

Note CIRANO préparée par Jean-Marc Suret et Cécile Carpentier, mai 2008

Depuis trente ans, les politiques publiques ont été largement inspirées par l'idée que l'offre de capital de risque était insuffisante : des avantages fiscaux importants ont été consentis pour orienter l'épargne vers ce secteur. Le Canada dispose désormais d'un bassin de capital de risque, géré par les fonds et sociétés de capital de risque, qui le situe au troisième rang mondial. L'offre boursière de capital de risque, canalisée par la Bourse de croissance (le TSXV), est également très importante. En dépit de cette abondance de fonds, le financement du démarrage et des rondes importantes de financement reste difficile. Pourquoi et comment peut-on améliorer la situation?

Le Canada est l'unique pays au monde à disposer d'un marché boursier de capital de risque : les entreprises peuvent s'inscrire sur le TSXV, sans bénéfices et même sans revenus, selon diverses méthodes incluant les sociétés de capital de démarrage. Le coût des premiers appels publics est inférieur à celui mesuré aux États-Unis. En moyenne, chaque année, 195 sociétés canadiennes accèdent au marché boursier (contre 295 aux États-Unis), et lèvent majoritairement des montants inférieurs au million de dollars. Une proportion très faible de ces entreprises est appuyée par le capital de risque, contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis.

Les sociétés publiques se financent ensuite par placement privé. Entre 1993 et 2003, 4 592 placements privés ont été effectués par des sociétés qui, dans 66 % des cas, ne rapportent aucun bénéfice, et dans 40 % des cas, ne perçoivent aucun revenu. Les émissions publiques subséquentes sont souvent lancées par des sociétés non rentables (49 % des cas) et même sans revenus (23 % des cas). Le TSXV finance donc des sociétés émergentes et a permis à 809 d'entre elles d'accéder au TSX entre 1989 et 2006, contre 156 pour le capital de risque privé.

Le capital de risque abonde au Canada, qui se situe, en ce domaine, au troisième rang mondial selon l'OCDE. Une énorme masse de capital, estimée à environ 5 milliards de dollars au Canada, demeure inemployée. Ce capital inemployé est concentré au Québec, où les fonds fiscalisés amassent environ un milliard de dollars par année. Or, selon la moyenne des pays de l'OCDE, les besoins annuels *canadiens* en capital de démarrage seraient de l'ordre de 400 millions de dollars. Doit-on encore augmenter cette masse de fonds inutilisée?

Les émissions publiques initiales d'entreprises appuyées par le capital de risque sont peu fréquentes. Or, ce mode de « sortie » du capital de risque permet de recycler le capital investi et de réaliser des taux de rendements importants. Le taux de rendement du capital de risque est faible au Canada (-3 % entre 1995 et 2005) et donc peu attrayant pour les investisseurs institutionnels. Ce rendement est très largement inférieur à

celui que procurent les entrées en Bourse sur le TSXV alors que le capital de risque privé dispose d'avantages significatifs pour la sélection et l'encadrement des projets. La valeur totale des sorties de capital de risque est moindre au Québec qu'en Ontario, Colombie-Britannique et Alberta.

Les paradoxes évoqués ci-dessus proviennent en partie d'une politique totalement basée sur l'augmentation de l'offre de capital. Cette politique ignore la notion d'*investment readiness*, pourtant largement intégrée désormais dans les politiques publiques, notamment au Royaume-Uni. Selon cette analyse, augmenter l'offre est inutile tant qu'on ne dispose pas d'un nombre suffisant d'entreprises émergentes de qualité, prêtes à recevoir du capital de risque. Pour que ce nombre augmente, il faut agir dans les phases d'incubation, de pré démarrage ou de démarrage. Les entreprises à fort contenu technologique font face, à ce niveau, à des difficultés considérables. Les risques sont élevés et l'obtention d'information est difficile; les investisseurs privés interviennent peu. Si une lacune des marchés existe, elle se situe à ce niveau et l'intervention du gouvernement peut être justifiée.

L'importance relative des fonds fiscalisés est un autre élément d'explication possible. Compte tenu de l'excédent des capitaux, leur utilité ne semble pas être évidente et leur faible rendement, combiné à leur actif considérable, a un effet négatif important sur le rendement de l'industrie. Or, ce dernier élément est essentiel pour attirer les fonds privés d'envergure.

La rareté des sorties de capital de risque par émission initiale doit être expliquée et corrigée. L'une des difficultés réside certainement dans le financement des rondes de financement immédiatement antérieures aux émissions initiales, faute de fonds privés suffisamment étoffés. Ce problème semble être spécifique au Canada. S'il ne revient pas aux gouvernements d'agir directement à ce niveau, il importe de créer les conditions qui permettent au marché de jouer son rôle et donc de comprendre la nature du problème. Il est possible que l'opinion assez répandue, selon laquelle les valeurs de sortie sont plus élevées aux États-Unis qu'au Canada, joue un rôle. Le fractionnement de l'industrie canadienne, les interventions fiscales trop importantes des gouvernements qui évincent les fonds privés, le mode de fonctionnement du capital de risque et la qualité des projets financés sont d'autres possibilités d'explication.

Les analystes des politiques publiques dans le domaine du financement prônent le développement de stratégies globales, qui vont de l'incubation à la sortie. C'est l'avenue qu'il convient d'explorer.