement et les associations

Le financement par capital de risque est une activité en plein essor dans l'État de l'Illinois. Au cours des 12 derniers mois, le volume de capital de risque investi dans cet État a augmenté de 850 % passant de 63,17 millions au premier trimestre de 1999 à 600 millions de dollars au cours de la même période de 2000 [David Weinstein]. Le Comité a appris qu'il y a en fait plus de capital de risque que de projets menés grâce à ce type de financement [David Weinstein].

Il s'est produit au cours des trois dernières années un tournant décisif. La région aurait perdu tout son secteur du savoir à forte croissance sans l'intervention de la collectivité et du gouvernement [Candace Renwall].

Pour créer ce climat d'investissement dynamique et autosuffisant pour le capital de risque, il faut à une région :

- (i) une infrastructure fondée sur la technologie;
- (ii) un réseau financier solide;
- (iii) un groupe d'investisseurs providentiels actifs;
- (iv) la volonté de l'État d'appuyer l'entrepreneuriat;
- (v) de généreux encouragements fiscaux [Shayne Mandle].

L'État a pour principal rôle de faire montre de leadership fort, d'investir dans l'infrastructure, la recherche et le développement et le système éducatif. En règle générale, son but est de donner aux entreprises les meilleures chances de prospérité [Shayne Mandle].

Attirer les entreprises technologiques

1. Créer un climat concurrentiel

À l'échelle de l'État, il est capital de créer un climat concurrentiel pour les entreprises et les financiers et, pour ce faire, il faut :

- mettre en place des programmes visant à accroître l'accès des entreprises à un bassin de main-d'œuvre important. Le gouvernement de l'État prévoit des crédits d'impôt pour la R et D, des subventions et des bourses et de l'aide financière visant à former les chômeurs [Mary Reynolds].

- encourager fiscalement les entreprises axées sur la technologie. L'objectif est de donner à ces entreprises un avantage concurrentiel. [Mary Reynolds].
- Alléger considérablement le fardeau financier lié à la soumission de formulaires complexes et à d'autres formes de bureaucratie pour les petites entreprises [Mary Reynolds].
- Promouvoir les associations commerciales liées à la technologie. Ces associations peuvent promouvoir des politiques gouvernementales en constituant un point de contact avec le secteur de la technologie [David Weinstein]. Elles aident également les jeunes entreprises en organisant des conférences, en suscitant l'intérêt du public et en établissant des réseaux parmi la communauté des investisseurs providentiels. Elles peuvent également jouer un rôle éducatif [Candace Renwall]. La Illinois Coalition en est un bon exemple. Cette association à but non lucratif a relié tous les maillons : gouvernements (de tous ordres), départements de recherche universitaires et branches d'activité. Tous ces participants agissent de concert pour mettre sur pied des plans stratégiques qui sont ensuite présentés aux gouvernements [Shayne Mandle].

2. *Constituer des groupes axés sur la technologie (écosystèmes)*

La ville de Chicago a eu pour rôle de créer un « écosystème » propice à son développement technologique. En créant un climat dynamique et viable pour les entreprises en démarrage, la ville a encouragé les entreprises de haute technologie à s'implanter à Chicago et les investisseurs à investir dans les entreprises locales. Pour ce faire, elle a :

- utilisé les fonds publics pour assurer des immeubles aux jeunes entreprises prometteuses. Par exemple, Ethnic Grocer a dû fournir un nantissement de 2 millions de dollars pour s'assurer des installations convenables, ce qui lui aurait été impossible sans l'aide de la ville. Il faut souligner que la ville récupère ses investissements si les entreprises qu'elle aide deviennent prospères [Jim Dispensa, Katherine Gehl].
- changé les codes du bâtiment lorsqu'ils contrariaient la construction de méga-projets immobiliers de haute technologie [Jim Dispensa, Katherine Gehl].
- fourni une alimentation en électricité adéquate. Les cyber-entreprises ont besoin d'une excellente alimentation en électricité et d'un système de secours en cas de panne [Jim Dispensa, Katherine Gehl].
- converti des usines désaffectées en installations modernes pour les sociétés à forte croissance [Jim Dispensa, Katherine Gehl]. Ces usines sont attrayantes, car, étant très spacieuses, elles permettent d'y aménager des gymnases ou autres salles récréatives, ce qui

est de plus en plus courant dans le secteur de la haute technologie (en raison des longues heures de travail.)

Leadership et commercialisation par le gouvernement

Le gouvernement a pour rôle principal de faire montre de leadership [Shayne Mandle]. Par exemple, le gouverneur George H. Ryan a fait savoir aux entrepreneurs et aux investisseurs qu'il était très intéressé par la croissance et la prospérité de l'industrie de haute technologie locale [Mary Reynolds]. La commercialisation est également cruciale. Selon la Illinois Coalition, une bonne commercialisation des programmes en place et l'engagement de la ville ont été au cœur du succès de la ville de Chicago. Il est donc toujours nécessaire de réunir des statistiques détaillées sur le secteur puis de s'en servir comme outil de commercialisation [Candace Renwall]. Récemment, l'État de l'Illinois a mis sur pied un programme de commercialisation de 20 millions de dollars qui rehaussera le rôle de l'État dans la nouvelle économie et attirera de nouvelles entreprises et de nouveaux investisseurs [Mary Reynolds].

Attirer des capitaux

L'État de l'Illinois a très bien réussi à attirer des capitaux en tout début de projet. De nouveau, le fait que les gouvernements et les associations aient travaillé de concert pour faciliter la croissance des entreprises de haute technologie, ainsi qu'une bonne stratégie de communication et de commercialisation ont permis d'attirer l'attention des fournisseurs de capital de risque sur la région. D'autres facteurs sont également entrés en ligne de compte :

- Le climat fiscal favorable aux investissements dans de petites entreprises de haute technologie a joué un rôle important dans le succès de la région [David Weinstein].
- Les entreprises commerciales sans but lucratif, comme la *Illinois Coalition*, ont beaucoup contribué à l'établissement de réseaux d'investisseurs providentiels. Cette coalition a lancé plusieurs programmes visant à répondre aux besoins en capitaux de lancement et aux besoins des toutes nouvelles entreprises de technologie à l'échelle de l'État. Ces programmes comprennent un fonds de capital de risque pour le démarrage d'entreprises et un réseau de référence et de co-financement auquel participent quelque 250 investisseurs providentiels. Le rôle de la Illinois Coalition est de créer un consortium si bien que les entrepreneurs qui s'adressent à elle avec l'intention d'obtenir des capitaux initiaux peuvent présenter leur activité à un groupe d'investisseurs providentiels, lesquels choisiront alors d'investir ou non. En règle générale, les investisseurs providentiels

demandent une participation en capital de 20 % [Shayne Mandle]. Enfin, la Coalition est également l'opérateur de réseau local pour ACE-Net.

- La ville de Chicago a établi un fonds de capital de risque public, dont les résultats n'ont toutefois pas été convaincants, du fait principalement du manque de concurrence émanant d'autres fonds du même type [David Weinstein].
- Il existe des moyens par lesquels le secteur bancaire peut contribuer de façon significative au financement des projets de technologie. Par exemple, les programmes de dépôt lié (programme d'État dans le cadre duquel des fonds sont déposés dans des banques et rémunérés à des taux inférieurs au taux du marché à la condition que les banques utilisent ces fonds pour consentir des prêts qui encouragent le développement économique) ont remporté un certain succès [David Weinstein].

Tables rondes n^{os} 2 et 3

Investisseurs providentiels et sociétés d'investissement en capital de risque

Aux États-Unis, les investisseurs providentiels financent activement les entreprises qui démarrent. Selon le magazine *Forbes*, ils ont ainsi placé plus de 50 milliards de dollars en 1997 seulement. La Small Business Administration (SBA) américaine a déclaré qu'en juin 1996 le nombre d'investisseurs providentiels était estimé au bas mot à 250 000 et qu'ils investissaient dans plus de 30 000 entreprises.

« Il y a eu une révolution spectaculaire. La formation du capital se produit désormais au niveau des très petites entreprises » [William Lederer]. Ce sont les petites entreprises qui ont créé la presque totalité des nouveaux emplois, en termes nets, aux États-Unis depuis la récession de 1991. Les investisseurs providentiels jouent un rôle crucial dans la chaîne qui va des très petites nouvelles entreprises aux compagnies cotées en bourse, parce qu'ils se trouvent en tête du processus financier. Les entreprises disposant d'un capital initial suffisant sont plus susceptibles d'obtenir du capital de risque et un financement public très rapidement, ce qui leur assurera une expansion très rapide. La plupart des entreprises qui sont sous-financées au départ sont, en revanche, généralement incapables de prospérer suffisamment vite et de passer au niveau suivant de financement par capital de risque.

Les investisseurs providentiels

- Les investisseurs providentiels fonctionnent en réseaux locaux (clubs sociaux, groupes, etc.). Ils se rencontrent tous les trois ou quatre mois pour s'informer des entreprises où investir et les sélectionner. Ceux que le comité a rencontrés font partie d'un groupe de 30 à 40 [Steve Miller et Mark Glennon].
- Le taux de succès des investisseurs providentiels est excellent [Steve Miller].
- En règle générale, les investisseurs providentiels opèrent à proximité de leur lieu d'établissement (dans un rayon de 100 milles) [Mark Glennon].
- Le moment de se départir d'un investissement est un facteur crucial [Mark Glennon].

- La décision définitive d'investir se fait essentiellement en fonction d'éléments non tangibles (par opposition aux facteurs tangibles comme les projections de vente et les évaluations) [Bob Geras].
- Au moment d'évaluer un projet, les principaux facteurs qui entrent en ligne de compte sont :
 - (i) la source du tuyau;
 - (ii) les antécédents des entrepreneurs;
 - (iii) le potentiel de vente et de commercialisation;
 - (iv) les antécédents de l'entreprise;
 - (v) le potentiel de l'équipe de gestion;
 - (vi) l'évaluation de l'entreprise [Bob Geras].

Le capital de risque

- Aux États-Unis, les fournisseurs de capital de risque investissent en moyenne 15 millions de dollars par transaction.
- Les sociétés de capital de risque investissent en premier lieu dans de bonnes équipes de gestion, c'est-à-dire des gestionnaires qui jouissent d'un grand bassin de relations et de contacts et ont une bonne connaissance et une grande expérience du marché [Chip Ruth]. Il est difficile de trouver des gestionnaires ayant une expérience intéressante [Michael Gray]. Par exemple, selon Chip Ruth, il a été impossible d'embaucher à Chicago des gestionnaires de haut calibre. Il a toutefois également mentionné que, les États-Unis ayant un régime fiscal avantageux pour les plans d'achat d'actions (par rapport aux salaires et aux traitements, par exemple), il est plus facile d'attirer et d'embaucher de bonnes recrues.
- Les principales sociétés de capital de risque sont les fonds de retraite et d'autres fonds institutionnels, car ils ont un avantage fiscal [Chip Ruth].
- Les sociétés de capital de risque investissent en règle générale à l'étape de l'expansion ou de la commercialisation et diffusion en masse du produit. Elles s'intéressent de préférence aux sociétés qui ont des visées internationales et peuvent prétendre à un marché important.

Commentaires sur le Canada

Le Canada est perçu comme un pays présentant d'excellentes possibilités commerciales liées à la technologie. Par exemple, certains participants ont déjà fait affaire au Canada ou y ont pensé. De plus, au cours de la Chicago Venture Capital Conference de l'an dernier, 10 des 35 compagnies présentes étaient canadiennes [Steve Miller]. Cela signifie que le Canada est dans le peloton de tête en matière de développement des technologies et que de nombreux investisseurs le savent.

Toutefois, plusieurs barrières à l'investissement au Canada ont été signalées. « Tout d'abord, le Canada aura du mal à attirer les investisseurs américains » [Bob Geras] en raison du niveau beaucoup plus faible de liquidité et d'activité des marchés de capitaux canadiens. Il s'ensuit que la rentabilité des retraits d'investissement aux États-Unis est beaucoup plus forte et que le moment de se retirer arrive plus vite. Aux États-Unis, le capital de risque est littéralement tiré par le marché des placements initiaux [Bob Geras]. Mark Koulogeorge et Chip Ruth ont également mentionné le manque de liquidité des marchés de capitaux canadiens comme un facteur décourageant les investissements dans notre pays.

Un autre obstacle vient de ce que les investisseurs doivent composer avec une législation différente [Bob Geras]. Cela est d'autant plus vrai que les règles canadiennes sont complexes, ce qui signifie souvent des coûts juridiques élevés.

De nombreux participants ont indiqué au Comité que le Canada doit faire preuve de créativité pour attirer les investisseurs. Il doit instaurer un climat propice au financement des activités des entreprises, ce qui signifie :

- un contexte fiscalement avantageux pour les investisseurs providentiels;
- alléger le fardeau de la réglementation touchant ces investissements. Un participant a mentionné que la règle du seuil minimal de 150 000 \$ en Ontario a motivé en partie sa décision de ne pas investir à Toronto;
- créer de nouvelles mesures incitatives pour les investisseurs et s'investir dans la croissance des petites entreprises;
- établir des réseaux locaux d'investisseurs providentiels.

Pour Mark Koulogeorge, les problèmes que connaît le Canada en matière de financement des petites entreprises sont des symptômes qui peuvent être éliminés en créant un climat propice à la création de richesse. Si le Canada devient un endroit où l'argent peut « pousser » et où les investisseurs peuvent s'enrichir le reste suivra. Actuellement, le Canada n'est pas pour les investisseurs un endroit où ils peuvent gagner de l'argent; or il faut laisser la possibilité aux gens de s'enrichir. [Chip Ruth]

Selon Mark Koulogeorge, le Canada ne peut pas avoir une masse critique d'investisseurs si son régime fiscal est désavantageux et s'il ne présente pas de possibilités d'affaires. Pour

attirer les investisseurs étrangers, le Canada doit abattre les barrières qui entravent les flux de capitaux. Le capital est la ressource la plus fluide et a tendance à aller où il peut connaître la plus grande expansion. William Lederer a également évoqué l'exode des capitaux comme une grande difficulté pour l'avenir du Canada. Selon Anton Simunovic, les Canadiens comme lui, qui se sont installés aux États-Unis en quête de défis et d'occasions, ne réinvestiront plus dans l'économie canadienne même s'ils se réinstallent au pays.

D'après un autre participant, le montant de capital de risque dont dispose une jeune entreprise canadienne est très inférieur à ce que son homologue américain recevrait. Les entreprises canadiennes sont donc défavorisées par rapport à leurs concurrentes américaines [William Lederer]. Au Canada, les plans stratégiques s'adressent la plupart du temps à de grandes banques d'investissement, alors qu'aux États-Unis ils s'adressent à des sociétés indépendantes de capital de risque [Anton Simunovic].

On estime en règle générale que les Canadiens n'aiment pas prendre des risques sur les marchés des capitaux et ne sont pas attirés par les primes dont la prise de risque s'accompagne. Les entrepreneurs américains osent beaucoup plus. « Et le Canada n'a pas pour tradition de fêter ses gagnants » [William Lederer].

Enfin, les sociétés d'investissement en capital de risque s'intéressent aux canaux de distribution importants et aux marchés d'envergure. Le Canada n'a pas de partenaires de fort calibre ni de hauts gestionnaires dotés d'une vision mondiale et disposés à s'emparer des marchés américains et mondiaux [Mark Koulogeorge et Anton Simunovic]. Il y a de plus la question géographique, les investisseurs préférant investir à proximité.

Mesures gouvernementales et Small Business Administration (SBA)

Le rôle de la SBA est de découvrir la législation qui entrave la croissance des petites entreprises et de la modifier [Terry Bibbens].

La SBA a créé le ACE-Net (Angel Capital Electronic Network), grâce auquel les entrepreneurs peuvent avoir accès à un réseau national d'investisseurs providentiels par Internet. Depuis sa création en 1996, ACE-Net a prospéré, bien qu'il ne soit pas aussi utile que les réseaux locaux [Terry Bibbens].

Une des grands défis que ACE-Net a cherché à relever a été de faire campagne en faveur d'une harmonisation des lois relatives aux valeurs mobilières des États. Ces campagnes ont donné lieu à la mise sur pied par la *North American Securities Administrators Association* (NASAA) d'un *Model Accredited Investor Exemption* pour ACE-Net en 1997, modèle qui a été adopté par 40 États. La NASAA comprend le Canada et le Mexique. ACE-Net fonctionne actuellement dans 46 États [Terry Bibbens].

Dans le cadre de ce *Model Accredited Investor Exemption*, les entrepreneurs peuvent lever jusqu'à un million de dollars sur douze mois, sans avoir à divulguer quelque renseignement que ce soit, en n'étant assujetti qu'à de rares restrictions en matière de sollicitation et de

revente et sans qu'il n'y ait de limite quant au nombre d'investisseurs. Toutefois, les titres ne doivent être vendus qu'à des *investisseurs accrédités* (personne dont la valeur nette dépasse le million de dollars ou dont le revenu est supérieur à 200 000 \$ — à 300 000 \$ avec le conjoint — ou à des investisseurs institutionnels comme les banques, des courtiers ou maisons de courtage, des sociétés d'assurances, des sociétés de placement, des Small Business Investment Company agréées par la SBA ou d'autres fonds de placements.) Aucun montant minimal d'achat n'est exigé.

ACE-Net propose aux entrepreneurs qui souhaitent faire partie de ce réseau la possibilité de remplir une formule abrégée. Celle-ci contient un sous-ensemble de questions qui visent à obtenir des renseignements essentiels sur la compagnie. Ce formulaire s'ajoute au Model Accredited Investor Exemption ou à l'exemption plus conventionnelle prévue au Règlement D, règle 504.

Enfin, le gouvernement américain a instauré en 1997 une exemption de 50 % à l'égard du taux d'imposition des gains en capital pour les investissements dans des petites entreprises détenus pendant plus de cinq ans (roulement exonéré d'impôts illimité.) De plus, le taux d'imposition général des gains en capital a été abaissé à 20 %. Ces deux mesures ont littéralement attisé le secteur du capital de risque [Terry Bibbens et Chip Ruth].

Table ronde n° 4

Directeurs de pépinières d'entreprises

Le Comité a entendu les témoignages de représentants de pépinières d'entreprises oeuvrant dans la région de Chicago. Elles ont chacune leur mode de fonctionnement distinct, que ce soit pour ce qui est du stade de développement des entreprises qu'elles cherchent à encourager ou de leur source de financement et de revenu.

La période pré-incubation :

The Technology Commercialization Laboratory (Ann Hammersla)

Le *Technology Commercialization Laboratory* (TCL) s'attache au transfert des technologies, c'est-à-dire à la R et D liée aux applications commerciales découlant de celle effectuée dans les universités et financée par le gouvernement. Il s'agit d'une initiative de l'Université de l'Illinois. Ce laboratoire a pour mission de créer un climat qui attire les entrepreneurs et les aide et les encourage à commercialiser des technologies créées à cette université; il cherche également à stimuler le développement économique à l'université, au niveau de la communauté et dans tout l'État.

Les participants au TCL doivent mener des activités de R et D menant à la commercialisation de la technologie. Une fois la phase R et D d'un projet achevée, les participants quittent le TCL et cherchent d'autres établissements, comme des pépinières.

Ann Hammersla a ajouté que l'appui des universités aux jeunes entreprises de technologie donne un coup de fouet important au développement économique local. En fait, 77 % des nouvelles entreprises sont situées près de l'université.

Pépinières aidées par le gouvernement :

Le Evanston Business and Technology Incubator (Thomas Parkinson)

Le Evanston Business and Technology Incubator (EBTI) est issu de l'Université Northwestern et du parc d'instituts de recherche de la ville d'Evanston. Par conséquent, il

est en mesure de tirer parti de certains des programmes de développement offerts par ce dernier au lieu d'avoir à les créer. Il a ainsi pu se concentrer sur la création de locaux ou d'infrastructure physique pour relier les clients à ces programmes existants. Au départ, le EBTI disposait de 2 000 pieds carrés de locaux, puis de 50 000.

Il offre, entre autres services, des locaux adaptables à des tarifs élevés, une gamme de services commerciaux, l'accès à des capitaux de lancement (prêts de la ville et la Evanston Business Investment Corporation de Thomas Parkinson), du mentorat et des services de réseau. La nature de l'approche en matière de réseau qui est utilisée est particulièrement importante. La pépinière encourage l'établissement de liens entre les entreprises qu'elle pousse et celles qui se trouvent dans le parc de recherche ainsi qu'entre les premières et fait profiter le réseau des contacts que ces entreprises ont. Les locataires de la pépinière peuvent nouer des liens avec les « diplômés » de la pépinière ainsi qu'avec les contacts de ces derniers, ce qui fournit un tremplin.

Les critères en matière d'entrée et de retrait sont très subjectifs et dépendent en fait de la compatibilité entre les services de pépinière offerts et les besoins des clients. Il s'agit davantage de chercher à établir la nature de l'entreprise ou la technologie que le demandeur cherche à développer et la compatibilité de l'établissement.

Cette pépinière n'est pas à but lucratif. Le EBTI n'accepte pas de fonds des compagnies clientes, et fait essentiellement office de bailleur. Il s'intéresse aux nouvelles entreprises jusqu'à ce qu'elles comptent de 15 à 20 employés. Le taux de succès des entreprises ayant passé par cette pépinière va de 75 à 80 %.

Pépinière axée sur le marché : Dotspot Divine

(Rick Powell, Mike Jasso et Jim Bower)

Dotspot Divine construit, commercialise et gère des installations (soit un million environ de pieds carrés) de manière à tirer le maximum de profit de la croissance des sociétés associées et des entreprises non affiliées. Équipées d'une infrastructure en télécommunications et en technologie de l'information d'excellente qualité, ces installations fournissent aux compagnies associées un moyen rentable, pour ce qui est du coût et du temps, de s'établir. Ces installations comprennent des aménagements qui peuvent comprendre des garderies, des clubs de sports, des bureaux situés dans des hôtels, de la vidéoconférence, des activités particulières et des services de restauration.

Dotspot Divine est une filiale de Divine Interventures (société de Chicago fournissant du capital de risque.) C'est une société à but non lucratif qui prend une participation en capital dans les sociétés pour lesquelles elle est une pépinière. Sa première préoccupation est de fournir des locaux de la plus haute qualité à ses clients et de créer un climat attrayant pour les entreprises axées sur la technologie. En second lieu, elle prend soin de toutes les activités dans lesquelles ses clientes sont novices.

L'après-pépinière :

Andersen Consulting Dot-com Launch Centers (Bill Shipley)

Andersen Consulting Dot-com Launch Centers fournit une expertise en matière de gestion, de commercialisation, de finance, d'administration et de technologie aux nouvelles compagnies axées sur le commerce électronique et à leurs dérivées pour les aider à devenir viables et prospères. Contrairement à une pépinière conventionnelle, qui travaille en règle générale avec les entreprises au moment de leur création, les Andersen Consulting Dot-com Launch Centers traitent avec les cyberentreprises qui disposent déjà d'une aide financière et d'une direction.

Il existe 17 Launch Centers dans différentes villes du monde (en Amérique, en Europe, en Afrique et en Asie.) Celui de Chicago s'occupe de 38 entreprises, et ce de diverses façons, notamment pour ce qui est du développement de la technologie; les entreprises bénéficient aussi de conseils en matière fiscale, en commercialisation et administration, par ex., grâce à Andersen Consulting, entreprise qui gère un fonds de capital de risque dont les entreprises clientes peuvent bénéficier.

Andersen Consulting a déclaré qu'il touchera 1,2 milliard de dollars d'actions sur trois ans des nouvelles entreprises en dédommagement partiel de ses services.

Table ronde n° 5

Entreprises bénéficiant du financement des jeunes entreprises

Circle Group Internet (Greg Halpern)

- Circle Group Internet (CGI) est une société de développement des entreprises multiservice axée sur la croissance des compagnies de technologie avant placement initial. Elle s'adresse essentiellement aux compagnies qui lèvent du capital par un appel public à l'épargne (APE) direct. Elle offre également des services liés à la technologie, à Internet, à la gestion et à la commercialisation.

Nota : L'appel public à l'épargne (APE) direct est la plus récente méthode d'obtention de capitaux aux États-Unis. Ceci se fait communément par Internet. Les actions (non échangeables en pratique) sont vendues directement à des investisseurs accrédités, hors de la supervision du marché boursier. Les APE directs soulèvent un certain nombre de questions relatives à la réglementation par des organes fédéraux et les États. À cet égard, Greg Halpern a déploré le fait que la réglementation relative aux APE directs se resserre, ce qui rend plus difficile le lancement de telles interventions aux États-Unis. En outre, le niveau d'acceptation des APE directs par les investisseurs est toujours inconnu. Pour toutes ces raisons, elles sont entourées d'un fort degré d'incertitude.

- CGI a mené un APE direct de juin 1998 à janvier 1999. Elle a obtenu 2,5 millions de dollars dans une offre obéissant au Règlement A en passant exclusivement par Internet. Elle est ainsi devenue la première entreprise à procéder à une émission directe d'actions par Internet sans l'aide d'une société d'investissement de capital de risque ou d'un banquier d'investissement. En règle générale, chaque investisseur donne de 10 à 40 000 \$ à la compagnie.
- Dernièrement, CGI a eu pour client une entreprise canadienne qui désirait lancer un APE direct au Canada – copie d'un APE direct de CGI aux États-Unis. Cette entreprise n'a pu donner suite à son projet car la législation canadienne en matière de valeurs immobilières l'en a empêché. Le principal obstacle venait du seuil minimum d'investissement (entre 97 000 et 150 000 \$) exigé par les lois provinciales.
- Aux États-Unis, CGI a organisé des émissions directes par Internet pour d'autres entreprises également. La plupart du temps, les investisseurs qui ont acheté des actions dans les compagnies étaient généralement des utilisateurs de la technologie des compagnies offrant les actions. En échange de ces services, CGI obtient une participation au capital de 4 % dans la compagnie cliente.

Coolsavings.com (Steven M. Golden)

- Coolsavings.com est un site Web où des annonceurs peuvent offrir toutes sortes d'économies (coupons imprimés et électroniques, courrier électronique personnalisé, primes de fidélité, bulletins divers, rabais, échantillons, avis de soldes, bons-cadeaux, etc.) à des groupes ciblés d'adhérents qui ont enregistré leur profil démographique sur coolsavings.com.
- Au départ, l'entreprise a obtenu de 10 à 15 millions de dollars d'investisseurs providentiels. Elle s'était adressée auparavant à des sociétés d'investissement en capital de risque qui, selon Steven Golden, demandaient une participation au capital trop importante.
- L'entreprise, Interactive Coupon Marketing Group, a été rebaptisée CoolSavings.com en novembre dernier après un deuxième financement de Lend Lease, une société basée en Australie; celle-ci a investi 18,5 millions de dollars en échange d'une participation de 30 % et d'un siège au conseil d'administration.
- Aujourd'hui, l'entreprise établit des alliances stratégiques avec ses grands clients (annonceurs) comme Visa. Ces derniers ont également investi dans l'entreprise.

Perceptual Robotics (Paul Cooper)

- Perceptual Robotics a mis au point une technologie d'imagerie par Web avec laquelle les utilisateurs interagissent avec des caméras télérobotiques pour visionner ce qu'ils veulent, comme s'ils étaient présents. Avec le logiciel TrueLook, ils peuvent se trouver au même endroit en même temps, selon la largeur de bande du réseau.
- Fondée par Paul Cooper, un Canadien, qui a enseigné à la Northwestern University.
- Le gouvernement a joué un grand rôle dans sa formation, à chaque étape.
- La compagnie a reçu au départ une subvention au titre du Small Business Innovation Research (SBIR) du gouvernement fédéral.

Nota : Le SBIR est un programme fédéral d'une valeur de 1 milliard de dollars qui finance la commercialisation de R et D et de technologie. Il a été créé pour donner aux petites entreprises accès à la R et D fédérale et pour accélérer la conversion de leurs découvertes en produits commerciaux.

- Encouragée par la pépinière Evanston Business and Technology Incubator, elle a reçu 500 000 \$ d'investisseurs providentiels contre une participation de 5 à 10 %.
- Dans la seconde vague de financement, elle a reçu de 2 à 3 millions de dollars d'investisseurs providentiels, puis du financement de InterVenture et Motorola.

Ethnic Grocer (Parry Singh)

- Ethnic Grocer vend des aliments et des ingrédients ethniques par Internet.
- Après avoir obtenu un investissement de 1 million de dollars des fondateurs, Ethnic Grocer a reçu de KB Partners, société d'investissement en capital de risque, 2 millions de dollars en échange de quoi elle lui a consenti une participation de 33 %.
- Lors de la seconde vague de financement, la société a reçu 12,5 millions de dollars de sociétés de capital de risque de la Silicon Valley (Kleiner Perkins Caulfield & Byers and Benchmark Capital.)
- La compagnie a bénéficié de modalités de location avantageuses de la part de la ville de Chicago de manière à pouvoir occuper des locaux dans l'une des installations de haute technologie de la ville. Cette dernière a libéré 2,47 millions de dollars pour la compagnie. Ces sommes seront bloquées pendant un maximum de deux ans. Si EthnicGrocer.com prospère comme prévu, la ville les récupèrera.

TÉMOINS

Nom de l'organisme ou du témoin

Date de comparution et numéro du fascicule

Alberta Capital Market Foundation :

M. John Cranston, président (Ottawa, 27 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Andersen Consulting :

M. Bill Shipley, directeur de l'expansion des entreprises (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières :

M. Joseph Oliver, président, (Ottawa, 4 mars 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 46.)

Association of Labour Sponsored Investment Funds :

M. Dale Patterson, directeur exécutif;
M. Calvin Stiller, directeur général, Canadian Medical Discoveries Fund Inc.;
M. Ken Delaney, président-directeur général, First Ontario Fund;
M. Michael Steplock, président-directeur général, Retrocom Growth Fund (Ottawa, 28 novembre 2001, Témoignages, 37^e législature, 1^{re} session, fascicule 25.)

Banque de développement du Canada :

M. Michel Ré, premier vice-président, marchés émergents; et
Mme Mary Grover-LeBlanc (Ottawa, 18 mars 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 47.)

Banque de Montréal, Corporation d'investissement en capital :

M. David Pakrul, premier vice-président, Banque de Montréal (Toronto, 29 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 51.)

Banque de Nouvelle-Écosse :

M. Rod Reynolds, président et chef de la direction, RoyNat Inc. (Toronto, 29 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 51.)

Banque royale, La Corporation Placements :

M. Jacques Sayegh, président et chef de la direction (Toronto, 29 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 51.)

Blue Meteor, Inc. :

M. David Weinstein, chef de la direction (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Bourse de Vancouver :

M. Michael Johnson, président (Ottawa, 13 mai 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 52)

Bureau du gouverneur George H. Ryan, État de l'Illinois :

Mme Mary Reynolds, directrice de la technologie (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Canadian Venture Capital Association :

M. John Eckert, président; et

M. John Bradlow, directeur et président du comité de la politique publique (Ottawa, 21 novembre 2001, Témoignages, 37^e législature, 1^{re} session, fascicule 21.)

Capital Alliance Ventures Inc. :

M. Denzil Doyle (Ottawa, 27 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50 et 17 octobre 2001, Témoignages, 37^e législature, 1^{re} session, fascicule 19.)

CastleHill Ventures :

M. Barrie Laver, associé directeur général (Toronto, 28 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Ville de Chicago :

M. Jim Dispensa, sous-commissaire, Département de la planification et de l'aménagement; et

M. Dan Lyne, adjoint au maire (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Chicago Software Association :

Mme Candace Renwall, directrice exécutive (mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Chicago Technology Park & Research Center :

M. Jim Peters, coordonnateur du centre de recherche (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

CIBC Capital Partners :

M. Ian Kidson, directeur exécutif (Toronto, 29 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 51.)

Circle Group Internet :

M. Greg J. Halpern, chef de la direction (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Commissions des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique et de l'Alberta :

M. Douglas M. Hyndman, président, Commission des valeurs mobilières de la Colombie-Britannique; et

M. William L. Hess, président, Commission des valeurs mobilières de l'Alberta (Ottawa, par vidéoconférence, 23 mars 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 48.)

Coolsavings.com, Inc. :

M. Steven M. Golden, président et chef de la direction (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Crocus Investment Fund :

M. Doug Davison, premier vice-président (Ottawa, 7 novembre 2001, Témoignages, 37^e législature, 1^{re} session, fascicule 22.)

Divine InterVentures :

M. Anton Simunovic, associé directeur général; et

M. Michael Gray, associé (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36^e législature, 2^e session).

DotSpot Divine :

M. Rick Powell, président et directeur général;

M. Mike Jasso; et

M. Jim Bower, directeur de l'immobilier (mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Epigraph, Inc. :

M. Josh Schneider, chef de la direction (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Ethnic Grocer, Inc. :

M. Parry Singh, président et chef de la direction (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Evanston Business Investment Corporation :

M. Thomas E. Parkinson, directeur exécutif (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Fédération canadienne de l'entreprise indépendante :

M. Brien Gray, premier vice-président, politique législative (Toronto, 28 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

First Analysis Venture Capital :

M. Mark Koulogeorge, directeur général (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Fonds de solidarité FTQ :

M. Fernand Daoust, conseiller spécial auprès du président;
M. Maurice Prud'homme, vice-président de groupe aux participations; et
M. Guy Versailles, vice-président, Communications, marketing et relations publiques (Ottawa, 28 novembre 2001, Témoignages, 37^e législature, 1^{re} session, fascicule 25.)

Growth Works Ltd, Vancouver (Working Opportunity Fund) :

M. David Levy, président et chef de la direction; et
M. Murray Munro, premier vice-président, Marketing et Opérations (Ottawa, 7 novembre 2001, Témoignages, 37^e législature, 1^{re} session, fascicule 22.)

Illinois Coalition :

M. Shaye Mandle, président (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36^e législature, 2^e session)

LaSalle Investments :

M. Bob Geras, président (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36^e législature, 2^e session)

Macdonald & Associates :

Mme Mary Macdonald, présidente (Toronto, 28 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50 et Ottawa, 28 novembre 2001, Témoignages, 37^e législature, 1^{re} session, fascicule 25) et
M. Kirk Falconer, directeur, recherche et analyse (Ottawa, 28 novembre 2001, Témoignages, 37^e législature, 1^{re} session, fascicule 25.)

Professeur Jeffrey G. MacIntosh, Université de Toronto :

(Toronto, le 28 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Marquette Venture Partners :

M. Chip Ruth, associé directeur général (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

McLean Watson :

M. Loudon F. Owen, associé directeur général (Toronto, 29 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 51.)

Minotaur Partner :

M. William Lederer, associé (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36^e législature, 2^e session)

Professeur Jack M. Mintz, Université de Toronto :

(Ottawa, 6 mai 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 52)

Mosaic Venture Partner :

M. Vernon Lobo, directeur exécutif (Toronto, 28 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Nibiru Investments :

M. Dave Smardon, directeur exécutif (Toronto, 29 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 51.)

Office of Advocacy :

M. Terry Bibbens, entrepreneur en résidence (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Origin Ventures, LLC :

M. Steve Miller, directeur (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Perceptual Robotics :

M. Paul Cooper, président et chef de la direction (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Priveq Capital Fund :

M. Brad Ashley, directeur exécutif (Toronto, 28 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Sharwood and Company :

M. Gordon Sharwood, président (Toronto, 28 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)

Professeur Allan Riding, Université Carleton :

(Ottawa, 16 mars 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 47)

Université de l'Illinois :

Mme Ann Hammersla, vice-chancelier associé (Mission d'information à Chicago, 31 mai 2000, 36^e législature, 2^e session).

Venture Capital Online, Inc. :

M. Mark Glennon, vice-président – Venture Group (Mission d'information à Chicago, 30 mai 2000, 36^e législature, 2^e session.)

Working Ventures Canadian Fund Inc. and Canadian Venture Capital Association :

M. Ron Begg, président (Ottawa, 16 mars 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 47.)

World Heart Inc. :

M. Roderick Bryden, président et chef de la direction; et
L'honorable sénateur Wilbert J. Keon (Ottawa, 13 mai 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 52.)

XDL Capital :

M. David Latner, avocat-conseil (Toronto, 28 avril 1999, Témoignages, 36^e législature, 1^{re} session, fascicule 50.)