

Le Groupe de travail  
sur l'avenir du  
secteur des services  
financiers canadien

---

---

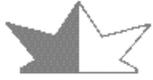
# Financement des entreprises de pointe : enjeux d'ordre juridique et réglementaire

---

par  
Allan L. Riding  
Université Carleton

**Septembre 1998**

Document de recherche préparé pour le Groupe de travail  
sur l'avenir du secteur des services financiers canadien



Le Groupe de travail  
sur l'avenir du  
secteur des services  
financiers canadien

---

---

# Financement des entreprises de pointe : enjeux d'ordre juridique et réglementaire

---

par  
Allan L. Riding  
Université Carleton

**Septembre 1998**

Document de recherche préparé pour le Groupe de travail  
sur l'avenir du secteur des services financiers canadien

**Les points de vue exprimés dans ces documents  
de recherche n'engagent que leurs auteurs;  
ils ne reflètent pas nécessairement l'opinion du Groupe de  
travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien.  
Le chercheur a produit en anglais la version originale  
du document, et l'auteur n'a pas  
été en mesure d'en réviser la traduction.**

Numéro de catalogue : BT22-61/3-1998F-9  
ISBN 0-662-83160-8

Pour obtenir d'autres exemplaires de ce document,  
veuillez vous adresser au :  
Centre de distribution  
Ministère des Finances  
300, avenue Laurier ouest  
Ottawa K1A 0G5

Téléphone : (613) 995-2855  
Télécopie : (613) 996-0518

Également disponible sur Internet à l'adresse  
<http://groupetravailsservfin.fin.gc.ca>

This publication is also available in English.



## Table des matières

<b>Introduction</b> .....	7
Objectifs .....	7
Questions et enjeux particuliers .....	7
Contexte de la recherche .....	8
Aperçu de la demande : définition de la petite entreprise .....	9
Le segment des micro-entreprises .....	10
Petites et moyennes entreprises .....	12
L'offre de capital : les sources de capital accessibles aux entreprises de pointe.....	13
Sources de fonds propres.....	13
Sources de capitaux empruntés .....	15
Financement par emprunt ou par actions?.....	17
<b>Les PME et le financement par emprunt</b> .....	18
Emprunts bancaires .....	18
Interface entre les petites entreprises et les institutions prêteuses : point de vue des petites entreprises.....	19
L'interface entre les petites entreprises et les banques : le point de vue de la banque.....	20
Le profil de rentabilité : caractéristiques des entreprises qui empruntent aux banques.....	22
Profil des PME clientes des banques.....	22
Accusations et réponses .....	25
Venue proposée sur le marché canadien d'institutions prêteuses étrangères .....	28
Pour faciliter les petits prêts : la LPPE.....	29
La discrimination fondée sur le sexe et les prêts aux PME.....	31
De l'exigence de réinvestir dans le milieu .....	36
L'expérience américaine .....	37
Fondement empirique de la CRA aux États-Unis :	
les banques américaines font-elles preuve de discrimination?.....	39
Du fondement conceptuel de la CRA aux États-Unis .....	41
Coûts et avantages de la CRA aux États-Unis .....	44
Adoption éventuelle d'une loi sur le réinvestissement communautaire dans le contexte canadien .....	45

<b>Solutions de rechange aux prêts bancaires .....</b>	<b>47</b>
Financement fondé sur l'actif.....	47
Formes de financement fondé sur l'actif .....	52
Contrat de location-acquisition .....	53
Contrat de location-exploitation.....	53
Traitement fiscal des contrats de crédit-bail.....	54
Autres formes de financement fondé sur l'actif .....	54
Le crédit-bail du point de vue des PME .....	55
Obstacles juridiques et réglementaires .....	56
<b>Les PME et l'accès au capital : obstacles juridiques et réglementaires .....</b>	<b>57</b>
Capital de démarrage.....	58
Financement des entreprises en démarrage .....	58
Capital personnel, carte de crédit et prêts provenant d'institutions financières .....	59
Capital-risque convivial .....	60
Obstacles juridiques et réglementaires .....	61
Capital-risque informel .....	61
Le marché informel des capitaux de risque .....	62
Initiatives gouvernementales .....	64
Questions d'ordre juridique et réglementaire .....	66
Sociétés d'investissement en capital de risque.....	67
Secteur canadien du capital de risque.....	69
Modèles d'investissement en capital de risque .....	72
Modèles de désengagement.....	73
Programme d'immigration des investisseurs .....	73
L'avenir du secteur du capital de risque.....	74
Financement secondaire et placements privés.....	78
Placements privés.....	78
Financement secondaire .....	80
Émission initiale d'actions .....	81
Coûts d'une émission .....	83
Coûts directs immédiats.....	83
Coûts indirects et immédiats d'une émission initiale d'actions.....	84
Coûts directs et indirects continus .....	85

Solutions de rechange à une émission initiale d'actions .....	85
Prise de contrôle inversée.....	86
Programme albertain de mise en commun de capitaux pour les petites entreprises (Junior Capital Pool Program) .....	86
Initiatives gouvernementales visant à favoriser les émissions initiales d'actions .....	87
Régimes d'épargne-actions .....	87
Obstacles au financement par appel public à l'épargne .....	89
Existe-t-il en Amérique du Nord un marché pour les émissions d'actions de petites entreprises?.....	90
<b>Bibliographie.....</b>	<b>93</b>
<b>Annexe A : Notion élémentaires sur le rationnement du crédit et bibliographie annotée .....</b>	<b>99</b>
<b>Bibliographie annotée : rationnement du crédit .....</b>	<b>108</b>
<b>Annexe B : Bibliographie annotée .....</b>	<b>132</b>



# Introduction

## Objectifs

Le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien a pour mandat d'enquêter sur les politiques publiques touchant le secteur des services financiers canadien et de formuler des recommandations à cet égard. La présente étude porte sur un volet particulier du mandat confié au Groupe de travail et vise *à faire le bilan des études effectuées à ce jour sur les règlements et les politiques susceptibles de nuire aux investissements dans les petites entreprises ou les entreprises de pointe.*

## Questions et enjeux particuliers

Après examen des présentations qui lui ont été adressées et après des discussions, le Groupe de travail a cerné, préalablement à la présente étude, certaines questions pertinentes. Voici quelques exemples :

- Dans quelle mesure les capitaux regroupés dans les fonds communs de placement, les caisses de retraite et les compagnies d'assurance contribuent-ils de manière raisonnable au développement des entreprises de pointe?
- Les groupes potentiellement défavorisés ont-ils accès au capital et, le cas échéant, à quelles conditions?
- Quelle est la réglementation sur les prises de participation qui influe sur l'accès au capital qu'ont les entreprises de pointe et, le cas échéant, à quelles conditions ces entreprises ont-elles accès au capital?
- Dans quelle mesure certaines institutions étrangères qui ne sont pas présentes comme tel sur le marché canadien y ont-elles accès?
- Dans quelle mesure certaines entreprises de pointe clientes de sociétés actives dans des segments particuliers des marchés financiers sont-elles mal informées ou distinctes sur le plan fonctionnel des entreprises clientes de sociétés actives dans d'autres segments du marché?
- Existe-t-il des politiques et des règlements susceptibles de créer des disparités entre les différents segments des marchés financiers?
- L'ombudsman dont le poste a été récemment créé par les grandes banques joue-t-il efficacement son rôle?
- Les autres enjeux soumis au Groupe de travail ont aussi été inclus.

Le présent rapport traite de ces questions en examinant les activités des différents segments du marché des capitaux auxquels les entreprises de pointe ont accès.

Afin de les évaluer, le présent rapport, au moyen d'une analyse de la littérature publiée, comparera les résultats des études canadiennes à ceux d'études effectuées à l'étranger. On cherchera aussi à évaluer dans quelle mesure les différentes formules de financement utilisées par les petites et moyennes entreprises (PME) contribuent à la création d'emplois.

### ***Contexte de la recherche***

La présente étude survient à un moment où le secteur des services financiers est soumis aux effets de puissants courants. Le Groupe de travail doit en effet tenir compte des effets des changements technologiques, de la mondialisation des marchés et de l'évolution de la situation démographique.

Les progrès de l'informatique et des technologies de communication mettent à la disposition des institutions financières et des entreprises clientes de nouveaux outils de communication. Ces développements élargissent le champ de la concurrence en plus de faciliter la venue sur le marché de nouveaux concurrents. Cette conjoncture est généralement perçue comme un facteur générant des conséquences positives et négatives. Ainsi, les nouvelles technologies de communication abrègent considérablement les délais d'examen des demandes de prêt. Les techniques d'intelligence artificielle et d'évaluation du crédit facilitent la prise de décisions plus objectives dans des délais plus courts. Les institutions financières sont toutefois accusées de s'en remettre aveuglément à leurs systèmes et de ne plus tenir compte des aspects humains de leurs relations avec les entreprises à la recherche de financement. L'importance des interactions humaines entre les propriétaires d'entreprises et les directeurs de comptes diminue, d'où une érosion concomitante de la nécessité pour les institutions de maintenir une présence physique. Dans cet environnement dominé par l'électronique, les institutions prêteuses éprouvent des difficultés à respecter le code de déontologie qu'elles ont elles-mêmes récemment élaboré.

Si la mondialisation recèle des possibilités de changement, elle crée aussi des problèmes qui exigent des solutions. La disparition relativement récente des entraves aux opérations internationales découle en partie des développements de la technologie. La mondialisation a des répercussions particulières sur l'élaboration des politiques : les marchés financiers internationaux ont, sur le plan historique, toujours constitué un moyen de contourner la réglementation régionale. En effet, nombre des instruments utilisés couramment dans les opérations internationales ont été créés à l'origine pour tenter d'échapper à une réglementation de portée plus « provinciale ». Au niveau conceptuel, les entreprises ont déjà accès à des mécanismes de financement qui font peu de cas des frontières nationales. Les grandes entreprises profitent en effet de la mondialisation des marchés financiers déjà en cours depuis quelque temps. D'un point de vue pratique, toutefois, les entreprises de moindre envergure semblent éprouver plus de difficultés à obtenir les mêmes résultats.

L'évolution démographique a aussi un effet marqué sur le secteur des services financiers. La génération du « baby-boom » prend de l'âge et l'espérance de vie augmente, deux facteurs qui expliquent en partie l'accumulation de bassins de capitaux énormes. Cette tendance a des

répercussions particulières pour les entreprises de pointe à la recherche de capitaux. Par exemple, l'augmentation considérable des capitaux gérés par les fonds de capital de risque de travailleurs (FCRT) découle directement de l'évolution démographique. L'augmentation de l'actif détenu par les fonds communs de placement, les caisses de retraite et les compagnies d'assurance est aussi attribuable au vieillissement de la population. La mesure dans laquelle ce gonflement des fonds communs est susceptible de rendre le capital de risque plus accessible et la manière dont seront répartis les investissements qui en découleront font partie des questions auxquelles le Groupe de travail doit tenter de répondre.

Ces forces qui agissent sur le marché sont interdépendantes. Ainsi, les nouvelles technologies permettent à des entreprises plus petites qu'auparavant d'accéder au marché de l'import-export. Dans le cadre d'opérations internationales de grande envergure, les institutions financières sont maintenant en mesure de titriser leurs prêts et leurs obligations découlant de contrat de crédit-bail, ce qui vient gonfler davantage les fonds communs existants. L'effet conjugué de ces forces permet de concevoir des méthodes de financement novatrices et plus efficaces. Ces développements remettent en question la position traditionnellement occupée par les banques sur le marché et poussent un peu plus loin la désintermédiation sur les marchés financiers canadiens.

Finalement, il convient de souligner que le Groupe de travail est une créature du gouvernement fédéral. De manière générale, les lois fédérales régissent le financement par emprunts tandis que le financement par actions relève plutôt de la compétence des provinces et territoires. Compte tenu de ce facteur, les travaux du Groupe de travail auront vraisemblablement plus de portée sur les questions liées aux emprunts que sur la réglementation qui limite l'accès au financement par actions. Or, et même s'il s'agit d'une généralisation, les PME semblent avoir davantage besoin de financement par actions que de financement par emprunt (Centre canadien du marché du travail et de la productivité, 1995). Voilà pourquoi le présent rapport s'intéressera malgré tout aux questions liées au financement par emprunt et à celles portant sur le financement par actions.

## **Aperçu de la demande : définition de la petite entreprise**

Il n'existe aucun consensus sur la définition de l'expression « petite entreprise » ou « petites et moyennes entreprises (PME) ». Selon l'étude consultée, ces concepts sont définis en fonction de critères différents : chiffre d'affaires annuel, nombre d'employés, statut juridique, etc. Parmi les critères les plus fréquemment utilisés pour définir les PME, mentionnons que l'on tient généralement pour une PME une entreprise qui compte moins de 50 employés ou dont le chiffre d'affaires annuel est inférieur à cinq millions de dollars (parfois, dix millions de dollars), une entreprise qui appartient à un propriétaire unique, etc. Plutôt que de contribuer à cette confusion, nous nous concentrerons plutôt sur les différentes méthodes de financement qui intéressent habituellement les petites entreprises, ce qui englobe toutes les formules de financement auxquelles elles ont recours jusqu'à ce qu'elles puissent pour la première fois lancer un appel public à l'épargne en s'inscrivant à une bourse.

Selon Statistique Canada, environ 928 000 entreprises ont déclaré avoir versé un salaire à un ou plusieurs employés en 1996. De ce nombre, 75,4 % comptaient moins de cinq employés salariés, 17,8 % entre 5 et 19 et une autre tranche de 4,3 %, entre 20 et 49. Les autres entreprises (2,4 %)

avaient une liste de paie de plus de 50 salariés. Ces données n'englobent pas les travailleurs autonomes n'ayant aucun employé salarié. À cet égard, rappelons que de 1991 à 1996, la proportion de ménages canadiens comptant au moins un travailleur autonome a augmenté, passant de 12 % à 16 %.

Une des principales différences entre les petites et les grandes entreprises est que les premières obtiennent habituellement leur financement à l'échelle locale, régionale ou provinciale. Les caractéristiques et l'efficacité des marchés financiers locaux varient grandement d'un endroit à l'autre. Wetzel (1983) l'a constaté lorsqu'il a forgé l'expression « syndrome de Silicon Valley » qui se veut une illustration du fait que les investisseurs qui habitent dans des régions où on trouve une concentration d'entreprises technologiques sont davantage susceptibles d'investir dans des entreprises de ce genre que ne le sont des investisseurs similaires installés ailleurs.

Le secteur de la petite entreprise est volatile et sans aucune homogénéité. Il englobe, entre autres, les micro-entreprises, les quasi-entreprises et les entreprises à domicile.

### ***Le segment des micro-entreprises***

Orser, Riding et Swift (1993) ont conçu la typologie suivante du secteur de la très petite entreprise. Cette typologie tente de regrouper un certain nombre de sous-secteurs liés entre eux dans un modèle de marché plus exhaustif. Dans cette typologie, le segment de la petite entreprise comprend les micro-entreprises, les petites entreprises, les travailleurs autonomes, les entreprises à domicile, les quasi-entreprises et les nouvelles entreprises.

Micro et mini-entreprises. Définir ces entreprises n'est pas chose simple, ce qui explique peut-être pourquoi les micro-entreprises ont été définies de plusieurs manières arbitraires. Selon une définition, les micro-entreprises seraient des exploitations comptant moins de cinq employés à temps plein. Une autre définition décrit les micro-entreprises comme étant celles comptant un employé à temps plein ou moins. Peu importe la définition, le secteur des micro-entreprises représente un débouché sans cesse plus intéressant pour le secteur des services financiers. Selon Orser (1991, page 13),

[TRADUCTION]

« ...les changements d'ordre structurel et économique subis par notre économie, ...[et] le nombre croissant de femmes s'intégrant à la main-d'œuvre rémunérée, ...pourraient entraîner un essor de l'entreprise à domicile [et de la micro-entreprise] ».

Travailleurs autonomes. Les travailleurs autonomes « [TRADUCTION] sont ceux qui exercent un contrôle réel, total ou partiel, sur l'entreprise pour laquelle ils travaillent, peu importe la forme de rémunération qu'ils touchent. » (*The Economist*, 1992). Selon les données du plus récent recensement, la proportion de travailleurs autonomes a augmenté de manière spectaculaire au Canada. Le travail autonome est une réalité dans 16 % des ménages canadiens et le taux de croissance du travail autonome au sein de la population féminine est considérablement plus important qu'au sein de la population masculine. Il est difficile d'établir toutefois si cette poussée du travail autonome est attribuable à la restructuration économique ou plutôt à l'attrait qu'exerce la possibilité de se trouver à la tête d'une entreprise prospère. Autrefois considérés comme des

marginiaux, les dirigeants des très petites entreprises sont plus instruits aujourd'hui qu'ils ne l'ont jamais été et leurs entreprises sont de plus en plus développées (Orser et Foster, 1992). Les travailleurs autonomes consacrent cependant plus d'heures à leur travail que les salariés et, de manière générale, leur rémunération et leurs avantages sociaux sont inférieurs. Cet écart est particulièrement important dans le cas des femmes (Mallett, 1991).

Une entreprise à domicile est une unité de production installée au domicile d'un particulier ou dirigée depuis le domicile d'un particulier. Elle produit ou distribue des biens ou des services. L'entreprise à domicile est une forme de travail à domicile axée sur le profit. Dans Thompson-Lightstone (1997, page 151), on signale qu'un quart des propriétaires de petites entreprises exploitent celles-ci depuis leur domicile. Les auteurs de cette étude constatent également une tendance à la concentration des entreprises à domicile dans les secteurs de la construction, de l'agriculture et des ressources naturelles. La plupart du temps, les entreprises à domicile ne sont pas constituées en société. Elles ont également tendance à se situer dans le groupe des plus petites PME<sup>1</sup>. Les entreprises à domicile constituent un segment important du secteur des petites entreprises ne serait-ce que parce que, comme le signalent Orser et Foster (1992), 71 % des nouvelles entreprises sont au départ des entreprises à domicile.

Star (1981) définit les quasi-entreprises comme celles :

[TRADUCTION]

« [qui] ne comptent aucun salarié, dont l'espérance de vie est courte, qui ne possèdent pas de structure et qui constituent parfois un travail à temps partiel pour le propriétaire qui a par ailleurs un emploi à temps plein. Ce sont souvent des entités à vocation unique créées dans le seul but d'exploiter une possibilité d'affaire éphémère. »

Il va de soi qu'il est particulièrement difficile d'étudier les entreprises répondant à cette définition. Néanmoins, il arrive souvent que ce soient des entreprises en transition appartenant à une autre catégorie, y compris celle des entreprises en démarrage ou en déclin.

Les nouvelles entreprises sont aussi difficiles à conceptualiser et à définir. Certains les décrivent comme étant les entreprises qui comptent, par exemple, moins de six années d'existence. Reynolds et Miller (1988) se sont intéressés à ce problème :

[TRADUCTION]

« À quel moment doit-on prendre acte d'une tentative de créer une entreprise? Au moment de sa constitution en société? De l'impression des cartes d'affaires? De la demande de prêt? De l'encaissement des premières recettes? De l'embauche du premier employé? Chaque critère amène son propre lot de problèmes dans le processus consistant à définir ce qu'est une nouvelle entreprise. »

Thompson-Lightstone (1997, page 130), s'appuyant sur un sondage mené auprès de 2 000 ménages, signalent que dans 9,3 % de ceux-ci « [TRADUCTION] une personne avait tenté de lancer une nouvelle entreprise en 1996 ». De ces nouvelles entreprises en gestation, 37 %

---

<sup>1</sup>Selon l'étude de Thompson-Lightstone (1997), 90 % des entreprises à domicile comptent moins de cinq employés.

n'ont pas vu le jour au cours de l'année qui a suivi. Selon un sondage similaire mené une année auparavant, on avait tenté de créer une entreprise dans 7 % des ménages interrogés, mais 77 % de ces entreprises étaient toujours en exploitation au cours de l'année en question.

Comme l'illustre la taxinomie décrite ci-dessus, la diversité des très petites entreprises est telle qu'en plaçant toutes les PME sur le même pied, on risquerait de commettre des erreurs. Les typologies décrites précédemment ne sont de toute évidence pas mutuellement exclusives, et la taxinomie mentionnée n'est pas nécessairement exhaustive. Elle illustre toutefois bien la nature diversifiée des micro-entreprises et elle permet de croire que la demande de capital varie selon le genre d'entreprise en cause<sup>2</sup>.

### ***Petites et moyennes entreprises***

Outre cette multitude de micro-entreprises de toutes catégories, le Canada compte un riche éventail de PME répondant à des définitions plus traditionnelles. On trouve en effet de petites entreprises bien établies dans la plupart des secteurs d'activité. Selon Industrie Canada, plus de 40 % des salariés canadiens travaillent pour des entreprises comptant moins de 100 employés et plus de 80 % de tous les nouveaux emplois sont créés dans le secteur de la petite entreprise<sup>3</sup>.

Ce ne sont toutefois pas toutes les PME qui sont axées sur la croissance et sur la création d'emplois qui en découle. Arend, Amit, Brander, Hendricks, Ross et Whistler (1997) en sont venus à la conclusion qu'une très faible proportion des PME canadiennes affichent une croissance importante. De plus, Blatt (1992) signale qu'au maximum 50 % des propriétaires de nouvelles entreprises recherchent l'expansion. Pour assurer le développement économique, il serait donc peut-être plus important de rendre le capital accessible non pas à toutes les PME, mais plutôt aux seules entreprises axées sur la croissance afin qu'elles puissent concrétiser leur expansion.

La plupart des études sur le marché des capitaux portent principalement sur l'offre de capital. On compte notamment des études sur différentes sources de financement : les banques, les sociétés d'investissement en capital de risque, les bailleurs de fonds et d'autres fournisseurs. Toutefois, aucune recherche n'a encore été effectuée sur l'autre élément de l'équation, soit la demande de capital. Nous ne savons que peu de choses sur la nature de la demande de capital émanant des petites entreprises de toutes catégories. On ne sait pas avec certitude dans quelle mesure les capitaux recherchés par ces entreprises visent à assurer leur croissance, leurs charges d'exploitation ou, plus simplement, leur survie. Par conséquent, même en supposant que l'on

---

<sup>2</sup> Par exemple, les nouvelles entreprises ont souvent besoin de capitaux pour financer leurs études de marché, le développement d'un produit ou l'acquisition d'un nouvel établissement ou de nouvel équipement, tandis que les quasi-entreprises auront vraisemblablement besoin d'un crédit de relais pour payer leurs charges d'exploitation jusqu'à ce qu'elles soient elles-mêmes payées. Quant à elles, les entreprises à domicile ont parfois besoin d'une marge de crédit à l'exploitation.

<sup>3</sup> Industrie Canada, *La petite entreprise au Canada : la croissance, source de compétitivité*, Approvisionnement et Services Canada, 1990. S'appuyant sur des données plus récentes et sur une analyse plus poussée, Picot et Dupuy (1996) ainsi qu'Arend et ses collègues (1997) estiment que cette croissance apparente de l'emploi est davantage attribuable à la création de nouvelles entreprises qu'à une croissance véritable de l'emploi. Toutefois, il demeure qu'une partie disproportionnée des emplois créés le sont par de petites entreprises.

dispose d'une offre suffisante, si celle-ci ne correspond pas à la demande, un écart subsiste. Voilà une question importante que les futures recherches devraient de toute évidence explorer.

## **L'offre de capital : les sources de capital accessibles aux entreprises de pointe**

Avant de nous intéresser aux questions de fond de la présente analyse, il pourrait être utile d'acquérir une vision globale des sources auprès desquelles les entreprises peuvent s'alimenter en capital. La pertinence de certaines sources de financement dépend souvent de la taille de l'entreprise et de son stade de développement.

### ***Sources de fonds propres***

#### **Actif personnel**

Souvent, l'actif personnel du propriétaire de l'entreprise est la première source à laquelle il fera appel pour combler les besoins de financement de son entreprise. Les propriétaires d'une nouvelle ou d'une petite entreprise puisent en effet souvent dans leur propre actif les fonds nécessaires au financement de leur entreprise. Les propriétaires utilisent notamment leurs économies personnelles, contractent un prêt hypothécaire ou puisent dans leur caisse de retraite, leur régime enregistré d'épargne-retraite (REER) ou leur police d'assurance vie<sup>4</sup>. De plus, l'« apport de compétence », qui désigne la valeur du temps et des efforts consacrés par le propriétaire de l'entreprise, n'est pas considéré en tant que tel comme une source directe de fonds. Souvent, les prêteurs et les investisseurs considèrent l'investissement que le fondateur d'une entreprise a effectué en temps et en travail (évalué à un taux raisonnable) comme le capital

---

<sup>4</sup> Cet aspect de la question nous a permis de cerner ce qui pourrait être un problème important sur le plan de la recherche. Dans la plupart des études sur le financement des petites entreprises, on a recours à des questionnaires expédiés par la poste aux répondants. Or, des problèmes de définition surgissent dès que l'on pose des questions, même très élémentaires, aux propriétaires de petites entreprises. Prenons pour exemple un propriétaire d'entreprise qui a hypothéqué le domicile familial pour financer son entreprise. Ce propriétaire pourrait considérer, avec raison, que les capitaux qu'il a ainsi obtenus sont des « capitaux propres » (note du traducteur : « *equity* » en anglais). Au moment de répondre à un questionnaire qui lui aurait été expédié, le propriétaire de cette entreprise pourrait donc avec une certaine logique indiquer qu'il a eu recours au « financement par actions » (note du traducteur : se dit « *equity financing* » en anglais, d'où la confusion possible pour les propriétaires d'entreprises anglophones) pour lancer son entreprise. Les institutions financières considèrent bien sûr le financement par prêt hypothécaire comme du financement par emprunt. Il s'ensuit donc que sur le plan méthodologique, les sondages expédiés par la poste doivent être conçus avec soin et interprétés avec prudence. Les sondages téléphoniques et les entrevues constituent de meilleures méthodes de sondage, car on peut ainsi éliminer la confusion possible sur le sens des mots et le taux de réponse plus élevé permet de pondérer à la baisse ce genre de situation idiosyncratique. Nous nous pencherons dans le présent document sur d'autres caractéristiques des différentes formes de sondage susceptibles d'en fausser les résultats.

du propriétaire. Les prêteurs et les investisseurs s'attendent de manière invariable à ce que les propriétaires aient réalisé un investissement important dans leur propre entreprise<sup>5</sup>.

### Capital-risque convivial

Il arrive souvent que des personnes disposant de capitaux investissent dans l'entreprise d'un membre de leur famille, de leurs associés ou de leurs amis. Ce capital-risque convivial est l'une des sources de financement le plus fréquemment utilisée par le propriétaire d'une nouvelle entreprise.

### Conservation des bénéfices

Selon la théorie et les éléments probants recueillis, il semble que les propriétaires d'entreprises privilégient comme source de capital les bénéfices accumulés par l'entreprise. Ils n'ont recours à des sources externes de financement que lorsque les fonds auxquels ils ont accès à l'interne ne répondent plus aux besoins de l'entreprise. Or, il arrive souvent que les sources internes de financement ne suffisent pas à combler les besoins croissants de fonds de roulement des entreprises en pleine expansion. Celles-ci doivent alors faire appel à des sources de financement extérieures pour assurer la croissance de l'entreprise.

### Partenaires et bailleurs de fonds

Les bailleurs de fonds, que l'on désigne aussi souvent par l'expression « investisseurs informels » ou « investisseurs privés », sont habituellement des personnes riches qui investissent directement dans des petites entreprises appartenant à d'autres. Bien qu'ils soient en grande partie invisibles, ces investissements informels constituent une source importante de financement pour les entreprises en démarrage. Selon certaines estimations, ces bailleurs de fonds investiraient de deux à quatre fois plus que les sociétés d'investissement en capital de risque dans les entreprises en démarrage. Le Centre canadien du marché du travail et de la productivité (CCMTP, 1995) estime pour sa part que ces bailleurs de fonds financent environ deux fois plus d'entreprises que les sociétés d'investissement en capital de risque. Les investissements informels ont cependant tendance à avoir une portée réduite et à ne servir que de complément au financement fourni par les sociétés d'investissement en capital de risque.

### Sociétés d'investissement en capital de risque

Les sociétés d'investissement en capital de risque sont les sources les plus connues de capital de risque. Elles sont dans les faits des fonds communs de capitaux appartenant au secteur privé ou au secteur public et qui, en contrepartie du financement offert, prennent une participation dans l'entreprise. Les coûts d'évaluation des projets et les frais de surveillance de leur exécution sont

---

<sup>5</sup> Le D<sup>r</sup> William C. W. Moh, chef de la direction et président du conseil du fabricant de vêtements américain, *Bugle Boy Industries*, a relaté l'expérience vécue lorsqu'il a pour la première fois pressenti un investisseur afin d'obtenir le capital nécessaire au démarrage de son entreprise. L'investisseur a finalement avancé deux millions de dollars, mais non pas sans avoir demandé au D<sup>r</sup> Moh combien d'argent il était parvenu à mettre de côté. Moh lui a répondu qu'il avait 387,24 \$ à la banque. L'investisseur, en contrepartie de ses deux millions de dollars, a exigé d'obtenir 50 % de la nouvelle entreprise et a exigé de Moh qu'il achète l'autre moitié des parts pour 380 \$.

tels qu'ils rendent non rentables les petits investissements en capital de risque, soit ceux de moins d'un million de dollars. Toutefois, la situation dans le secteur du capital de risque a connu récemment une évolution spectaculaire : la croissance phénoménale des fonds de capital de risque de travailleurs. L'émergence de ces fonds a eu pour effet de créer une disponibilité apparente d'un volume important de capital de risque.

### Émission initiale d'actions [EIA]

Une émission initiale d'actions est le processus par lequel une entreprise fait pour la première fois un appel public à l'épargne, habituellement en émettant des actions par l'intermédiaire d'un courtier en valeurs mobilières. Les EIA constituent un élément important du marché des capitaux. Elles constituent l'outil privilégié de désengagement des investisseurs des premiers jours, soit les sociétés d'investissement en capital de risque, les banques d'investissement et les propriétaires, qui peuvent ainsi céder leur participation dans l'entreprise et matérialiser la plus-value accumulée sur leur investissement de départ. Un mécanisme efficace d'émission initiale d'actions offre la perspective d'un profit intéressant pour les investisseurs des premiers jours et encourage par conséquent ceux-ci à prendre des risques. Les EIA constituent également le moyen par lequel une entreprise peut trouver la somme considérable de capital souvent nécessaire au financement de sa croissance.

### ***Sources de capitaux empruntés***

#### Cartes de crédit et marges de crédit personnelles

Pour les très petites entreprises et les entreprises à domicile, les cartes de crédit constituent souvent un moyen rapide d'obtenir instantanément de petits emprunts. Bien que ces cartes comportent des aspects pratiques indéniables, les taux d'intérêts exigés sont relativement élevés et limitent donc la somme de capital disponible. Récemment, les institutions prêteuses ont commencé à accorder des marges de crédit personnelles à certaines catégories de professionnels et ont lancé sur le marché des cartes de crédit d'entreprise. Les difficultés inhérentes au processus consistant à évaluer dans quelle mesure les entreprises ont recours aux cartes de crédit pour se financer sont évidentes.

#### Fournisseurs et clients

Les fournisseurs et les clients d'une entreprise peuvent constituer pour elle une source permanente de capital. Cette méthode de financement exige cependant une bonne gestion financière afin de maintenir l'équilibre entre l'actif et le passif à court terme. De plus, certains facteurs permettent aux entreprises de conférer une certaine liquidité à leur portefeuille de comptes clients. Si l'on fait exception de quelques données non scientifiques, on dispose de peu de renseignements permettant d'établir dans quelle mesure les petites entreprises sont capables de tirer parti des avantages de cette méthode de financement de leurs activités commerciales et, le cas échéant, dans quelle mesure elles le font.

### Institutions prêteuses

Les banques et les coopératives de crédit demeurent la principale source de financement des petites entreprises. Les facilités de crédit accordées aux petites entreprises clientes comprennent habituellement des prêts à terme garantis par des éléments d'actif ou des prêts à l'exploitation et du crédit de roulement permanent qui sont parfois liés aux éléments du fonds de roulement. La majorité des petites entreprises canadiennes sont clientes d'une banque même si elles ne sont pas toutes emprunteuses. Néanmoins, une proportion considérable des petites entreprises qui font affaire avec une banque semblent insatisfaites de la relation qu'elles entretiennent avec celle-ci. Peut-être donc que la part de marché détenue par les coopératives de crédit, comme les caisses populaires au Québec et les *credit unions* ailleurs au Canada, va en s'accroissant. Les institutions désireuses d'investir le marché des prêts aux petites entreprises canadiennes interprètent probablement ce mécontentement comme un signe qu'il y a de la place pour elles sur ce marché.

### Financement par crédit-bail et financement fondé sur l'actif

Outre les emprunts bancaires, le crédit-bail constitue la source de financement la plus fréquemment employée par les entreprises. Grâce au crédit-bail, les entreprises obtiennent le droit d'utiliser des biens de production sans pour autant avoir à engager les dépenses en immobilisations liées à l'achat de ces biens. L'essor des entreprises spécialisées dans le financement fondé sur l'actif constitue aussi une évolution importante du marché des capitaux pour les PME. Ces entreprises appuient les prêts qu'elles consentent ou les contrats de crédit-bail qu'elles concluent sur l'élément d'actif acquis. Cet élément d'actif constitue habituellement le bien mis en garantie, car les sociétés offrant ce genre de financement ont tendance à se spécialiser dans une catégorie précise d'éléments d'actif.

### Banques d'investissement et financement secondaire

Les banques d'investissement sont relativement nouvelles sur les marchés financiers nord-américains. Ces institutions sont similaires à des sociétés d'investissement en capital de risque puisqu'il leur arrive souvent, en contrepartie de l'argent investi, de prendre une participation dans l'entreprise en cause. Cependant, elles garantissent habituellement leur position au moyen d'un financement par emprunt concomitant. Les banques d'investissement sont particulièrement actives auprès des petites entreprises déjà établies et offrent une aide précieuse dans le cas des rachats, des fusions, des acquisitions, des reprises de société et des alliances stratégiques. Quelques banques d'investissement se spécialisent dans le crédit aux entreprises du bas de l'échelle et jouent le rôle de consolideur de capital de risque et de capital informel.

S'il arrive aux banques d'investissement d'offrir aussi du financement secondaire, les entreprises qui se spécialisent dans les dettes de rang inférieur occupent de plus en plus d'importance sur ce marché. Ces contrats sont souvent complexes et sont adaptés de manière très précise à une situation donnée.

### Institutions financières spécialisées

Entre autres institutions financières spécialisées, mentionnons celles qui possèdent un savoir-faire précis dans un domaine particulier du financement. Nous songeons notamment aux

compagnies d'assurance, aux prêteurs hypothécaires commerciaux, aux sociétés de financement spécialisées dans certains biens et aux compagnies qui financent les échanges commerciaux internationaux. Compte tenu de la désintermédiation en cours sur le marché et du raffinement croissant des propriétaires d'entreprises, ces nouvelles sources de capitaux pourraient jouer un rôle considérable dans le financement des petites entreprises.

### ***Financement par emprunt ou par actions?***

La théorie financière moderne veut que les propriétaires d'entreprises respectent un certain ordre hiérarchique dans le recours aux différentes sources de financement. Selon cette théorie, la source de financement privilégiée entre toutes par les propriétaires d'entreprises est le capital interne généré par la conservation des bénéfices dans l'entreprise. Le financement par emprunt constitue le deuxième choix et le recours à des capitaux extérieurs est la dernière solution qu'ils envisagent. Il s'ensuit que les propriétaires de petites entreprises canadiennes préfèrent emprunter de l'argent à leur banque — financement par emprunt — que de recourir aux différentes autres méthodes de financement *extérieures*. Pourtant, il se peut que collectivement, les propriétaires d'entreprises canadiens fassent preuve d'une dépendance excessive à l'endroit des emprunts bancaires. Petersen et Shulman (1987) en sont venus à la conclusion, par exemple, que les propriétaires canadiens de petites entreprises s'appuient sur le financement bancaire davantage que leurs homologues de onze autres pays. MacIntosh (1994) remet aussi en question la dépendance des propriétaires canadiens d'entreprises à l'endroit du financement par emprunt. Il signale que le recours excessif à l'effet de levier financier inhérent à cette dépendance au financement par emprunt augmente la vulnérabilité des entreprises canadiennes dans les périodes de ralentissement économique. Il se peut donc que cette dépendance à l'endroit du financement par emprunt cause la faillite d'entreprises, d'où des pertes d'emploi directes.

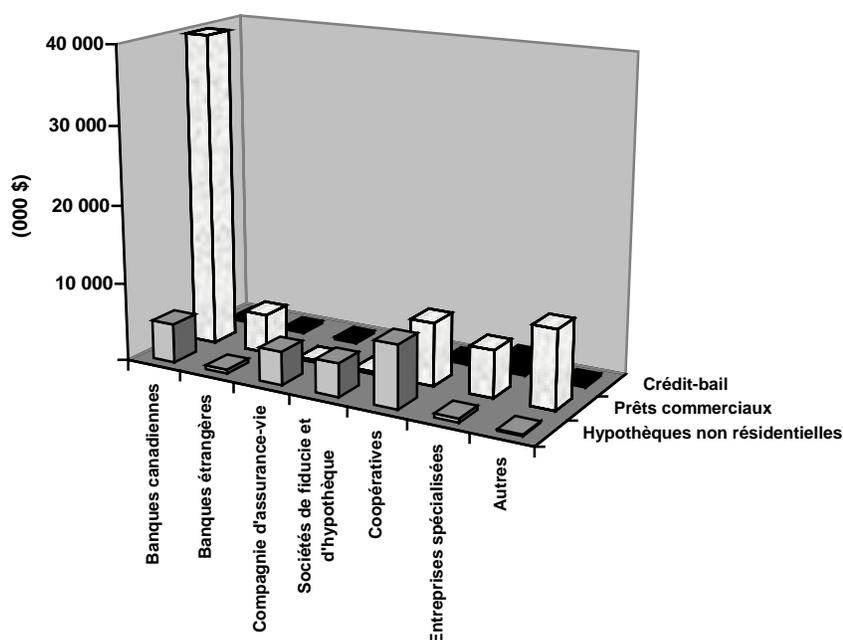
Cette dépendance à l'endroit du financement par emprunt découle peut-être en partie du sous-développement des marchés boursiers canadiens. Le CCMTP (1995), dans son examen de l'accessibilité des marchés financiers canadiens pour les petites entreprises, en est venu à la conclusion que sur le marché des capitaux, les mesures correctives à adopter devaient surtout viser le secteur du financement par actions. De manière générale, toutefois, les marchés boursiers canadiens relèvent de la compétence des provinces. Si la réglementation des activités des banques relève aussi en partie des lois provinciales, il demeure néanmoins que la réglementation des institutions qui représentent la plus importante partie du marché canadien de la dette incombe au gouvernement fédéral.

## Les PME et le financement par emprunt

### Emprunts bancaires

Les banques constituent la principale source de financement par emprunt des PME. Le graphique 1 ci-dessous illustre une ventilation des données collectées par le Conference Board du Canada sur les différentes sources d'emprunt auxquelles ont recours les PME. Ce graphique révèle la domination des banques sur ce marché<sup>6</sup>.

**Graphique 1**  
**Le marché canadien du financement par emprunt pour les PME**



Toutefois, la relation entre les institutions prêteuses et les PME est problématique. Il est à cet égard instructif d'étudier l'interface entre les entreprises emprunteuses et les institutions prêteuses.

<sup>6</sup> Connor, 1995. Le processus de désintermédiation est continu. Par conséquent, la domination dont témoigne ce graphique continue de s'effriter. Il est raisonnable de prévoir que la part de marché des banques continuera de s'éroder. Ce phénomène est en partie attribuable à l'importance croissante des fonds communs de capitaux gérés par les compagnies d'assurance et les caisses de retraite, au recours à la titrisation et à l'émergence récente des sociétés de financement fondé sur l'actif.

### ***Interface entre les petites entreprises et les institutions prêteuses : point de vue des petites entreprises***

Les petites entreprises se tournent vers les banques pour obtenir une multitude de services : traitement de leurs opérations, tenue de compte, administration de la paie et autres services de même nature, sans compter les emprunts. Lorsqu'une banque donnée ne répond pas aux besoins de l'entreprises, les propriétaires peuvent transférer leurs affaires dans une autre banque. Dans leur étude fondée sur des données américaines, Dunkelberg, Scott et Cox (1984) en sont venus à la conclusion que « [TRADUCTION] le rendement des banques était mieux coté sur les aspects non personnels (emplacement et gamme de services offerts) du service et que les pires cotes de rendement avaient trait à la connaissance que les banques ont des activités de leurs clients. » Haines, Riding et Thomas (1991) ont analysé le même phénomène dans le contexte canadien au moyen de données issues d'un sondage mené par la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCEI). Ils en sont venus à la conclusion que les changements perçus par le client dans sa relation avec la banque amenait souvent celui-ci à se mettre à la recherche d'une nouvelle banque. Dans une étude subséquente, Haines, Riding et Thomas (1994) ont testé un modèle à équations récursives multiples reproduisant la relation entre les banques et les petites entreprises, au moyen encore de données issues d'un sondage de la FCEI. Les auteurs de l'étude signalent que la décision de la petite entreprise cliente de négocier avec d'autres banques dépend de son degré de satisfaction et qu'elle prend souvent cette décision lorsqu'elle perçoit un changement défavorable dans la relation qu'elle entretient avec la banque.

Haines, Riding et Swift (1992) en concluent que les petites entreprises accordent une valeur importante à l'aspect personnel de la relation avec leur banque. Les autres aspects sont les services de traitement des transactions fournis par la banque, la valeur économique des services bancaires et la connaissance et les conseils que la banque peut être en mesure d'offrir. Entre autres, l'étude a permis de confirmer l'existence d'une perception courante selon laquelle « les banques sont toutes semblables » et que la concurrence entre elles est très limitée. Cette perception et la constatation que les banques canadiennes semblent être davantage intéressées par les prêts plus importants constituent deux arguments de taille en faveur de politiques qui permettraient d'intensifier la concurrence sur le marché des prêts aux petites entreprises.

Wynant et Hatch (1991) ont étudié de manière exhaustive la relation entre les banques prêteuses et les petites entreprises emprunteuses. Dans le cadre de cette étude, ils ont fait appel à trois ensembles de données : l'analyse d'un échantillon important de dossiers bancaires, des entrevues avec des directeurs de compte de prêt des institutions prêteuses et un sondage mené auprès de petites entreprises. Selon une de leurs principales conclusions, « [TRADUCTION] les activités des banques consistent à fournir du financement à *faible risque* aux petites entreprises. Les banques expliquent mal ce rôle qu'elles entendent jouer à leurs clients... »(page 3, les caractères italiques ne sont pas de nous).

Wynant et Hatch ont aussi conclu que la plupart des petites entreprises éprouvent des besoins relativement modestes en terme d'emprunt et que presque « [TRADUCTION] 50 % des petites entreprises... ont contracté des prêts de moins de 50 000 \$ et que 23 % d'entre elles demandaient des prêts inférieurs à 20 000 \$ ». Ils ont aussi découvert que les fonctions des directeurs de compte de prêt s'étaient considérablement élargies et que le taux de roulement du personnel à ce

poste était important. En effet, plus de 60 % des petites entreprises clientes ont été affectées à un nouveau directeur de compte de prêt et 22 % d'entre elles avaient fait affaire à trois directeurs de compte différents ou plus au cours des trois années précédentes.

De la manière dont Wynant et Hatch décrivent l'interface entre les banques et les petites entreprises, celle-ci ne peut qu'être problématique. En effet, leur description fait état :

- d'un secteur d'activité à volume élevé et à faible marge bénéficiaire;
- d'un taux de roulement élevé des directeurs de compte à qui on impose une charge de travail sans cesse croissante;
- d'une relation dans le cadre de laquelle la banque communique de manière insatisfaisante à ses clients le rôle qu'elle joue en matière de financement.

Ces facteurs se combinent pour créer une ambiance qui engendrera inévitablement du mécontentement. Il n'est pas surprenant qu'une proportion élevée (32 %) des entreprises ayant emprunté de l'argent à une banque se soient dites insatisfaites des services reçus (Wynant et Hatch, 1991, page 205).

À partir d'un sommaire des recherches antérieures effectuées, on peut relever trois faits dignes de mention. Premièrement, les propriétaires d'entreprises accordent de la valeur aux aspects humains de la relation qu'ils entretiennent avec leur institution prêteuse. Deuxièmement, dans l'ensemble, les propriétaires de petites entreprises n'accordent pas une cote de rendement très favorable aux institutions prêteuses en ce qui concerne les aspects particuliers de la relation auxquels ils semblent accorder le plus d'importance. Troisièmement, il s'ensuit nécessairement un degré élevé d'insatisfaction des propriétaires d'entreprises à l'égard de la relation qu'ils entretiennent avec leur banque.

### ***L'interface entre les petites entreprises et les banques : le point de vue de la banque***

Il est de notoriété que six grandes banques à succursales multiples dominent le marché canadien des prêts aux PME. Ces six institutions détiennent en effet plus de 80 % du marché des prêts aux petites entreprises (Haines, Riding, Swift, 1992). Au cours des années quatre-vingt, la plupart de ces institutions ont centralisé les services aux petites entreprises dans de nouveaux centres bancaires qui leur sont destinés exclusivement. Cette manière de procéder réduit les frais d'exploitation des banques dans le secteur des petites entreprises et permet une uniformisation des services. De manière traditionnelle, les banques évaluent les demandes de prêts qui leur sont adressées en fonction de critères couramment désignés comme les « 5 C du crédit »<sup>7</sup>. Les prêteurs

---

<sup>7</sup> La **capacité** est la mesure dans laquelle une organisation est en mesure de respecter ses obligations au moment prévu. Le **capital** représente le montant de l'investissement en capitaux propres effectué par le propriétaire. La **garantie** (en anglais « *collateral* », d'où la désignation des 5 « C ») désigne la valeur des éléments d'actif qui garantissent le prêt en cas de liquidation ou de défaut de paiement. La **réputation** (en anglais « *character* ») désigne les antécédents de l'entreprise et de ses propriétaires en matière de crédit. Les **conditions** désignent le caractère exclusif du produit ou du service, l'importance du marché ciblé et le climat des affaires dans ce secteur.

utilisent de plus en plus systématiquement des modèles d'évaluation de la solvabilité par points au moment d'étudier les demandes de prêt. Cette méthode présente l'avantage d'être efficace sur le plan des coûts, d'uniformiser les critères et d'accélérer le processus décisionnel. Entre autres inconvénients, elle réduit au minimum les interactions humaines et élimine d'office certaines catégories d'entreprises novatrices viables et éventuellement rentables qui de manière intrinsèque ne peuvent répondre à tous les critères d'évaluation.

Pour les prêteurs, le segment de marché des prêts aux petites entreprises est coûteux à administrer en termes de ressources humaines et financières. Les prêts aux petites entreprises ne sont pas aussi rentables que les prêts consentis à de plus grandes entreprises. Selon différents chercheurs, le prêt moyen aux PME canadiennes est d'un montant inférieur à 50 000 \$ (Wynant et Hatch, 1991; Haines et Riding, 1994; Thompson-Lightstone, 1996, 1997). Plus les soldes de prêt sont bas, plus les directeurs de compte de prêt doivent administrer un nombre important de dossiers pour diminuer les frais généraux et augmenter les profits de la banque. À cause de cette charge de travail importante qui leur est dévolue, les directeurs de compte ont peu de temps à accorder au suivi des emprunteurs actuels et à l'évaluation des nouvelles demandes de crédit. Cette situation a plusieurs conséquences.

Les représentants des prêteurs (les directeurs de compte de prêt) disposent de trop peu de temps et ont trop à faire pour servir de manière satisfaisante leurs clients. Ils utilisent donc une méthode passive de gestion des comptes de prêt, d'où l'impression des clients que leur directeur de compte ne comprend pas les besoins de leur entreprise.

Comme ils n'ont pas toujours suffisamment de temps pour exercer les contrôles préalables, particulièrement dans le cas des plus petits prêts, les prêteurs ont parfois tendance à percevoir les prêts aux micro-entreprises comme risqués. Cette perception ne correspond pas toujours au risque réel représenté par le client et elle découle aussi parfois du fait que le directeur de compte ne dispose pas du temps suffisant pour acquérir une connaissance rentable du client. Le risque perçu est donc attribuable à l'asymétrie de l'information dont il dispose. Cette « asymétrie informationnelle » entraîne parfois un rationnement du crédit. Certaines recherches démontrent clairement que la taille d'une PME est un facteur déterminant dans l'accès qu'elle aura à des prêts commerciaux et des conditions de crédit qu'elle obtiendra, le cas échéant (Haines et Riding, 1994; Thompson Lightstone, 1996 et 1997).

Les entreprises emprunteuses ont l'impression que les institutions prêteuses sont peu sensibles à leurs besoins et refusent de s'engager. Cette impression que les prêteurs ne cherchent pas à comprendre leur entreprise engendre de l'insatisfaction. La plupart des sondages qui avaient pour objet d'établir le degré de satisfaction des emprunteurs à l'égard des institutions prêteuses laissent croire à des niveaux substantiels d'insatisfaction (Wynant et Hatch, 1991; Thompson Lightstone, 1996 et 1997).

Il est possible que le degré de rentabilité peu élevé des petits prêts pousse les institutions prêteuses à recourir à des tactiques de « vente liée ». Par exemple, une banque sollicitée par une petite entreprise qui souhaite obtenir un prêt peut exiger du propriétaire de cette entreprise qu'il transfère à la banque ses affaires personnelles : prêt hypothécaire résidentiel, prêts personnels, REER, etc. Avec l'arrivée des institutions prêteuses sur tous les segments du marché des services

financiers, ce phénomène pourrait prendre une ampleur encore plus importante, ce qui permettrait aux institutions prêteuses d'augmenter indirectement le rendement de leurs prêts aux petites entreprises, au détriment des propriétaires de ces mêmes entreprises. Pour les propriétaires de petites entreprises, la concurrence entre les banques n'est pas toujours évidente. Par conséquent, malgré leur insatisfaction, ils n'amorcent pas de négociation avec une nouvelle banque dans le but de transférer leurs affaires (Haines, Riding et Thomas 1991) aussi souvent qu'ils le feraient avec d'autres catégories fournisseurs dans une situation semblable.

### **Le profil de rentabilité : caractéristiques des entreprises qui empruntent aux banques**

En vertu de son mandat, le Groupe de travail doit notamment chercher à établir des distinctions entre les entreprises clientes d'institutions appartenant à différents segments des marchés financiers. Par conséquent, nous étudierons dans la présente section les caractéristiques des entreprises qui ont obtenu du financement bancaire et nous tenterons d'établir quels sont les traits les plus importants qui les distinguent des entreprises qui n'ont pas emprunté aux banques.

Il est postulé que les entreprises capables d'emprunter à une institution prêteuse doivent respecter une norme minimale établie en fonction d'un ensemble de critères qui collectivement établissent le « profil de rentabilité » du prêt. Ces critères pourraient bien inclure certaines variables comme la taille de l'entreprise, l'histoire de sa relation avec la banque, sa vitalité financière, l'existence de biens à mettre en garantie, les prévisions conjoncturelles, l'âge de l'entreprise, le secteur au sein duquel elle est active, etc.<sup>8</sup> Les entreprises qui excèdent le seuil de rentabilité obtiennent des prêts, les autres, non. En vertu de ce postulat de base, les entreprises qui dépassent le plus largement le seuil fixé obtiennent les meilleures conditions de crédit.

Afin d'établir ce qu'est le profil de rentabilité d'un prêt, nous réétudierons dans la présente section les données colligées par Haines et Riding (1994), et Wynant et Hatch (1991). Des comparaisons seront établies entre les principales caractéristiques des PME qui empruntent aux banques et les caractéristiques correspondantes de l'ensemble des PME<sup>9</sup>.

#### ***Profil des PME clientes des banques***

Les auteurs de deux études récentes ont dressé le profil d'entreprises ayant obtenu un prêt d'une banque en s'appuyant sur des échantillons de dossiers bancaires choisis de manière aléatoire. Wynant et Hatch (1991) ont ainsi compilé des données provenant de 1 539 dossiers de crédit et Haines et Riding (1994) ont pour leur part constitué un échantillon de 1 393 dossiers. Aux fins de leur étude, Wynant et Hatch ont appliqué, dans la sélection des données sur les entreprises

---

<sup>8</sup> Plusieurs banques canadiennes emploient des « systèmes de points » formels qui s'appuient officiellement sur ses variables.

<sup>9</sup> Tel qu'illustré par les données du *Profil statistique de la petite entreprise* de Statistique Canada, dont le bilan et certains postes de dépenses sélectionnés, le nombre d'employés et plusieurs ratios financiers. Le *Profil statistique de la petite entreprise* regroupe les entreprises par quartile en fonction du chiffre d'affaires, par grande région et par code de la CTI à quatre chiffres. Les états des résultats des entreprises ont été extraits d'environ 180 000 dossiers et les bilans proviennent d'environ 46 000 formulaires T2.

clientes des banques, un ensemble de conditions visant à limiter leur échantillon aux entreprises qui, de leur avis, exigeaient « du temps, de la planification et des compétences opérationnelles typiques des entreprises d'envergure plus substantielle » (page 57). Haines et Riding n'ont pas procédé à de telles exclusions. Leur étude porte donc sur un échantillon plus représentatif de la population d'entreprises qui empruntent aux banques. Toutefois, l'échantillon Wynant-Hatch est moins susceptible de comprendre des quasi-entreprises ou des entreprises qui servent simplement de sources de revenu d'appoint à leurs propriétaires.

Dans le tableau qui suit, on trouvera la répartition des entreprises emprunteuses des deux échantillons par chiffre d'affaires. Ces deux échantillons de dossiers de crédit bancaires démontrent clairement que les entreprises qui obtiennent des prêts bancaires ont tendance à être de taille plus importante que la moyenne des entreprises. Dans l'ensemble, les PME qui obtiennent des prêts bancaires semblent se situer à l'extrémité supérieure du spectre des PME.

**Tableau 1 : Comparaison de la taille des entreprises ayant obtenu un prêt bancaire**

Chiffre d'affaires	Wynant et Hatch (page 65)	Haines et Riding (page 40)	Toutes les PME canadiennes <sup>10</sup>
<b>Moins de 500 000 \$</b>	57,7 %	48,8 %	85,8 %
<b>500 000 \$ à 2 000 000 \$</b>	35,3 %	37,8 %	11,4 %
<b>2 000 000 \$ et plus</b>	7,0 %	14,5 %	2,8 %

Pour obtenir une meilleure idée des distinctions établies en fonction de la taille des entreprises, nous avons aussi tiré de l'étude de Haines et Riding (1994, page 42) des données sur l'actif, les fonds propres et le chiffre d'affaires afin de comparer la situation des entreprises ayant obtenu des prêts à celle de l'ensemble des PME<sup>11</sup>. Les points de référence sont les indicateurs de taille correspondants pour les quatre quartiles de PME tels qu'ils figurent dans la base de données du *Profil statistique de la petite entreprise* de Statistique Canada.

<sup>10</sup> *Profil statistique de la petite entreprise au Canada*, 1984 à 1986, Statistique Canada, numéro de publication 61-231, 1986, tel que cité dans Wynant et Hatch(1991), page 65.

<sup>11</sup> Wynant et Hatch (1991) n'ont pas tenu compte de ces caractéristiques.

**Tableau 2 : Les PME emprunteuses et le Profil statistique de la petite entreprise : données sélectionnées sur les états financiers**

Mesure	Moyenne du chiffre d'affaires par quartile du Profil statistique de la petite entreprise				
	Moyenne <sup>12</sup> (en milliers de dollars)	1	2	3	4
<b>Actif total</b>	<b>572</b>	<b>262</b>	<b>340</b>	<b>482</b>	<b>1 489</b>
<b>Total des fonds propres</b>	<b>214</b>	<b>118</b>	<b>128</b>	<b>185</b>	<b>486</b>
<b>Chiffre d'affaires annuel</b>	<b>1 090</b>	<b>25 ~ 85</b>	<b>85 ~ 193</b>	<b>193 ~ 476</b>	<b>&gt;476</b>

La PME emprunteuse moyenne se situe dans le troisième quartile en ce qui concerne des fonds propres et dans le quatrième quartile en ce qui concerne son actif, qui constituent deux indicateurs de sa taille. Les PME qui obtiennent des prêts bancaires affichent un chiffre d'affaires exceptionnellement élevé si on le compare au profil de l'ensemble des PME canadiennes. Le chiffre d'affaires annuel de ces entreprises est considérablement plus élevé que les valeurs moyennes, même celles des entreprises se situant dans le quartile supérieur<sup>13</sup>. Les PME qui obtiennent des prêts bancaires ont donc clairement tendance à se situer parmi les plus « grosses » petites entreprises.

Le tableau qui suit compare les PME qui obtiennent des prêts bancaires à l'ensemble des PME telles que représentées dans le *Profil statistique de la petite entreprise* en fonction des ratios financiers présentés dans l'étude Haines-Riding.

**Tableau 3 : PME ayant obtenu un prêt et Profil statistique de la petite entreprise : ratios financiers sélectionnés**

Ratio	Profil statistique de la petite entreprise de Statistique Canada	Entreprises emprunteuses <sup>14</sup>
<b>Ratio de solvabilité à court terme</b>	1,3	1,6
<b>Ratio d'endettement</b>	1,8	1,7
<b>Ratio des dettes à l'actif</b>	0,6	0,6
<b>Ratio des dettes à court terme aux capitaux propres</b>	0,8	1,0
<b>Ratio du chiffre d'affaires aux capitaux propres</b>	1,8	5,1
<b>Marge bénéficiaire brute</b>	39,9 %	36,0 %

<sup>12</sup> Haines et Riding (1994, page 42).

<sup>13</sup> Cette conclusion sous-estime la réalité. Les données sur le bilan financier provenant du *Profil statistique de la petite entreprise* sont extraites principalement des formulaires T2 produits par les entreprises constituées en société. Les données du bilan des entreprises non constituées en société, habituellement plus petites, ne sont pas incluses dans l'échantillon.

<sup>14</sup> Fondées sur les données de l'étude Haines et Riding (page 42).

L'endettement des entreprises qui obtiennent des prêts bancaires est similaire à celui dont il est fait état dans le *Profil statistique de la petite entreprise* : les dettes à court terme semblent toutefois être légèrement plus importantes même si la dette totale est conforme aux données sur l'ensemble des entreprises. Toutefois, ces données démontrent de nouveau que les petites entreprises qui obtiennent des prêts bancaires ont un chiffre d'affaires très élevé (par rapport à leurs capitaux propres).

### Accusations et réponses

Les points de vue divergents actuels sur le marché des prêts aux PME ont amené les propriétaires d'entreprises et leur lobby à adresser une multitude de reproches aux institutions prêteuses. Un examen des procès-verbaux des délibérations du Comité permanent de l'industrie de 1994 confirme que les propriétaires d'entreprises font grief aux banques des pratiques décrites dans le tableau ci-dessous.

**Tableau 4 : Critiques adressées aux banques canadiennes**

Critique	Renvoi (Procès-verbaux du Comité permanent de l'industrie)
Les frais bancaires sont trop élevés.	Whitmore (28/4/94, 13:74), Cullen (23/3/94, 6:55) Gauthier (23/3/94, 2:19); Zepf (15/3/94, 3:20); Veroni (15/3/94, 3:7) Landry (17/3/94, 4:19), Lapointe (23/3/94, 6:19) et autres.
Les banques restreignent l'accès au crédit.	Starr (15/3/94, 3:33), Courtemanche (15/3/94, 3:45), Landry (17/3/94, 4:18), Bellan (22/3/94, 5:4), Robbins (22/3/94, 6:19), Lapointe (23/3/94, 6:19)
Les banques ne prêtent que lorsqu'elles ont des garanties.	Whitmore (28/4/94, 13:74), Zepf (15/3/94, 3:18), Courtemanche (15/3/94, 3:42), Pleet (22/3/94, 5:19), McGarvie (22/3/94, 5:56), Gagnon (23/3/94, 6:37), et autres.
Les banques sont moins disposées à prêter aux emprunteurs à risque élevé générant un rendement élevé.	Landry (17/3/94, 4:24), Gorman (17/3/94, 4:9), Bellan (22/3/94, 5:6)
Les banques rappellent les prêts ou diminuent les marges de crédit de manière arbitraire.	Courtemanche (15/3/94, 3:42), Robbins (22/3/94, 5:53), Zepf (15/3/94, 3:17), Egli (22/3/94, 5:18), Bellan (22/3/94, 5:4), Hornick (23/3/94, 6:42), Cullen (23/3/94, 6:55)
Les relations qu'entretiennent les banques avec les PME sont de piètre qualité.	Pleet (22/3/94, 2:10), Hornick (23/3/94, 6:42)

Le caractère acrimonieux des relations entre les institutions prêteuses et certaines petites entreprises emprunteuses n'est pas particulier au Canada. Il est donc possible que plusieurs des

préoccupations soulevées par les clients des banques relèvent de problèmes systémiques. Nous en voulons comme démonstration le tableau suivant qui fait état d'une liste de critiques que les PME britanniques ont formulées concernant les banques du Royaume-Uni.

**Tableau 5 : Critiques des banques par les petites entreprises<sup>15</sup>**

<b>Critiques</b>	<b>Commentaires de Storey (1994)</b>
Les frais bancaires : <ul style="list-style-type: none"> <li>• sont trop élevés;</li> <li>• comportent souvent des erreurs de calcul;</li> <li>• ne sont pas ventilés à l'intention du client.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Difficile à évaluer.</li> <li>• Des programmes informatiques sont maintenant offerts sur le marché pour vérifier les frais bancaires.</li> <li>• En 1992-1993, la plupart des banques ont commencé à fournir une ventilation des frais imposés.</li> </ul>
Les diminutions de taux d'intérêt ne sont pas « refilées » immédiatement aux clients.	Critique non justifiée.
Les banques ne prêtent que si on leur offre des garanties.	Pas entièrement exact. Quatre-vingt p. cent des frais de démarrage sont consentis sans aucune garantie.
Les banques sont moins disposées à prêter aux emprunteurs présentant un risque élevé et offrant un rendement supérieur.	De manière générale, assez exact.
Les banques sont trop promptes à donner le « coup de grâce » aux entreprises en difficulté.	Non prouvé.
Les banques affichent une attitude distante et ne comprennent pas les besoins des petites entreprises.	Moins vrai que dans le passé. La formation du personnel et les restructurations ont permis des améliorations.

Les plaintes formulées au Royaume-Uni sont similaires à celles exprimées au Canada. Compte tenu de ces similitudes, il semble que les problèmes de relations entre les institutions prêteuses et les PME soient généralisés et non pas particuliers au contexte canadien.

Premièrement, compte tenu que le profil des entreprises emprunteuses typiques exclut d'entrée de jeu de nombreuses entreprises petites ou nouvelles, le niveau élevé d'insatisfaction à l'égard des services offerts par les institutions prêteuses n'a rien d'étonnant. Il n'est pas surprenant non plus que l'accès au crédit soit davantage perçu comme un problème que les conditions auxquelles le crédit est consenti, le cas échéant.

Ces difficultés sont en partie attribuables au coût relativement élevé des procédures consistant à évaluer les demandes de prêt et à surveiller les prêts. Toutefois, les progrès de la technologie informatique et des technologies statistiques offrent aux institutions prêteuses des modèles qui peuvent être utilisés pour l'évaluation du crédit par un système de points, une méthode

<sup>15</sup> Compilées par Storey (1994, page 232).

d'évaluation qui, selon Dial, réduit de manière draconienne les coûts<sup>16</sup>. Dans la mesure où les méthodes d'évaluation de la solvabilité par un système de points diminuent les frais d'administration inhérents aux prêts aux PME, il est concevable de penser que les institutions pourraient consentir des prêts à des emprunteurs représentant un risque accru tout en maintenant la rentabilité de ces prêts. Toutefois, on n'est pas parvenu à établir avec clarté s'il existe des modèles d'évaluation de la solvabilité par un système de points s'appuyant sur des données canadiennes et qui seraient donc fiables.

Des taux élevés d'insatisfaction et les problèmes particuliers d'accès au crédit bancaire qu'éprouvent les sociétés plus modestes et plus récentes semblent endémiques au Canada. Les prêteurs étrangers pourraient considérer cette impression d'absence de « fidélité à la marque » comme une source d'opportunité. Si les prêteurs, étrangers ou intérieurs, peuvent mieux estimer le risque et surmonter les faibles marges associées à des prêts modestes, il pourrait être rentable pour eux de substituer l'accès à ce marché à d'autres formes de prêt. Les sociétés de financement adossé s'attaquent à ces défis en se spécialisant dans des catégories d'actif et par le biais de la titrisation, et elles semblent s'emparer d'une partie de ce marché.

En outre, les techniques de pointage du crédit, si elles sont bien appliquées, peuvent aider les prêteurs à estimer le risque de façon plus précise. Les prêteurs, intérieurs et étrangers, en mesure d'exploiter les progrès technologiques en matière d'évaluation et de suivi des prêts pourraient accroître leur part du marché. Certaines banques étrangères, dont Wells Fargo, proposent de se mettre au service des PME canadiennes. Ce n'est peut-être pas une coïncidence si Wells Fargo est un chef de file de l'élaboration des méthodes de pointage du crédit.

Il est utile de comparer brièvement les rapports entre les prêteurs institutionnels et les petites entreprises sur le marché américain. Premièrement, aux États-Unis, l'accès au crédit bancaire semble très semblable à ce que l'on observe au Canada : dans nos deux pays, le taux de rejet est de l'ordre de 14 %<sup>17</sup>. Toutefois, aux États-Unis, les prêteurs exigent en moyenne des taux d'intérêt plus élevés. Pourtant, les petites entreprises clientes se disent plus satisfaites de leurs rapports avec leurs prêteurs<sup>18</sup>. L'écart au chapitre du taux de satisfaction est peut-être attribuable à la différence clé entre les systèmes bancaires américains et canadiens.

Aux États-Unis, la tradition caractérisée par les banques locales fait que le personnel de ces dernières tend à être plus stable : l'absence d'un système de succursales signifie que les gestionnaires de comptes de prêt peuvent travailler dans une même région pendant un nombre

---

<sup>16</sup> T. Dial, vice-président, Wells Fargo, remarques prononcées au congrès annuel du Conseil international de la petite entreprise à San Francisco (Californie), en juin 1997.

<sup>17</sup> Dennis W., W. Dunkelberg, J. Van Hulle, *Small Business and Banks: the United States*, NFIB Foundation, Washington, DC (1988).

<sup>18</sup> Selon Dennis, Dunkelberg et Van Hulle, le taux d'intérêt moyen exigé des petites entreprises par les banques américaines correspond au taux bancaire plus 2,21 %, et 78 % des clients se disent satisfaits ou très satisfaits de leur rapport avec leur prêteur. D'après Wynant et Hatch (1991, page 158), le taux d'intérêt moyen que les banques canadiennes exigent des petites entreprises correspond au taux bancaire majoré de 1,73 à 1,83 %. Wynant et Hatch signalent également (page 206) que 32 % des débiteurs des banques sont « généralement insatisfaits ».

d'années beaucoup plus élevé. Par conséquent, ces employés connaissent probablement beaucoup mieux leurs clients et sont plus susceptibles d'entretenir avec eux des rapports plus étroits. Dans le système multi-succursales du Canada, le roulement du personnel (de même que l'effet déstabilisateur qu'il semble avoir sur les rapports entre une banque et ses clients) préoccupe le lobby des petites entreprises depuis plusieurs années.

La théorie économique du rationnement du crédit explique aussi partiellement les difficultés inhérentes aux relations prêteur-emprunteur. On trouvera à l'annexe A un bref résumé de cette théorie dans le contexte des prêts et de l'investissement ainsi qu'une bibliographie annotée de la littérature sur la question.

Compte tenu du degré élevé d'insatisfaction et des difficultés particulières auxquels sont confrontées les entreprises plus petites et nouvelles à la recherche de crédit bancaire, il semble que ce marché pourrait être occupé avec profit par une nouvelle catégorie de créanciers. À cet égard, certaines banques étrangères seraient actuellement intéressées à offrir leurs services aux PME canadiennes.

### **Venue proposée sur le marché canadien d'institutions prêteuses étrangères**

Certaines banques appartenant à des intérêts étrangers sont déjà depuis un certain temps actives au Canada. La Banque Hongkong du Canada, par exemple, consent déjà des prêts aux PME canadiennes. Par conséquent, la question de la concurrence étrangère sur le marché des prêts aux PME n'est pas nouvelle et semble avoir été réglée. Il existe cependant un enjeu un peu plus controversé soit la possibilité, comme le propose la banque Wells-Fargo, que des institutions prêteuses étrangères soient actives sur le marché canadien sans pour autant y exercer une présence « réelle ». L'institution prêteuse aurait plutôt recours à Internet et à d'autres moyens de communication directs pour exercer ses activités au Canada.

Malgré le caractère controversé de cette proposition, il convient de signaler que les opérations bancaires électroniques constituent déjà une réalité au Canada. Les banques plus « traditionnelles » ont déjà mis de tels mécanismes en place. Ainsi, la Banque Toronto-Dominion offre un produit bancaire commercial en vertu duquel toutes les opérations peuvent être effectuées soit par téléphone ou par ordinateur. Assurant une présence physique très restreinte au Canada, la Citizens' Bank mène elle aussi la plupart de ses activités sans avoir recours à un réseau étendu de succursales.

Il existe donc des précédents en ce qui concerne la concurrence étrangère dans le secteur des services bancaires aux PME et les services bancaires offerts aux PME sans faire appel aux services des succursales traditionnelles. La concurrence dans ce secteur doit être favorisée, surtout si elle permet aux plus petites entreprises et nouvelles entreprises d'accéder au crédit bancaire.

## Pour faciliter les petits prêts : la LPPE

Depuis sa promulgation en 1961, la *Loi sur les prêts aux petites entreprises* (LPPE) fait en sorte que l'État garantit les prêts à terme contractés par les petites entreprises pour acquérir des installations, de l'équipement et d'autres entreprises. Dans le cadre de ce programme, une petite entreprise qui approche une institution prêteuse en vue d'obtenir un prêt à terme admissible peut, avec l'accord de l'emprunteur, obtenir un prêt garanti par l'État. L'emprunteur paie alors des frais initiaux et des frais annuels à l'organisme chargé d'administrer la LPPE par l'entremise de l'institution prêteuse. Le rôle de l'État est totalement passif. Il se limite à percevoir les frais, à éponger les pertes essuyées par l'institution prêteuse et à colliger des données.

En avril 1993, le gouvernement canadien a modifié cette loi. Les entreprises dont le chiffre d'affaires annuel est inférieur à cinq millions de dollars sont maintenant admissibles au programme<sup>19</sup>. Le plafond fixé pour le montant des prêts est passé de 100 000 \$ à 250 000 \$. Les entreprises actives dans le secteur des finances, de l'assurance, des mines et les professionnels sont devenus admissibles. Ces modifications ont aussi permis aux institutions prêteuses d'exiger un taux d'intérêt pouvant être jusqu'à 1,75 % supérieur au taux de base pour les prêts à terme à taux flottant et jusqu'à 1,75 % au-dessus du taux des hypothèques résidentielles pour les prêts à terme à taux fixe.

Après ces modifications, le volume global des prêts accordés en vertu des dispositions de la *Loi* a augmenté, passant d'environ 500 millions de dollars annuellement en 1992 pour se rapprocher, en septembre 1994, du plafond de quatre milliards de dollars prévu dans la *Loi*. Le gouvernement a donc déposé de nouvelles modifications à la *Loi* en 1995. Ces modifications instaurent des frais annuels de 1,25 % que les prêteurs ajoutent normalement au différentiel de taux d'intérêt de 1,75 %. De plus, la *LPPE* devait à partir de ce moment s'autofinancer de telle sorte que les revenus issus des frais additionnels devaient servir à payer les coûts de fonctionnement et à couvrir les défauts de paiement.

Dans leur analyse de la *LPPE*, Haines et Riding (1995) ont jugé raisonnable l'augmentation du volume de prêts découlant des modifications à la *LPPE*. Une proportion élevée des entreprises ayant contracté un prêt en vertu de la *LPPE* étaient de nouvelles entreprises et se distinguaient donc de la clientèle traditionnelle des PME auxquelles les banques consentent habituellement des prêts. Les chercheurs en sont aussi venus à la conclusion que la *LPPE* contribuait de manière importante à la prospérité économique et au maintien et à la création d'emplois.

Ils ont également conclu que le profil de risque des entreprises contractant un prêt en vertu de la *LPPE* évoluait et que les modifications à la *Loi* entraîneraient vraisemblablement une augmentation du nombre d'emprunteurs présentant un degré de risque plus élevé. Les chercheurs ont aussi soutenu que l'augmentation des frais n'était peut-être pas une bonne idée. Haines et Riding ont estimé que des frais initiaux de l'ordre de 3 % suffiraient à éponger les mauvaises créances. L'ajout de frais annuels de 1,25 % a majoré considérablement le coût des prêts contractés en vertu de la *LPPE*. Par conséquent, Haines et Riding formulent un avertissement

---

<sup>19</sup> La limite antérieure était fixée à deux millions de dollars.

précisant que ces frais plus élevés pourraient créer un problème d'antisélection comme celui décrit par Stiglitz et Weiss (1981). Il pourrait s'ensuivre une augmentation importante du nombre de mauvaises créances, ce qui serait contraire aux principes mêmes de l'autofinancement du programme.

Le programme institué en vertu de la *LPPE* canadienne présente de nombreux aspects louables. Il est notamment entièrement administré par le secteur privé sans intervention indue du gouvernement. Il soulage les institutions prêteuses de la nécessité d'établir des sûretés et les petites entreprises considèrent le programme avec intérêt. De plus, la *LPPE* permet aux institutions prêteuses de prêter tout en obtenant un taux de rendement équitable et le programme coûte relativement peu à administrer.

Plusieurs enjeux ont été soulevés en ce qui concerne d'éventuelles modifications à venir à la *LPPE*. On se demande notamment si le programme doit être étendu aux prêts à terme afin d'inclure le crédit de roulement. On s'interroge aussi sur la pertinence d'élargir le programme aux contrats de location-acquisition.

L'élargissement du programme au crédit de roulement a été revendiqué par plusieurs témoins entendus par le Comité permanent de l'industrie en 1994. Il semble qu'aucune recherche relevant du domaine public n'ait été effectuée sur cette question. Avant d'étendre les garanties de prêt de la *LPPE* au crédit de roulement, des recherches sur la demande devraient être entreprises. Comme nous l'avons mentionné précédemment, la plupart des recherches effectuées sur les marchés financiers accessibles aux PME portent sur l'offre de capitaux plutôt que sur la demande.

Sur le plan conceptuel, il n'a pas été établi clairement que le fait de financer le fonds de roulement des entreprises soit susceptible d'améliorer la situation de l'emploi de la même manière que les mesures visant à faciliter l'accès aux prêts à terme pour acquérir des installations et de l'équipement. On pourrait légitimement faire valoir que les entreprises qui doivent contracter un prêt à terme pour financer leur actif à court terme constituent un risque supérieur à celui des entreprises cherchant à obtenir du financement à terme à des fins de croissance et d'expansion. Cette question exige de toute évidence des recherches plus poussées.

Les arguments en faveur de l'élargissement du programme institué en vertu de la *LPPE* aux contrats de location-acquisition sont beaucoup plus clairs. Comme Kalymon (1995) le souligne avec raison, les contrats de location-acquisition sont à toutes fins utiles impossibles à distinguer des prêts à terme sur le plan conceptuel. De plus, comme on le verra dans la section suivante du présent rapport, les entreprises actives dans le secteur du crédit-bail, ou de la location-acquisition, répondent à une partie importante des besoins de financement des PME. Il semble qu'il n'y ait aucun motif valable de ne pas élargir aux contrats de location-acquisition les garanties de prêt offertes par la *LPPE* dans la mesure où les paramètres établis dans cette loi sont appliqués de manière uniforme aux institutions prêteuses et aux spécialistes du crédit-bail ou de la location-acquisition.

---

Plusieurs questions particulières ont également été soulevées en ce qui concerne le financement bancaire offert aux PME. Ces questions ont trait au traitement qu'accordent les institutions prêteuses aux femmes propriétaires d'entreprises et à la promulgation éventuelle d'une loi exigeant des institutions prêteuses qu'elles réinvestissent une partie de leur profit dans les collectivités locales. Nous abordons maintenant ces questions.

## La discrimination fondée sur le sexe et les prêts aux PME

*« [traduction] La discrimination exercée contre les femmes propriétaires de petites entreprises par les grandes institutions financières canadiennes est répandue dans tout le pays... Les femmes demandant du financement essuient un refus 20 % plus souvent que les hommes et on exige souvent d'elles qu'elles paient un taux d'intérêt plus élevé que celui exigé des hommes. »*

Fédération canadienne de l'entreprise indépendante,  
[//www.cfib.ca/english/research/reports/financin.html](http://www.cfib.ca/english/research/reports/financin.html)  
« Financing Double Standard », 28 juin 1997

Selon une croyance répandue, les femmes propriétaires de petites entreprises sont confrontées à des difficultés beaucoup plus grandes que les hommes quand vient le temps d'obtenir du crédit bancaire. Cette conviction est formulée dans les grands médias (Languedoc, 1988, entre autres), la littérature professionnelle (Bérard et Brown, 1994, page 10), les positions exprimées par les groupes de pression (Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, 1995), et la littérature universitaire (Belcourt, 1991). Une des conséquences de cette conviction est que les décideurs, les organismes de réglementation de l'industrie et les dirigeants des institutions prêteuses consacrent des ressources importantes à répondre à cette accusation. De plus, il se peut aussi que les femmes propriétaires d'entreprises, craignant de faire l'objet d'un traitement discriminatoire, évitent de solliciter du financement aux banques.

Inversement, on relève une abondante littérature dont les conclusions empiriques contredisent cette allégation de parti pris contre le sexe féminin (par exemple, Fabowale, Orser et Riding, 1995; Riding et Swift, 1990; Statistique Canada, 1994; Buttner et Rosen, 1992). Malgré l'affirmation de Bérard et Brown (1994, page 10) que «[TRADUCTION] les résultats des études convergent pour démontrer que les femmes entrepreneurs qui cherchent à obtenir du financement extérieur sont confrontées à davantage d'obstacles que les hommes », cette question ne fait pas consensus et demeure sans réponse.

La question de l'accès au crédit par les femmes propriétaires d'entreprises et des conditions de crédit faites à ces dernières reste une énigme. D'un côté, les analyses de Riding et Swift (1990); de Wynant et Hatch (1991), de Fabowale, Orser et Riding (1995), de Statistique Canada (1994) et du CCMTP (1995) n'appuient pas cette assertion de parti pris contre les femmes. D'un autre côté pourtant, d'autres études publiées (Marleau, 1995, Belcourt et coll., 1991, le ministère du Développement économique et du Commerce de l'Alberta, 1990) en viennent à la conclusion qu'il existe bien un parti pris contre les femmes.

Bien que s'appuyant sur les mêmes sources de données, les auteurs de trois de ces études en viennent à des conclusions différentes. Les données sur les membres de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCIE) ont en effet été utilisées par Riding et Swift (1990), Fabowale (1991) et Marleau (1995).

Dans la première étude (Riding et Swift, 1990), les auteurs relèvent qu'en moyenne, les entreprises appartenant à des femmes existent depuis moins longtemps et sont plus petites que celles appartenant à des hommes. Dans la mesure où l'âge et la taille d'une entreprise constituent des critères servant à mesurer le risque financier qu'elle représente, il n'est pas possible d'établir dans quelle mesure le sexe du propriétaire (par opposition à l'âge et à la taille de l'entreprise) est responsable des différences dans le traitement reçu au moment de solliciter un prêt. Pour éliminer l'effet de ces facteurs, Riding et Swift ont comparé des entreprises appartenant à des femmes à des entreprises de même taille, de la même région, en exploitation depuis la même période dans le même secteur et ayant la même structure, mais appartenant à des hommes. Suivant cette méthodologie, ils ont comparé les expériences vécues par les propriétaires d'entreprise des deux sexes après élimination des facteurs susceptibles de créer de la confusion. Or, ils n'ont trouvé aucune différence statistiquement significative entre les deux catégories d'entreprises. Plus précisément, aucune différence n'a été constatée sur les points suivants : taux d'intérêt sur les prêts à terme et les marges de crédit, obligation de recourir à un endosseur et taux de refus des demandes de nouveaux prêts. Le seul aspect comportant une différence selon le sexe du propriétaire est celui de la garantie. Toutefois, puisqu'il n'y avait aucune différence dans les autres conditions de crédit, il n'était pas crédible d'attribuer cette différence à un parti pris contre les femmes<sup>20</sup>.

Dans une deuxième étude, Fabowale (1991) a étudié les réponses fournies par plus de 2 700 propriétaires de petites entreprises (dont le tiers étaient des femmes) à un sondage effectué en 1990 auprès des membres de la FCEI. L'auteur a utilisé la méthode d'analyse à variables multiples pour contrôler les facteurs éventuellement confusionnels et n'a trouvé aucune preuve de parti pris en fonction du sexe à quelque égard que ce soit. Finalement, Marleau (1995) a analysé les données provenant d'un troisième échantillon de membres de la FCEI et n'a constaté aucune différence entre les deux sexes dans le taux de refus et les taux d'intérêt (et aucune différence en ce qui concerne les garanties exigées). Elle en est tout de même venue à la conclusion qu'il existait un parti pris à l'encontre des femmes. Les conclusions de Marleau comportent cependant des lacunes éventuellement importantes dont la présence d'une

---

<sup>20</sup> La probabilité que la différence constatée dans cette dernière condition de crédit soit attribuable à une anomalie statistique est forte. Compte tenu du seuil de signification de 5 % utilisé pour chacun des six tests, la probabilité qu'au moins un résultat significatif soit purement attribuable à la chance est de  $\{1 - (0,95)^6\}$ , ou 26 %. Or, à un seuil de signification de 10 %, les possibilités d'obtenir un résultat erroné dans au moins un des six tests augmentent à 47 %.

multicolinéarité<sup>21</sup> et l'absence de normalité des variables prédictives et des variables dépendantes. La conclusion de parti pris contre les femmes de Marleau contredit aussi deux autres études empiriques qui se sont penchées sur la question à savoir si le fait qu'un chef d'entreprise soit un homme ou une femme influe sur l'accès de cette entreprise à des capitaux.

La première de ces deux études a été menée par le CCMTP (1995) de concert avec la Chambre de Commerce du Canada et portait sur l'accès aux capitaux. Le but premier de cette recherche consistait à établir par quels moyens les PME canadiennes étudiées avaient réuni leurs capitaux et comment elles avaient comblé leurs besoins de financement. Le CCMTP a effectué pour cela un sondage téléphonique, ce qui lui a permis d'amasser des données sur 1 002 dossiers et d'obtenir un taux de réponse élevé. Simultanément, la Chambre de Commerce du Canada a utilisé le questionnaire mis au point par le CCMTP pour procéder à un sondage postal auprès de ses membres, ce qui a généré plus de 400 réponses supplémentaires, même si le taux de réponse a été dans ce cas inférieur. Le CCMTP s'est penché sur la question du parti pris contre les femmes en utilisant cet échantillon combiné de 1 400 entreprises et en analysant parmi les entreprises sélectionnées des sujets de même taille. Les données analysées n'étaient pas l'hypothèse selon laquelle il est plus difficile d'accéder à des capitaux empruntés selon que l'on appartient à un sexe ou à l'autre<sup>22</sup>.

Statistique Canada (1994) s'est également penché sur la question du parti pris contre un sexe ou l'autre en procédant à un sondage téléphonique auprès de 2 200 répondants. L'organisme national en est venu à la conclusion que lorsque des facteurs confusionnels comme l'industrie, le secteur d'activité et la taille de l'entreprise étaient uniformisés, le taux de refus des prêts n'était pas plus élevé pour les femmes propriétaires d'entreprises que pour les hommes. L'étude signale

---

<sup>21</sup> Marleau confirme que les entreprises des personnes ayant répondu au sondage comportaient des différences sur le plan de la taille, de la période d'existence et du secteur d'activité en plus de la différence liée au sexe du propriétaire. De plus, elle affirme que « [tous ces facteurs] ont un effet sur l'accessibilité du financement » (p. 8). Elle reconnaît aussi la nécessité d'une « méthode statistique qui permettrait d'isoler l'effet de chaque variable » (page 8). Cependant, elle utilise la méthode des analyses à régression multiple (les taux d'intérêt constituant la variable dépendante) et l'analyse de régression logistique (utilisant cette fois les prêts refusés comme variable dépendante). Parmi les variables indépendantes, elle a retenu le secteur d'activité, l'âge de l'entreprise, sa taille et le sexe du propriétaire comme variables explicatives, même si elle avait déjà établi que ces variables étaient étroitement intercorrélées. Selon Stevens (1986, page 65) « [TRADUCTION] la multicolinéarité rend difficile d'établir l'importance d'une variable donnée parce que les effets des prédicteurs se confondent du fait de la corrélation étroite qui existe entre eux ». De plus, il est bien connu que la multicolinéarité pose d'autres problèmes dont des niveaux élevés de sensibilité de l'échantillon et des variances d'erreur considérables. Dans ce contexte, le biais dû à la non réponse, typique des questionnaires expédiés par la poste, devient un problème encore plus grave. Prises dans leur ensemble, les conclusions de Marleau sont tout à fait contestables.

<sup>22</sup> Ces conclusions sont aussi contestables. Les données utilisées provenaient de deux sondages différents. Environ un tiers des réponses obtenues provenaient d'un sondage postal mené auprès des membres de la Chambre de Commerce du Canada, une population qui comporte un nombre disproportionné de grandes entreprises. Le biais de survie se confond avec ce qui est probablement un biais de non-réponse important, attribuable à un taux de réponse très faible. Le sondage auprès de l'autre segment de l'échantillon a été effectué par téléphone au moyen des listes de Dun et Bradstreet. Dans ce cas également, un biais de survie (différent) a été introduit et on ne sait pas avec certitude dans quelle mesure l'échantillon final représente cette population de PME canadiennes. Riding et Orser (1996) ont utilisé le fichier de données combinées pour démontrer l'impact du biais de non-réponse sur les conclusions de l'étude. Ils en sont venus à la conclusion que les deux sous-échantillons utilisés pour cette étude permettaient de tirer des conclusions diamétralement opposées.

que les femmes présentent en proportion plus de demandes de prêt au nom d'entreprises actives dans la vente de gros et la vente au détail (plus risquées). Selon les conclusions de Statistique Canada, après avoir tenu compte des différences attribuables au secteur d'activité, les taux de refus étaient virtuellement identiques d'un sexe à l'autre.

L'étude la plus récente sur le parti pris contre les femmes dans le contexte canadien est celle de Haines, Riding et Orser (1997). S'appuyant sur 1 393 dossiers de prêt bancaire à des PME, cette étude utilise des données extraites directement des dossiers de prêt des banques. Par conséquent, les auteurs ont évité les problèmes inhérents à de bas taux de non-réponse et aux biais de survie et de non-réponse. Ils en sont venus à la conclusion que les entreprises ayant obtenu des prêts des banques affichaient les mêmes attributs sur les plans financier et non financier, qu'elles soient dirigées par un homme ou par une femme. De cette constatation, les chercheurs ont tiré la conclusion que les entreprises appartenant à des hommes aussi bien que celles appartenant à des femmes doivent « survivre » à une norme minimale commune de solvabilité. S'il y avait discrimination, les entreprises appartenant à des femmes devraient être plus solvables que celles appartenant à des hommes pour obtenir du crédit. Cette étude relève également que les conditions de crédit imposées aux entreprises emprunteuses (montant du prêt, taux d'intérêt, garanties) sont similaires peu importe le sexe du propriétaire. Les chercheurs en sont venus à la conclusion qu'il n'existait pas de parti pris selon le sexe des propriétaires d'entreprises.

Il est intéressant de comparer les conclusions sur la situation au Canada avec celles décrites dans des études effectuées ailleurs dans le monde. Aux États-Unis, Buttner et Rosen (1987, 1989, 1992) ont publié une série d'articles sur l'influence du sexe du propriétaire d'une entreprise dans les démarches en vue d'obtenir du crédit. Dans la première étude (1987), ils en sont venus à la conclusion que les agents de crédit des banques associaient plus fréquemment les caractéristiques des entrepreneurs ayant du succès à des hommes qu'à des femmes. Par conséquent, les auteurs laissaient entendre qu'il y avait un potentiel élevé de parti pris à l'encontre des femmes. Dans leur étude de 1989, Buttner et Rosen ont, au moyen d'une simulation, découvert que les décisions des agents de crédit ne variaient pas selon le sexe du demandeur de crédit, le type d'agent de crédit ou le format de la demande de prêt<sup>23</sup>. Dans leur étude subséquente de 1992, Buttner et Rosen ont reconnu l'existence d'allégations persistantes de parti pris à l'encontre des femmes dans les médias grand public et les médias spécialisés tout en constatant pourtant que les études statistiques révélaient plutôt l'absence d'un tel parti pris aux États-Unis. Ils ont testé trois hypothèses de remplacement pour tenter d'expliquer cette incongruité. Or, les données issues de leurs sondages n'ont pu confirmer ni l'un ni l'autre des faits suivants :

- les femmes propriétaires d'entreprises sont davantage susceptibles de sous-estimer la difficulté inhérente à l'obtention du capital;

---

<sup>23</sup> Fay et Williams (1993) ont reproduit l'étude de Buttner et Rosen mais en utilisant des données néo-zélandaises. Ils ont expédié par la poste des demandes de prêt à des agents de crédit de grandes banques de commerce. Dans leur expérience, les demandes étaient toutes identiques sauf en ce qui concerne le sexe et le niveau de scolarité du demandeur de crédit. Des différences importantes dans les réponses données aux femmes et aux hommes ont été observées, favorisant dans tous les cas les demandeurs appartenant au sexe masculin.

- les femmes propriétaires d'entreprises sont plus susceptibles d'attribuer le refus de leur demande de crédit à un parti pris à l'encontre des femmes qu'aux lacunes de leur entreprise;
- les hommes propriétaires d'entreprises sont plus actifs que les femmes dans leur recherche de capitaux.

Les conclusions mentionnées dans la littérature manquent clairement d'uniformité. Un examen critique de cette documentation permet d'avancer quelques motifs susceptibles d'expliquer ces incohérences.

- La plupart des données empiriques utilisées à ce jour provenaient de sondages effectués par la poste auprès de propriétaires de petites entreprises. Ces sondages comportent habituellement des taux de réponse inférieurs susceptibles de générer des biais de survie et des biais de non-réponse.
- La plupart des études effectuées reconnaissent que les entreprises appartenant à des femmes sont, en moyenne, plus petites et existent depuis moins longtemps que celles appartenant à des hommes. Les entreprises appartenant à des femmes sont aussi dans une proportion anormale actives dans le secteur des services et de la vente au détail. La taille et l'âge d'une entreprise et le secteur au sein duquel elle est active constituent des critères déterminants de solvabilité. Le véritable casse-tête empirique consistant à démêler les effets confondus du sexe du propriétaire de l'entreprise, de la taille de l'entreprise, de sa période d'existence et du secteur d'activité au sein duquel elle est active est considérable.
- Les résultats des recherches semblent varier considérablement selon la méthodologie retenue. Par exemple, plusieurs des premières études canadiennes sur la question en sont venues à la conclusion que l'allégation d'un parti pris à l'encontre des femmes (Stevenson, 1986; Belcourt, Burke et Lee-Gosselin, 1991) était fondée. Toutefois, les auteurs de ces études n'avaient pas comparé l'expérience de crédit des femmes avec celle d'un groupe témoin d'entreprises appartenant à des hommes. Cette lacune est aussi vraie d'au moins une étude dont les auteurs ont conclu qu'il n'y avait pas de parti pris à l'encontre des femmes (Wynant et Hatch, 1991). La plupart des chercheurs qui ont eu recours à un groupe témoin constitué d'entreprises appartenant à des hommes en sont cependant venus à la conclusion qu'il n'y avait pas de parti pris à l'encontre des entreprises appartenant à des femmes (Fabowale, 1991; Riding et Swift, 1990; Orser, Riding et Swift, 1994; CCMTP, 1995; Statistique Canada, 1994). Malgré tout, une étude qui semble avoir eu recours à un groupe témoin d'entreprises appartenant à des hommes en vient à la conclusion qu'il y a eu parti pris à l'encontre des femmes (FCEI, 1995).
- Les relevés publiés et fréquemment cités de la littérature sur la question font pratiquement tous défaut de pondérer les conclusions des recherches effectuées en fonction de la qualité de l'étude. Des études exploratoires fondées sur des échantillons restreints se voient souvent accorder la même valeur que des analyses très pointues fondées sur des échantillons considérables (voir, par exemple, Développement économique et Commerce Alberta, 1990). Même les études qui en viennent à la conclusion qu'il n'y a pas de parti pris à l'encontre des femmes sont à l'occasion citées comme des « preuves » que ce parti pris existe bien (par

exemple, Banque fédérale de développement, 1992; Belcourt et coll., 1991, page 20; Bérard et Brown, 1994, page 10)! Qui plus est, certaines études fondées sur des données étrangères font l'objet d'extrapolations sans que les auteurs se soient inquiétés des particularités du contexte canadien.

- Finalement, les chercheurs ne tiennent pas toujours compte du caractère hétérogène des entreprises appartenant à des femmes. Cette hétérogénéité s'applique aussi aux propriétaires et aux caractéristiques de ces entreprises (par exemple, les antécédents et le rendement financier, les disparités sectorielles, le stade de développement de l'entreprise, l'âge de l'entreprise, etc.).

La question du parti pris à l'encontre des femmes n'est donc pas réglée et elle exige des recherches plus approfondies. Ces recherches devraient tendre à minimiser les effets du biais de non-réponse et du biais de survie, deux problèmes qui nuisent particulièrement à l'interprétation des résultats des sondages postaux. Des techniques statistiques comme l'analyse régressive inversée pourraient être appliquée avec succès afin d'éliminer dans la mesure du possible les effets des variables confusionnelles. Finalement, le mandat de procéder à ces recherches devrait être confié à des chercheurs respectés et indépendants. Entre temps, l'adoption de nouvelles lois ou de nouveaux règlements fondés sur ces accusations de parti pris à l'endroit des femmes devrait être reportée.

## De l'exigence de réinvestir dans le milieu

L'idée d'adopter au Canada une loi sur le « réinvestissement communautaire » découle en partie de l'adoption aux États-Unis de la *Community Reinvestment Act (CRA)*. Ainsi, la toute nouvelle Coalition canadienne pour le réinvestissement communautaire (CCRC) énonce comme suit ses objectifs :<sup>24</sup>

« La CCRC se penchera, entre autres choses, sur les questions suivantes :

- la discrimination pouvant exister dans le domaine des prêts bancaires;
- le réinvestissement dans la communauté et les initiatives créatrices d'emploi;
- l'accès juste et équitable de tous les citoyens aux services bancaires;
- la mise sur pied d'une organisation de consommateurs de services financiers;
- la création d'un bureau d'ombudsman bancaire qui soit véritablement indépendant et efficace;
- les réserves à maintenir par les banques auprès de la Banque du Canada;

---

<sup>24</sup> Présentation de la Coalition canadienne pour le réinvestissement communautaire au Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien communiquée le 17 février 1997.

- la divulgation par les banques de leurs coûts et de leurs revenus relatifs aux services bancaires et aux opérations sur cartes de crédit. »

Avant d'envisager l'adoption d'une loi de cette nature au Canada, il peut être instructif de se pencher sur l'origine de la loi américaine et ainsi de tirer les enseignements qui s'imposent de l'expérience américaine et d'en tirer profit.

## L'expérience américaine

Aux États-Unis, la *Community Reinvestment Act (CRA)* de 1977 stipule que les institutions prêteuses assument la responsabilité juridique de satisfaire les besoins de crédit de la collectivité où elles sont actives. Dans la présente section, nous nous pencherons sur cette expérience américaine. La présente étude cherche plus particulièrement à établir quelles sont les répercussions de la *CRA* sur le financement des entreprises de pointe.

La *CRA* oblige les banques commerciales, les institutions d'épargne et de crédit et les banques d'épargne à « [TRADUCTION] répondre aux besoins de crédit dans les collectivités où elles se sont constituées conformément aux pratiques reconnues comme sûres et saines pour de telles institutions » (U.S.C. §2901, 1977). Les organismes de réglementation américains n'ont pas appliqué de manière stricte la *CRA* après sa promulgation en 1977. Toutefois, en 1989, la *Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act* est venue modifier la *CRA* et a rendu obligatoire la divulgation des cotes accordées aux banques en vertu de la *CRA*<sup>25, 26</sup>. Initialement, la non-conformité avec la *CRA* ne causait des problèmes réels aux banques que lorsqu'elles demandaient l'autorisation de procéder à une fusion ou à une expansion parce qu'une mauvaise cote de conformité constituait un motif suffisant pour que les organismes de réglementation du secteur bancaire refusent une autorisation en ce sens. Avec la divulgation publique des cotes attribuées, les inconvénients de la non-conformité se sont accrus puisque les banques s'exposent ainsi à la critique de la population et à de la publicité négative.

La perception que les institutions prêteuses exerçaient aux États-Unis une « discrimination financière » (« *redlining* ») à l'endroit des collectivités à faible revenu est probablement à l'origine du processus qui a conduit à l'adoption de la *CRA*. Au cours des audiences ayant précédé l'adoption de cette loi, des témoins ont affirmé que certaines institutions refusaient des prêts aux habitants des quartiers défavorisés du centre des grandes villes, mais utilisaient pourtant les sommes déposées par ces mêmes personnes pour prêter de l'argent aux habitants des quartiers plus favorisés. Selon le sénateur William Proxmire, le principal parrain de la *CRA* au Congrès américain :

[traduction]

« Par « discrimination financière » (« *redlining* ») ... je désigne le phénomène suivant lequel les banques et les institutions d'épargne et de crédit acceptent au sein d'une

---

<sup>25</sup> La conformité des institutions prêteuses américaines à la *CRA* était évaluée au moyen d'une échelle comportant quatre cotes : « exceptionnelle », « satisfaisante », « doit s'améliorer » et « non-conformité importante ».

<sup>26</sup> Une autre modification apportée en 1996 réduisait les coûts de la conformité à la *CRA* en ramenant de 12 à 3 le nombre de critères d'évaluation utilisés par les inspecteurs des banques.

collectivité donnée des dépôts et que plutôt de les réinvestir dans cette même collectivité, elles vont les investir ailleurs et qu'elles marquent ainsi, concrètement ou symboliquement, d'un trait rouge sur la carte les secteurs de leur ville où elles refuseront d'investir. Ces secteurs se trouvent parfois dans les quartiers centraux, parfois dans les quartiers plus vétustes, parfois encore, dans les quartiers ethniques ou à prédominance noire, mais souvent, ils englobent une grande partie de la collectivité où ces institutions sont installées<sup>27</sup>. »

L'inquiétude du sénateur Proxmire et d'autres personnes était que cette discrimination financière finisse par amener les institutions financières à traiter certains secteurs (en particulier les zones urbaines en déclin comportant de fortes concentrations de personnes appartenant à des minorités ethniques) comme des zones « interdites de financement » et que ce faisant, elles refusent d'accorder du crédit aux personnes appartenant aux races minoritaires. Les partisans de la *CRA* étaient d'avis que les banques exerçaient une discrimination contre les collectivités défavorisées sur le plan financier<sup>28</sup>. Ce faisant, elles contribuaient à accentuer le déclin urbain en drainant littéralement les ressources financières de ces quartiers. Selon Macey et Miller (1993, pages 298 et 299),

[TRADUCTION]

« L'origine législative prédominante de la *CRA* était la nécessité de préserver les collectivités et se fondait sur une argumentation selon laquelle les institutions de dépôt étaient parfaitement capables d'investir dans les localités où elles étaient installées et de réaliser tout de même un bénéfice. »

Les autres objectifs de la *Loi* étaient d'aider les petites entreprises et de créer des emplois pour les membres des groupes minoritaires. Par conséquent, la *CRA* (Congrès des États-Unis, alinéa 2901) stipule ce qui suit :

[TRADUCTION]

« Les institutions financières réglementées sont tenues en vertu de la *Loi* de démontrer que leurs services de dépôt correspondent aux besoins des collectivités où elles sont autorisées à faire affaire.

Les besoins des collectivités en question comprennent la nécessité d'obtenir des services de crédit et de dépôt.

Les institutions financières réglementées ont une obligation expresse continue de contribuer à la satisfaction des besoins de crédit des collectivités où elles sont habilitées à exercer leurs activités. »

Ainsi, les motifs avancés pour justifier la *CRA* reposent sur la perception empirique que les institutions prêteuses exerçaient une discrimination à l'encontre de certains quartiers urbains et,

---

<sup>27</sup> *Congressional Record*, édition quotidienne, le 6 juin 1977, art. 8958, cité dans Lacker (1995, page 15).

<sup>28</sup> Dans le présent document, le mot « banques » désigne aussi bien les banques commerciales que les institutions d'épargne et de crédit (aussi connues sous l'appellation « *thrifts* ») et les banques d'épargne.

comme Macey et Miller le font valoir, l'idéologie sous-jacente au « réinvestissement communautaire » repose sur trois prémisses :

1. que les services bancaires sont (ou devraient être) le fait d'entreprises locales;
2. que les banques drainent les ressources financières de certaines collectivités;
3. que les banques assument certaines obligations à l'endroit des localités où elles exercent leurs activités.

Ces bases conceptuelles de la *CRA* ainsi que la base empirique suivant laquelle les banques pratiquent une discrimination financière méritent une investigation plus poussée.

***Fondement empirique de la CRA aux États-Unis :  
les banques américaines font-elles preuve de discrimination?***

Cette question comporte deux éléments : les banques exercent-elles, oui ou non, une discrimination à l'endroit de certains *quartiers*, et les banques exercent-elles, oui ou non, une discrimination contre certaines *personnes*.

De la discrimination exercée contre certains quartiers

Recherches de première génération. Les tenants de la *CRA* fondaient leurs allégations de discrimination financière sur des recherches qui démontraient d'énormes disparités dans les prêts hypothécaires consentis selon la composition raciale de différents quartiers<sup>29</sup>. De ces études initiales, ainsi que de plusieurs études menées au cours des années quatre-vingt, on a conclu que les banques restreignait *l'offre* de crédit dans certains quartiers. Ces recherches de première génération, toutefois, ne tenaient pas compte des facteurs qui influent sur la *demande* de prêts hypothécaires (par exemple, le niveau de revenu et de richesse, le taux de propriétaires occupants, etc.), facteurs qui sont également liés à la composition raciale des différents quartiers. Sans contrôle des facteurs liés à la demande, on ne peut se fonder uniquement sur la quantité de prêts consentis pour conclure que l'offre a été restreinte.

Recherches de deuxième génération. Les recherches subséquentes faisaient appel à des données sur les caractéristiques économiques des quartiers afin d'établir s'il y avait eu discrimination financière. Par exemple, Schill et Wachter (1993) ainsi que Canner, Gabriel et Woolley (1991) ont classé par catégories les caractéristiques économiques des différents quartiers liées à la demande de crédit. Ils en sont venus à la conclusion que « toute chose étant par ailleurs égale », les mouvements de fonds sur le marché hypothécaire ainsi que le taux d'approbation des prêts n'étaient *pas* liés à la composition raciale des quartiers. Ainsi, en rétrospective, les chercheurs estiment qu'il n'existe aucune preuve que les banques exerçaient une discrimination raciale à l'encontre de certains quartiers. L'apparence de discrimination financière tient davantage de l'artifice que d'autre chose. Premièrement, les habitants des quartiers situés dans le centre des zones urbaines sont moins susceptibles que les autres clients des banques de demander du crédit.

---

<sup>29</sup> Voir, par exemple, Canner (1982) et Benston (1979) pour les sondages de ce corpus de recherche.

De plus, il arrive plus souvent qu'ils ne possèdent pas la richesse ni le revenu que les prêteurs exigent pour consentir des prêts.

#### De la discrimination contre certaines personnes

Tout comme c'est le cas pour la discrimination censément exercée contre certains quartiers, les méthodologies utilisées pour évaluer s'il y a discrimination contre les personnes ont évolué. Les premières études ont cherché à mesurer l'accès au crédit qu'ont les différents groupes raciaux et, lorsqu'ils y ont accès, quels en sont les coûts. Les auteurs des premières analyses ont procédé à des comparaisons sans tenir compte des différences systémiques entre les différents groupes. Les différences fondées sur la race comprennent la richesse, le revenu et d'autres indicateurs de solvabilité. Les auteurs de recherches plus récentes ont tenté, au moyen de techniques de mesure individuelle, de réévaluer si oui ou non les banques exerçaient de la discrimination contre certaines personnes.

L'étude « Boston Fed » sur les données de la *HMDA* de 1990 (Munnell et coll., 1992) est peut-être la plus importante recherche jamais effectuée sur la discrimination. D'autres chercheurs ont étudié et réexaminé ces données au moyen de diverses méthodes. Jusqu'à récemment, toutes les études en étaient venues à la même conclusion : après prise en considération de tous les indicateurs raisonnables de solvabilité, une expression supposant l'appartenance à un groupe minoritaire demeurait statistiquement significative. Cette conclusion laissait entendre implicitement que les banques américaines semblaient bien faire preuve de discrimination raciale.

Récemment, l'application à ce même ensemble de données du *HMDA* d'une technique statistique connue sous le nom d'analyse régressive inversée a remis en question les conclusions antérieures selon lesquelles les banques faisaient preuve de discrimination (LaCour-Little, 1996). Compte tenu de la variation apparente des conclusions selon les techniques d'enquête utilisées, il faut conclure que si la prépondérance des preuves accumulées permet de croire qu'il y a discrimination raciale de la part des banques américaines, un doute subsiste tout de même.

Toutefois, même si les banques américaines font bel et bien preuve de discrimination raciale, il ne s'ensuit pas nécessairement que la *CRA* est le meilleur moyen de remédier à ce problème. Il est vrai qu'aux États-Unis, dans de nombreux cas, le découpage géographique de certains quartiers correspond de très près à des critères raciaux, il n'en demeure pas moins que l'intégration des minorités raciales d'un quartier à l'autre s'impose de plus en plus. Si la discrimination raciale pose un problème, la meilleure solution consiste à appliquer les lois anti-discrimination existantes et non pas à imposer par voie législative aux institutions financières qu'elles appliquent dans leurs activités de prêt et d'investissement des critères géographiques. Les lois américaines actuelles, aussi bien fédérales que d'État, prévoient des pratiques équitables en matière de prêt<sup>30</sup>. Par conséquent, en tant que méthode de lutte contre la discrimination exercée à l'endroit de certaines personnes, la *CRA* est à la fois mal venue et redondante.

---

<sup>30</sup> Par exemple, la *Equal Opportunity Credit Act* de 1975.

### ***Du fondement conceptuel de la CRA aux États-Unis<sup>31</sup>***

Les banques sont-elles des entreprises locales?

Aux États-Unis, il est courant de considérer les banques comme des institutions fondamentalement locales. Cette perception est issue du contexte législatif qui régissait autrefois les pratiques bancaires américaines<sup>32</sup>. Jusqu'à tout récemment, la loi interdisait aux banques américaines d'ouvrir de nombreuses succursales et d'offrir leurs services dans plus d'un État, ce qui limitait singulièrement leur expansion. De plus, si les technologies de transport et de communication facilitent grandement les opérations à distance, il reste que ce sont des développements relativement récents. Suivant la norme historique américaine, la seule source de crédit était la banque locale. Ce modèle bancaire est très éloigné de la réalité actuelle. Le secteur bancaire est beaucoup moins local qu'il ne l'était dans un passé pas si lointain. Pratiquement tous les États américains permettent maintenant aux banques d'ouvrir des succursales multiples et on compte de plus en plus de banques exerçant leurs activités dans plus d'un État. Les expansions, les fusions et les modifications apportées à la réglementation entraînent une concentration de plus en plus importante du secteur bancaire américain. Pour la plupart, les lois fédérales et les lois d'États américaines ne restreignent plus les banques américaines aux limites d'un quartier ou d'une collectivité données. Aux États-Unis comme ailleurs, le secteur bancaire est confronté à la réalité de la mondialisation. Par conséquent, le sens qu'il convient de donner à l'expression « communautaire » dans « réinvestissement communautaire » est en cause.

Il est possible que les tenants de la *Loi* aient souhaité que, dans un sens normatif, les banques *soient* des entreprises locales plutôt que les entreprises mondiales qu'elles sont en train de devenir. Cependant, l'avènement d'un système bancaire mondial a été extrêmement avantageux, aussi bien pour les particuliers que pour les entreprises, et il serait indéfendable de soutenir que le système bancaire mondial doit faire marche arrière et redevenir une industrie intrinsèquement régionale et insulaire.

La prémisse suivant laquelle le secteur bancaire est un secteur d'activité local n'est plus valide sur le plan empirique et est indéfendable sur le plan normatif.

Les banques drainent les capitaux de certains quartiers

Cette affirmation présente deux aspects. Cette dichotomie se dégage clairement de la déclaration du sénateur Proxmire devant le Congrès :

[TRADUCTION]

« De nombreuses banques... prennent de l'argent dans une collectivité et l'investissent ailleurs, dans certains cas à l'étranger, et dans d'autres cas, ailleurs au pays.... Nous

---

<sup>31</sup> La plupart des arguments avancés dans cette section sont tirés des études de Macey et Miller (1993) et de Lacker (1995).

<sup>32</sup> La tradition américaine d'une banque locale ne comptant qu'une seule succursale se distingue nettement de la norme canadienne des grandes banques comptant des succursales multiples.

avons découvert de nombreux cas où les investissements de ces institutions sont pratiquement nuls dans les collectivités où elles acceptent pourtant des dépôts<sup>33</sup>. »

Cet argument repose lourdement sur une certaine rhétorique et sur un choix de mots particulier. C'est en effet une chose de « drainer » les capitaux d'une collectivité, compte tenu des connotations extrêmement négatives de ce mot, et c'est une tout autre chose « d'exporter » les capitaux d'une collectivité! Les autorités nationales et provinciales ainsi que les autres instances locales encouragent habituellement les exportations. Si l'argent était une marchandise d'exportation plutôt que de l'argent, il n'y aurait probablement aucun débat sur cette pratique des banques. Comme Macey et Miller (1993, page 308) le soutiennent :

[TRADUCTION]

« ... L'exportation du crédit, comme l'exportation des grains ou d'autres denrées, génère des avantages pour la localité d'où provient ce crédit. Les banques locales sont notamment susceptibles de payer des taux d'intérêt plus élevés sur les dépôts recueillis dans cette collectivité parce qu'elles sont en mesure d'effectuer des prêts rentables auprès de personnes habitant à des endroits éloignés de cette collectivité. »

Le crédit est, par essence, tout à fait fongible. Ainsi, même s'il est vrai que les banques déplacent des capitaux d'une collectivité à l'autre, il ne s'ensuit pas nécessairement que les collectivités qui importent ces capitaux bénéficient d'un avantage aux dépens de celles qui les exportent.

Qui plus est, ce genre d'accusation suppose implicitement que les banques « drainent » de leurs capitaux les régions en déclin plus souvent que celles en plein essor économique. Cette affirmation n'a aucun sens. Les banques « drainent » de leurs capitaux (ou plutôt exportent des capitaux) tous les quartiers pour les investir là où se trouvent les débouchés les plus rentables pour elles. Il serait donc plus raisonnable d'affirmer que les banques trouvent vraisemblablement plus d'occasions d'investissement intéressantes dans les régions prospères que dans les régions défavorisées sur le plan économique. Cette dynamique tient davantage de décisions d'*investissement* que d'une éventuelle discrimination à l'endroit de la collectivité d'où proviennent les capitaux.

On pourrait peut-être affirmer que ce n'est pas tant le fait que les banques exportent des capitaux qui pose problème, mais plutôt le fait que les banques n'investissent pas dans les localités où elles acceptent des dépôts. Comme le mentionne le sénateur Proxmire dans la dernière partie de sa déclaration, une des prémisses sur lesquelles est fondée la *CRA* est que les banques refusaient d'investir dans certaines localités malgré l'existence d'occasions d'affaires rentables qui s'y présentaient. Toutefois, outre l'allégation que les banques exerçaient une discrimination contre certaines collectivités, aucune des parties en cause n'a été en mesure d'avancer, dans le débat sur la *CRA*, une raison convaincante justifiant qu'on exige des institutions financières qu'elles investissent les capitaux provenant d'une région donnée dans cette même région. C'est le système des prix qui régit la répartition du crédit et fait en sorte que les capitaux sont mis à la disposition de ceux qui leur accordent la plus grande valeur. Les principes à l'origine de la *CRA*

---

<sup>33</sup> 123 Congressional Record 17,603 (1977) tel que cité dans Macey et Miller (1993), page 307.

laissent croire que des possibilités de prêt rentables demeurent inexploitées à l'échelle locale. Si de telles occasions existaient véritablement, il est spécieux de croire que les institutions locales ne les exploiteraient pas. Dans ce sens, le raisonnement des promoteurs de cette loi est sérieusement entaché parce que d'une chose l'autre :

1. ou bien il est rentable de servir cette collectivité locale de toute manière;
2. ou bien il n'est pas rentable de la desservir.

Si la première assertion est vraie, la *CRA* ne peut avoir qu'un effet redondant<sup>34</sup>. Subsidiairement, on peut faire valoir que le respect de la *CRA* exige un interfinancement dans le cadre duquel les bénéfices supérieurs à la moyenne provenant des autres services ou des autres régions se trouveraient à combler le manque à gagner issu des services non rentable assurés dans la collectivité<sup>35</sup>. Si cela est vrai, les banques ne s'installeront plus dans les collectivités qui ne sont pas rentables et ne les desserviront plus. De plus, elles s'efforceront de quitter les régions en déclin si la *CRA* exige d'elles qu'elles réinvestissent continuellement dans la collectivité<sup>36</sup>. Si une telle situation devait se produire, la *CRA* se trouverait dans les faits à diminuer, voire à éliminer, l'offre de services bancaires offerts dans les quartiers mêmes que la Loi vise à revitaliser. Ainsi, du point de vue de White (1993, page 14), « [TRADUCTION] L'accent que met la *CRA* sur le caractère local du secteur bancaire est anachronique et dessert l'objectif même qu'il souhaite atteindre. »

#### Les banques ont des obligations à l'endroit des collectivités où elles sont installées

En vertu de la *CRA*, « [TRADUCTION] Les institutions financières réglementées ont... une obligation de contribuer à la satisfaction des besoins de crédit des collectivités où elles sont autorisées à exercer leurs activités. » Cette disposition suppose que le privilège qui leur est conféré sous la forme d'une charte bancaire comporte l'obligation d'offrir du crédit dans la collectivité où elles acceptent des dépôts. Les motifs avancés pour justifier cette obligation ne sont pas clairs. Les entreprises d'autres secteurs n'ont aucune obligation juridique de desservir une collectivité locale en particulier. Les banques sont bien sûr différentes parce qu'elles font « [TRADUCTION] partie des quelques entreprises sur le marché qui ne répondent pas automatiquement 'Où combien en voulez-vous?' », lorsqu'un client éventuel exprime de l'intérêt pour leurs produits. » (White, 1993, page 17)<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> Dans ce cas, il est difficile de concevoir qu'il puisse y exister une partie autre que la banque locale capable de découvrir ces occasions.

<sup>35</sup> Compte tenu de la concurrence accrue dans le secteur des services financiers, les possibilités actuelles de bénéfices supérieurs à la moyenne disparaîtront vraisemblablement ou à tout le moins s'étioleront.

<sup>36</sup> White (1993, page 16) signale deux cas de ce genre qui sont déjà de notoriété publique. En 1980, la Freedom National Bank, dont le siège social était situé à Harlem, est devenue insolvable et la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) a saisi son actif. La FDIC n'a jamais pu trouver une autre institution acceptant de reprendre l'exploitation de la Freedom même après que la FDIC se soit engagée à absorber les mauvaises créances de la banque. Par conséquent, les résidents de ce secteur ont perdu un fournisseur de services bancaires. De la même manière, après la faillite de la Goldome Bank survenue en 1991, la FDIC a été incapable de trouver ne serait-ce qu'une banque pour reprendre à sa charge les succursales de la Goldome dans Harlem.

<sup>37</sup> Les compagnies d'assurance constituent une des catégories d'entreprises de ce genre.

Les banques présentent aussi d'autres différences par rapport aux entreprises commerciales. Historiquement, elles ont toujours détenu un pouvoir économique considérable. Leurs dettes (les dépôts) exigent du gouvernement qu'il adopte une réglementation. Il faut en effet préserver la sécurité des dépôts et du système bancaires. Le succès des banques en fait aussi une cible facile pour les groupes de pression en tous genres et les médias. Toutefois, les promoteurs de la *CRA* n'ont jamais avancé quelque argument logique que ce soit capable de justifier l'imposition, par voie législative, de responsabilités locales aux banques.

Nul ne conteste la nécessité de revitaliser certains quartiers urbains aux États-Unis ainsi que dans certaines régions du Canada. Toutefois, il n'est pas du tout évident que la revitalisation des centres-villes au moyen d'un système de redistribution du crédit doive incomber spécialement au système bancaire. Par conséquent, cet objectif ne peut être conforme aux objectifs de la *CRA* que dans la mesure où cette loi est conçue comme un régime de redistribution du crédit. À cet égard, il convient de signaler qu'un système de subventions directes servirait sûrement mieux cet objectif que les mesures actuelles qui, à toutes fins utiles, sont assimilables à une taxe indirecte.

### ***Coûts et avantages de la CRA aux États-Unis***

Macey et Miller (1993, page 293) signalent que de nombreuses banques considèrent la *CRA* comme un véritable fardeau. Les coûts à engager pour s'y conformer sont élevés et l'interfinancement des régions où les bénéficiaires sont élevés en faveur de celles où ils le sont moins, prévu dans la *CRA* est considéré comme un stratagème fiscal visant à mettre fin à la détérioration des quartiers urbains centraux. Cela étant dit, il semble que la *CRA* soit clairement avantageuse pour trois catégories de personnes et d'organisations : les petites entreprises et les petites exploitations agricoles, les organismes de réglementation du système bancaire et les groupes de défense d'intérêt spéciaux.

Les avantages que tirent les petites entreprises de cette loi découlent d'une logique perverse. Compte tenu que la *CRA* a force de loi et que les prêteurs doivent non seulement s'y conformer mais être perçus comme s'y conformant, les banques bénéficient d'un choix quant à la manière dont elles respecteront la *CRA*. D'un côté, elles peuvent consentir des prêts à des emprunteurs dans les quartiers en déclin des centres-villes. Subsidiairement, toutefois, les prêteurs peuvent s'y conformer en accordant des prêts à des petites entreprises ou à de petites organisations agricoles, deux catégories d'entreprises qui exercent un lobby local et national puissant. Ce faisant, les banques se conforment à la Loi. Toutefois, ces prêts ne répondent pas nécessairement à l'esprit de la *CRA* en ce qui concerne la discrimination perçue contre certaines collectivités. Cette manière de procéder est contraire à l'objectif fondamental de la Loi.

Les organismes de réglementation tirent parti de la *CRA* parce que celle-ci constitue « [TRADUCTION] un mécanisme utile qu'ils [les organismes de réglementation] peuvent utiliser pour accroître leur pouvoir sur les institutions financières relevant de leur compétence » (Macey et Miller, 1993, page 342).

La *CRA* profite également aux groupes de pression. Selon Macey et Miller (1993), la grande majorité des évaluations effectuées en vertu de la *CRA* ont amené à la conclusion que les institutions se conformaient à la Loi<sup>38</sup>. Néanmoins, les demandes d'expansion ou de fusion des banques sont régulièrement contestées au motif que celles-ci ne se seraient pas conformées à la *CRA*, même lorsque l'institution en question est capable de démontrer qu'elle possède un dossier exemplaire de conformité<sup>39</sup>. L'institution financière qui veut se défendre contre ces accusations doit engager des dépenses importantes et y consacrer un temps considérable, et toutes ces procédures peuvent constituer un gaspillage de ressources publiques. Par conséquent, les institutions financières s'entendent parfois à l'avance avec certains groupes d'intérêt spéciaux afin d'éviter toute contestation en vertu de la *CRA*<sup>40</sup>.

Lindsey (1995), toutefois, fait valoir que la *CRA* favorise un contexte économique plus sain. Il décrit la *CRA* comme un programme gouvernemental comportant un minimum de bureaucratie, affichant une belle autonomie locale et n'exigeant aucun investissement du gouvernement fédéral américain. Il fait aussi valoir que cette loi a des retombées importantes en termes de développement économique et communautaire. Garwood et Smith (1993) soutiennent aussi que la *CRA* a attiré l'attention sur les besoins des collectivités défavorisées sur le plan économique où habitent des membres des minorités et qu'elle permet aux collectivités en question de satisfaire leurs besoins en crédit.

### **Adoption éventuelle d'une loi sur le réinvestissement communautaire dans le contexte canadien**

Au Canada, plusieurs groupes revendiquent l'adoption d'une loi similaire à la *CRA*<sup>41</sup>. Toutefois, les tenants du réinvestissement communautaire n'ont avancé aucun motif capable d'expliquer pourquoi il fallait exiger des banques qu'elles assument des obligations spéciales à l'endroit des collectivités (peu importe comment on les définit) où elles exercent leurs activités. Comme nous l'avons déjà fait remarquer, « l'image d'entreprises locales » accolées aux banques convient encore moins dans le contexte canadien que dans le contexte américain. Les systèmes bancaires des deux pays relèvent de deux modèles très différents. En effet, si aux États-Unis, les banques

---

<sup>38</sup> Selon Macey et Miller (1993, page 302) 90 % des institutions reçoivent la cote « satisfaisante » ou « exceptionnelle » et seulement 1 % des institutions reçoivent la cote « non-conformité importante ». Ces auteurs signalent aussi que les cas de non-conformité sont plus nombreux au sein des petites institutions. C'est donc dire que les banques qui se trouvent dans la catégorie des « non conformes » avaient un actif moyen de seulement 55 millions de dollars.

<sup>39</sup> Macey et Miller (1993, pages 334 à 337) donnent plusieurs exemples de ce type de contestation.

<sup>40</sup> Macey et Miller (1993, pages 337 à 340) relatent plusieurs cas dans lesquels des banques ont apparemment accepté de leur plein gré de se soumettre à des quotas d'embauche et d'effectuer des dons philanthropiques dans un effort pour éviter toute contestation fondée sur la *CRA*. Ces auteurs signalent également que dans un cas, on a déjà laissé entendre qu'un syndicat avait contesté une fusion en vertu de la *CRA* en guise de représailles pour la participation de la banque en cause dans une prise de contrôle qui avait entraîné des pertes d'emplois syndiqués.

<sup>41</sup> Voir, par exemple, les commentaires de S. Bellan formulés à la Conférence sur le développement de l'entrepreneuriat, à l'Université Brock en juin 1994. De plus, la Coalition canadienne pour le réinvestissement communautaire a été fondée en décembre 1996 et a remis en question les « pratiques bancaires en ce qui concerne les prêts aux femmes, aux membres des minorités et aux personnes vivant dans des quartiers défavorisés sur le plan économique ou dans certaines régions du Canada ». (CCRC, 1997, page 3).

ont historiquement été surtout des institutions locales, il n'y a aucun héritage de cette sorte au Canada.

De plus, les arguments conceptuels avancés dans la section précédente sont intrinsèquement généraux :

- Les banques canadiennes ne sont pas et ne devraient pas être des entreprises purement locales. La vision selon laquelle les banques devraient être des institutions locales est indéfendable.
- Les banques ne « drainent » pas les collectivités de leurs capitaux, mais « exportent » des capitaux. Il est peut-être vrai que les banques canadiennes investissent des sommes recueillies dans certains quartiers relativement défavorisés dans des régions plus prospères. Suivant cette même logique, les banques investissent aussi des sommes qu'elles ont obtenues dans des quartiers relativement aisés dans des secteurs encore plus privilégiés! En fait, toute cette question découle peut-être du fait que le rendement offert aux déposants est inférieur à ce que les tenants du réinvestissement communautaire estiment souhaitable.
- Si les banques exercent de la discrimination contre des personnes, le recours approprié consiste à faire appliquer les lois actuelles contre la discrimination. Le réinvestissement communautaire obligatoire ne constitue pas une mesure de réparation valable en cas de discrimination contre des personnes, même si cette discrimination était démontrée par des recherches (et, comme nous avons pu le constater dans des sections précédentes du présent rapport, les recherches menées sur cette question sont loin d'être concluantes).
- L'adoption d'une loi obligeant les banques à réinvestir les dépôts dans les collectivités d'où ils proviennent limiterait, probablement de manière injustifiée, les pratiques bancaires. Cette réglementation serait nécessairement lourde, entraînerait des coûts importants d'application et de surveillance et exigerait probablement l'adoption de pratiques de prêt sous-optimales.
- L'obligation de réinvestir dans la collectivité entraînerait donc le placement des fonds des déposants dans des placements sous-optimaux et par conséquent, non conformes aux obligations fiduciaires des prêteurs et, encore plus important, cela ne réglerait rien.
- Le principe voulant que puisque les États-Unis ont adopté la *CRA*, l'adoption d'une loi de ce genre serait par conséquent avantageuse pour le Canada n'a aucune validité.

Le débat autour de la *CRA* se poursuit dans les médias américains et dans la littérature. Lacker (1995, pages 24 et 32) est peut-être celui qui résume le mieux le poids de la preuve :

[traduction]

« En toute logique, on ne peut avancer que la *CRA* corrige une discrimination éventuelle dans les politiques de prêt ni d'ailleurs quelque autre lacune discernable du marché... La *CRA* n'est certainement pas un moyen efficace de revitaliser les quartiers en déclin, malgré ses objectifs louables. »

Cet examen de l'expérience américaine établit clairement que les tenants d'une politique de réinvestissement communautaire doivent cerner de manière claire et précise quel problème ils entendent régler au moyen des mesures législatives proposées. Si les banques exercent une discrimination contre certains quartiers et qu'on peut le démontrer à l'aide d'un dossier s'appuyant sur des données empiriques, il est possible qu'une mesure législative puisse contribuer à corriger la situation et peut-être même que ce texte de loi pourrait comporter certaines obligations de réinvestissement communautaire. Toutefois, la littérature actuelle ne semble comporter aucune preuve que les institutions prêteuses exercent une discrimination contre certaines collectivités données au Canada. Par conséquent, afin de disposer de toutes les données requises susceptibles de justifier l'adoption au Canada d'une loi semblable à la CRA, il est nécessaire de procéder à des recherches supplémentaires sur le caractère discriminatoire des pratiques bancaires en matière d'attribution des prêts. Si l'on décide d'entreprendre des recherches sur la limitation à des fins discriminatoires de l'offre de crédit, ces recherches devraient comporter des mécanismes de contrôle efficaces afin de tenir compte des facteurs liés à la demande et d'autres facteurs éventuellement confusionnels.

## **Solutions de rechange aux prêts bancaires**

### **Financement fondé sur l'actif**

Le financement fondé sur l'actif est une méthode au moyen de laquelle une entreprise obtient du comptant en s'appuyant sur la valeur d'un élément d'actif corporel, souvent l'élément d'actif même pour lequel l'entreprise a besoin d'obtenir du financement. Le crédit-bail, les prêts à terme et les contrats de vente conditionnelle sont des instruments financiers qui font appel à la méthode dite de financement fondé sur l'actif. Dans ce type de financement, l'accent est mis sur la valeur de l'élément d'actif acheté.

Les contrats de financement fondé sur l'actif peuvent constituer une solution de remplacement attrayante aux prêts bancaires. Premièrement, les entreprises qui se spécialisent dans ce genre de financement sont habituellement mieux disposées que les banques à structurer les versements en fonction de la situation de trésorerie de leurs clients. Par exemple, les versements effectués sur l'élément d'actif acheté varient souvent d'un mois à l'autre afin de tenir compte du caractère saisonnier des entrées de fonds du locataire. Deuxièmement, les prêteurs traditionnels fondent leur décision sur la capacité de l'emprunteur d'assurer le service de la dette additionnelle qu'il contracte, sur ses antécédents en matière de crédit et sur la quantité et la qualité des garanties qu'il offre. Inversement, les sociétés offrant du financement fondé sur l'actif accordent davantage d'importance à la valeur comme telle de l'élément d'actif en question.

Troisièmement, les sociétés de financement fondé sur l'actif bénéficient de compétences particulières dans la gestion des biens qu'elles financent et connaissent le marché de la revente de ces biens. Cette connaissance leur permet d'éliminer l'incertitude relativement à la valeur de liquidation des éléments d'actif, une incertitude que les prêteurs traditionnels qui ne sont pas des spécialistes en la matière perçoivent comme un risque. Les prêteurs traditionnels, en leur qualité de généralistes plutôt que de spécialistes, sont moins en mesure d'utiliser le marché de la revente à la fin du bail ou en cas de défaut de paiement.

La forme la plus courante de financement fondé sur l'actif est le crédit-bail. Les entreprises offrant du financement fondé sur l'actif offrent aussi d'autres produits dont les prêts commerciaux garantis, l'affacturage, les hypothèques non résidentielles et les contrats de vente conditionnelle. Toutes les entreprises n'offrent cependant pas tous les services de financement en question.

Le secteur canadien du financement et du crédit-bail est composé d'un groupe diversifié d'entreprises<sup>42</sup>. Trois catégories revêtent un intérêt particulier. La première comprend les entreprises que l'on pourrait décrire comme des entreprises de financement fondé sur l'actif. Entre autres exemples de ces entreprises, mentionnons AT&T Capital Canada et les sociétés Commcorp Financial Services et Newcourt Credit Group qui ont récemment fusionné. Ces entreprises offrent un large éventail de méthodes de financement qui comprend, entre autres choses, la location-acquisition et la location-exploitation, les prêts à terme et les contrats de vente conditionnelle. Le segment du financement et du crédit-bail est celui dont la croissance est la plus rapide grâce à la demande et à une série récente d'acquisitions et de fusions dans ce secteur.

L'expression « société de financement captive de fabricant » est celle qui décrit le mieux la deuxième catégorie d'entreprises. Ce sont notamment Bombardier Finance Inc., Pitney Bowes Leasing, OE Financial Services Inc., etc. Habituellement, ces entreprises se spécialisent dans le financement des produits de leur société mère et, par conséquent, elles tendent à ne financer que ce genre d'équipement.

La troisième grande catégorie d'entreprises de ce genre comprend les filiales de financement et de crédit-bail des grandes institutions financières. Ce sont notamment la Royal Bank Leasing et la division de crédit-bail de la Banque de Nouvelle-Écosse. Ces entreprises ont un spectre d'activités de crédit-bail plus large que les sociétés de financement captives.

Parmi les autres catégories d'entreprises appartenant au secteur du financement et du crédit-bail, mentionnons :

- les sociétés de financement des fabricants d'automobiles (par exemple, Crédit Chrysler Canada Ltée., etc.);
- les bailleurs de véhicules (par exemple, Jim Pattison Lease, Sako Auto Leasing, etc.);
- les courtiers ou les agents (par exemple, Consolidated Leasing, Lease West Financial Corporation);
- les concessionnaires de distributeurs comme Telecom Leasing Canada.

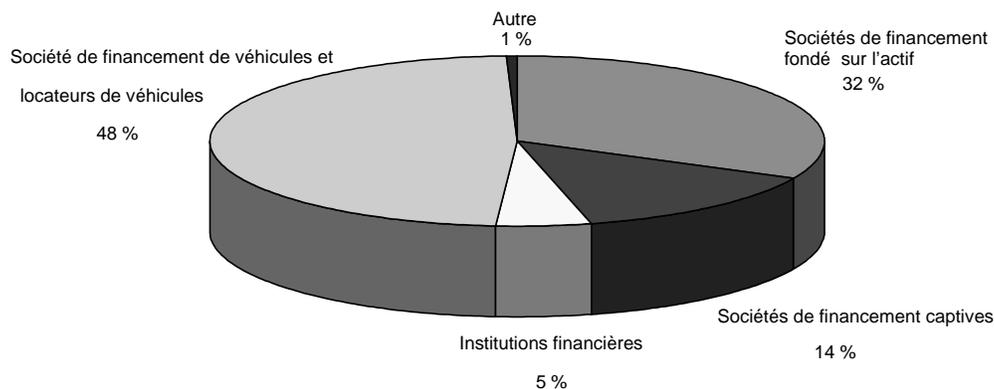
---

<sup>42</sup> On peut se procurer un examen détaillé des activités du secteur canadien du financement fondé sur l'actif et du crédit-bail qui est mis à jour tous les ans. Voir Mary McDonough Research Associates (1996). L'Association canadienne de Financement et de Location compte plus de 100 entreprises membres et selon le Conference Board du Canada, les membres de cette association génèrent 80 % du financement fondé sur l'actif au Canada (Conner, 1995).

On trouvera dans les tableaux qui suivent une répartition des entreprises de financement et de crédit-bail en fonction de la catégorie à laquelle ils appartiennent. Au graphique 2, on trouvera une répartition des entreprises de ce secteur en fonction de l'actif total géré par les différentes catégories d'entreprises.

### Graphique 2

**Secteur canadien du financement et du crédit-bail : actif financier total**  
(Source : sondage annuel sur le financement fondé sur l'actif et le crédit-bail 1995, ACFL)



L'augmentation de la présence sur le marché de ce secteur témoigne de sa croissance. En 1992, les entreprises canadiennes ne finançaient que 11 % de leur actif au moyen des méthodes de financement fondé sur l'actif et du crédit-bail. En 1995, l'ACFL estimait que son taux de pénétration du marché se situait à 15,9 %. Cette augmentation est en partie attribuable à la demande croissante de produits comme les ordinateurs et les systèmes de communication. Toutefois, cette croissance dénote également une présence plus marquée des sociétés de ce secteur dans le financement offert par les fournisseurs et les autres arrangements de crédit aux points de vente<sup>43</sup>.

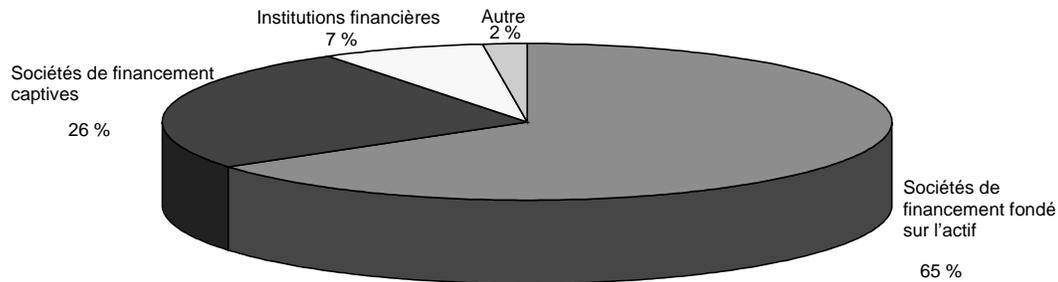
Le graphique 3 illustre une ventilation de l'augmentation du chiffre d'affaires de ce secteur d'activité en 1995. Contrairement au graphique 2, ce graphique se limite aux trois catégories d'entreprises qui revêtent un intérêt dans le cadre de la présente étude.

<sup>43</sup> Le financement par le fournisseur se dit des contrats en vertu desquels une société de financement fondé sur l'actif agit comme bailleur au nom d'un fournisseur d'équipement.

### Graphique 3

#### Le secteur canadien du financement fondé sur l'actif et du crédit-bail : Affaires nouvelles réalisées, 1995

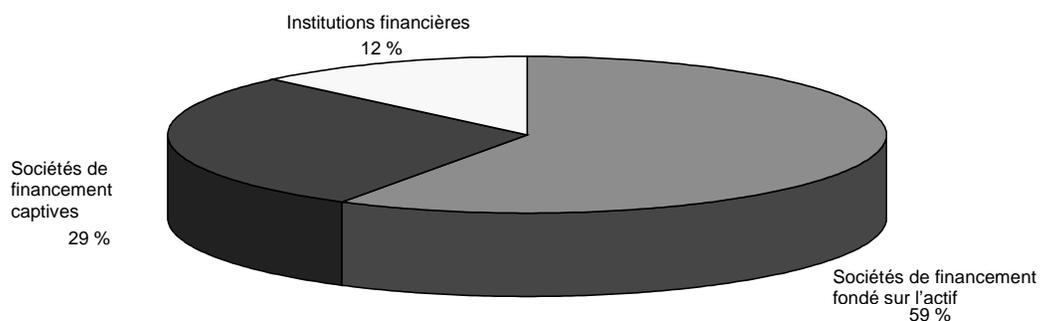
(Source : Sondage annuel, sur le financement fondé sur l'actif et le crédit-bail 1995, ACFL)



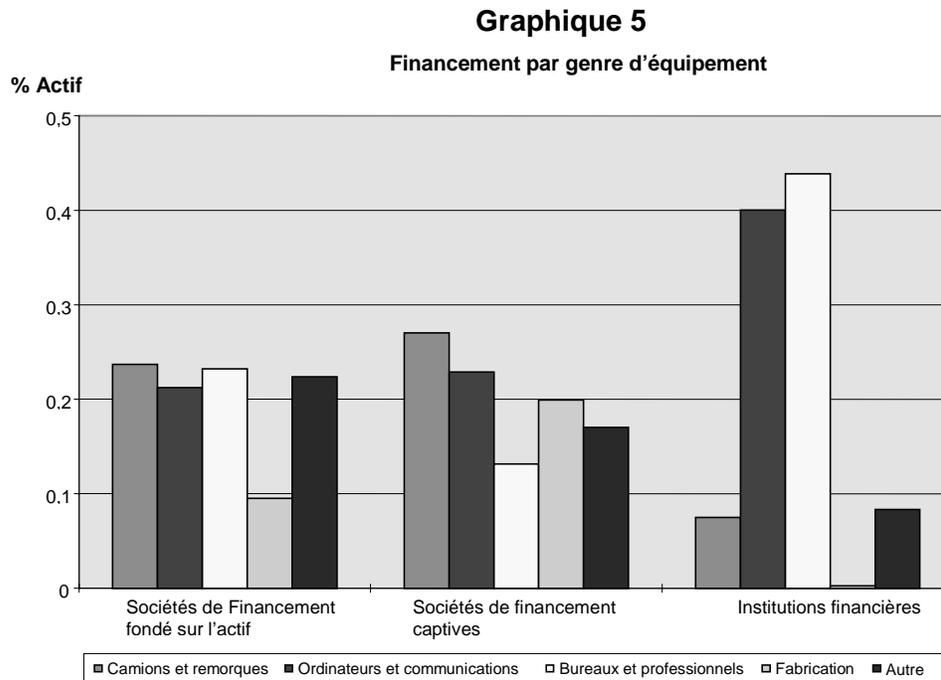
Dans le graphique 4, les nouvelles affaires réalisées auprès de PME sont ventilées entre les trois catégories de sociétés de financement revêtant un intérêt particulier aux fins de la présente étude. Il se dégage clairement de ce graphique que les sociétés de financement fondé sur l'actif dominent dans le segment du marché des PME. Toutefois, ces trois catégories d'entreprises semblent toutes actives dans une catégorie précise d'équipement.

### Graphique 4

#### Ventilation estimative des nouvelles affaires de financement fondé sur l'actif réalisées auprès des PME



Le graphique 5 donne une ventilation des portefeuilles des entreprises de location par catégorie d'éléments d'actif loués.



Source : Financement fondé sur l'actif et le crédit-bail 1995, ACFL

Il se dégage clairement de ce graphique que les trois catégories d'entreprises concentrent leurs activités de financement sur trois genres d'équipement :

- le mobilier de bureau et l'équipement professionnel (médecins, dentistes);
- les camions et remorques;
- les ordinateurs et le matériel de communication.

Ces catégories d'équipement sont celles pour lesquelles il existe un marché de revente actif favorable à la spécialisation qui caractérise ce secteur d'activité. Le tableau 6 donne une estimation de la répartition des nouvelles affaires réalisées en 1995 par les trois principales catégories de sociétés de financement fondé sur l'actif pour les six catégories d'équipement le plus souvent loué par les PME.

**Tableau 6 : Estimation du financement par catégorie d'équipement****(en millions de dollars) Source : Mary McDonough Research Associates (1996)**

<i>Catégorie d'équipement</i>	<i>Sociétés de financement fondé sur l'actif</i>	<i>Institutions financières</i>	<i>Sociétés de financement captives</i>	<i>Totaux</i>
<i>Informatique</i>	1 348	165	1 360	<b>2 873</b>
<i>Construction</i>	297	34	196	<b>527</b>
<i>Équipement de bureau et équipement professionnel</i>	1 948	37	1 514	<b>3 499</b>
<i>Camions et remorques</i>	1 927	277	255	<b>2 459</b>
<i>Véhicules</i>	496	60	64	<b>620</b>
<i>Matériel d'imprimerie</i>	397	30		<b>427</b>
<b>Totaux</b>	<b>6 413</b>	<b>603</b>	<b>3 389</b>	<b>10 405</b>

### Formes de financement fondé sur l'actif

Peu importe le genre d'équipement acquis ou la nature de la transaction de crédit-bail, tous les contrats de crédit-bail appartiennent à l'une ou l'autre de deux catégories : la location-exploitation ou la location-acquisition<sup>44</sup>. L'Institut canadien des comptables agréés qualifie de « bail » un contrat de *location-acquisition* si celui-ci satisfait à l'une ou l'autre des conditions suivantes :

- il existe une certitude raisonnable que le locataire deviendra propriétaire de l'élément d'actif à la fin du bail;
- la durée du bail est supérieure à 75 % de la durée de vie utile de l'équipement;
- la valeur actuelle de la totalité des versements représente plus de 90 % du coût initial de l'équipement.

S'il n'y a aucune assurance raisonnable que le locataire deviendra propriétaire de l'équipement à la fin du bail et si les deux autres conditions ne s'appliquent pas, le bail est un contrat de location-exploitation. En bref, le financement de l'acquisition d'un bien au moyen d'un contrat

<sup>44</sup> Selon McDonough Research Associates (1996), la location-acquisition représentait 42 % des contrats conclus par les sociétés de financement fondé sur l'actif, 53 % dans le cas des sociétés de financement captives et 81 % dans le cas des institutions financières. De plus, McDonough Research Associates estime que 52 % des transactions se situent dans la catégorie des « petites à moyennes transactions », soit des transactions de moins de 100 000 \$. Dans ce segment, on estime que la valeur des nouvelles affaires réalisées avec des PME par ces sociétés financières spécialisées dans le secteur de la location-acquisition s'est élevée à 2,16 milliards de dollars en 1995.

de location-acquisition ou au moyen d'un prêt à terme sont deux opérations pratiquement impossibles à distinguer l'une de l'autre.

### ***Contrat de location-acquisition***

Le contrat de location-acquisition permet habituellement d'étaler le financement de l'équipement sur toute sa durée de vie utile. Le locataire ne peut habituellement résilier le bail. Par conséquent, les contrats de location-acquisition sont également désignés par l'expression « bail à paiement intégral » parce que le bailleur structure le contrat de manière à récupérer intégralement le coût initial de l'équipement, plus un bénéfice raisonnable et les frais généraux engagés. Pour l'essentiel, tous les droits et avantages liés à la propriété du matériel échoient au locataire.

Dans le cadre d'un contrat de location-acquisition, le risque assumé par la société de crédit-bail est avant tout un risque de crédit, soit le risque que le locataire n'effectuera pas les versements prévus dans le contrat ou ne sera pas en mesure de les effectuer. Si le locataire ne respecte pas ses obligations, le bailleur reprend possession de l'élément d'actif loué et le revend. Par conséquent, plusieurs bailleurs se spécialisent dans une catégorie précise d'équipement. Ils deviennent ainsi des experts pour établir la valeur marchande de l'équipement loué et sont en mesure de le revendre au meilleur prix possible.

Une des variantes courantes du contrat de location-acquisition est le « bail à terme différé ». En vertu d'un contrat de ce genre, le preneur a la possibilité d'acheter l'élément d'actif loué après un nombre donné de versements à un prix d'option donné. Le but d'un bail à terme différé consiste à s'assurer que le bailleur concrétisera dans son intégralité le rendement prévu même si le preneur décide de ne pas acheter le matériel à l'échéance du bail. Le prix est fixé de telle manière que le total des versements prévus au bail à ce moment plus le prix de l'option génèrent le rendement total requis. Si le preneur n'exerce pas l'option, le terme du bail est « différé » pour un certain nombre de périodes additionnelles de telle sorte que la valeur des paiements additionnels est équivalente au prix de l'option. À la fin de la période ainsi prolongée, le preneur peut acheter l'élément d'actif à sa valeur marchande ou le rendre au bailleur.

### ***Contrat de location-exploitation***

En vertu d'un contrat de location-exploitation, l'équipement visé n'est financé que pour une partie de sa vie utile. Les contrats de location-exploitation sont ceux dont la durée est habituellement inférieure à 75 % de la durée de vie utile de l'équipement et en vertu desquels la valeur actuelle des versements est inférieure à 90 % du coût initial de l'équipement.

En vertu d'un contrat de location-exploitation, le bailleur assume le risque de crédit et doit aussi s'accommoder de l'incertitude liée à la valeur marchande du matériel usagé. Les bailleurs gèrent le risque de crédit de la même manière que dans le cas des contrats de location-acquisition : en enquêtant avec soin sur la solvabilité des clients éventuels. Les bailleurs gèrent le risque lié à l'équipement de deux manières. Premièrement, les contrats de location-exploitation sont habituellement offerts uniquement pour des biens possédant une valeur de revente sûre, comme des automobiles. Deuxièmement, les sociétés de crédit-bail se spécialisent souvent dans une

catégorie donnée d'équipement, devenant de ce fait des experts du marché de la revente pour ce genre d'équipement.

### ***Traitement fiscal des contrats de crédit-bail***

Aux fins de l'impôt, les versements effectués dans le cadre d'un bail sont des dépenses déductibles pour le preneur. En sa qualité de propriétaire de l'élément d'actif, le bailleur peut réclamer la déduction pour amortissement (DPA). Toutefois, en présence de l'un ou l'autre des critères mentionnés ci-dessous, Revenu Canada considérera le contrat de crédit-bail comme une simple vente :

- le titre de propriété sur le matériel est automatiquement transféré à l'utilisateur à l'échéance du bail;
- le preneur est tenu d'acheter l'élément d'actif à l'échéance du bail;
- le preneur a l'option, pendant la durée du bail ou à son échéance, de procéder à l'acquisition de l'élément d'actif à des conditions que toute personne raisonnable accepterait.

Si l'une ou l'autre des conditions qui précèdent s'applique, la location par crédit-bail constitue une vente aux fins de l'impôt et l'utilisateur de l'élément d'actif réclame la DPA, mais ne peut déduire les versements effectués.

Il est important de signaler que le traitement fiscal de certaines catégories d'équipement peut être différent selon qu'il est acheté par un bailleur ou par l'utilisateur. Par exemple, les ensembles tracteurs-remorques sont souvent par leur utilisateurs. Pour les bailleurs de ces ensembles, la DPA se fait à un taux de 30 %. Pourtant, si l'utilisateur achète lui-même un tel ensemble, la DPA applicable est de 40 %. Cette anomalie fiscale, qui touche plusieurs catégories d'éléments d'actif, favorise le financement par emprunt des éléments d'actif en question, biais qu'il conviendrait de réexaminer.

### ***Autres formes de financement fondé sur l'actif***

Outre le crédit-bail, les sociétés de financement fondé sur l'actif offrent aussi des prêts commerciaux garantis, des hypothèques non résidentielles, des contrats de vente conditionnelle et des services d'affacturage.

#### **Prêts commerciaux garantis**

Bien que les banques soient les principaux fournisseurs de prêts à terme, les sociétés de financement fondé sur l'actif offrent aussi ce genre de prêt. Habituellement, le bien acheté au moyen du prêt sert de garantie.

#### **Contrats de vente conditionnelle**

Un contrat de vente conditionnelle est une méthode de financement en vertu de laquelle le fournisseur de l'élément d'actif demeure le propriétaire légal de celui-ci jusqu'à ce que l'acheteur

l'ait payé en entier. Un contrat de vente conditionnelle est avantageux pour la société de financement. En effet, comme elle demeure propriétaire du bien acheté, dans l'éventualité où l'acheteur ne serait pas en mesure de terminer les paiements elle peut facilement en reprendre possession. Les contrats de vente conditionnelle sont donc particulièrement utiles lorsque le vendeur doute de la capacité de payer de l'acheteur.

### Hypothèques commerciales

Les hypothèques commerciales sont des prêts garantis par un bien immobilier que l'on désire acheter ou rénover. Elles sont habituellement d'une durée de un à cinq ans, mais la période d'amortissement peut aller jusqu'à 25 ans. Les taux d'intérêt sont habituellement fixes pendant la durée de l'hypothèque et se situent à l'intérieur de la fourchette de taux d'intérêt du moment. Les frais inhérents à la conclusion d'une hypothèque s'ajoutent aux frais d'intérêt, sans compter les frais initiaux ainsi que parfois des frais de gestion. Le versement de sommes à imputer au capital est habituellement restreint pendant la durée de l'hypothèque. Bien que les prêteurs spécialisés dans le financement fondé sur l'actif soient présents sur le marché des hypothèques commerciales, ce marché est dominé par les compagnies d'assurance-vie<sup>45</sup>.

### Le crédit-bail du point de vue des PME

Un contrat de crédit-bail est une convention entre le « bailleur », qui est propriétaire de l'élément d'actif et cède à un tiers le droit d'utiliser cet élément d'actif, et un « preneur », qui verse des paiements périodiques en contrepartie du droit d'utiliser cet élément d'actif. La convention prévoit une série de versements dont le montant est précisé et qui sont échelonnés au cours d'une période convenue. Le crédit-bail présente plusieurs avantages importants, particulièrement pour les petites et moyennes entreprises.

- Le crédit-bail permet aux entreprises d'utiliser un équipement sans avoir à engager de capitaux au moment de son acquisition. En principe, l'entreprise peut alors conserver ses capitaux dans son fonds de roulement ou les affecter à un autre poste.
- Les contrats de crédit-bail comportent souvent des clauses assez souples en ce qui concerne leur durée. Il n'y a habituellement pas de paiement initial à verser. Les gains à venir contrebalancent le coût de l'élément d'actif.
- Le crédit-bail comporte certains avantages fiscaux qui peuvent permettre au propriétaire de déduire le coût intégral des services de crédit-bail plutôt que de réclamer la déduction pour amortissement (DPA) sur la valeur de l'élément d'actif acheté.
- Les taux d'intérêt utilisés pour le calcul des versements sont habituellement des taux fixes. Comme elle connaît avec certitude les sommes qu'elle devra engager en vertu du contrat de crédit-bail, l'entreprise peut plus facilement planifier.

---

<sup>45</sup> Conner, C. (1995).

- Pour l'utilisateur, le contrat de crédit-bail réduit le risque de se retrouver avec du matériel désuet.

Le crédit-bail comporte aussi plusieurs inconvénients.

- L'entreprise n'est pas propriétaire de l'élément d'actif, ce qui par conséquent ampute la valeur de ses immobilisations.
- Le coût du financement par crédit-bail excède souvent celui d'un emprunt. Toutefois, les coûts fluctuent considérablement en fonction du genre d'élément d'actif acheté et des effets fiscaux du contrat de crédit-bail.

Les motifs qui poussent une entreprise à recourir au crédit-bail varient selon la situation de chacune. Pour la plupart des petites entreprises, les questions de trésorerie constituent souvent le facteur prédominant qui mène à cette décision<sup>46</sup>. Les contrats de crédit-bail permettent à ces entreprises d'acquérir des éléments d'actif qui, si elles recouraient à un emprunt, exigeraient d'elles qu'elles engagent des liquidités considérables. Dans d'autres cas, la commodité de ce mode de financement ou le risque de désuétude de l'équipement est un facteur primordial dans la décision. Certaines catégories d'équipement, comme l'équipement commercial ou l'équipement industriel lourd, les instruments médicaux et les ordinateurs se prêtent mieux au crédit-bail que d'autres.

Les conditions précises du contrat de crédit-bail varient en fonction du genre d'équipement. Les contrats de crédit-bail sont généralement d'une durée de trois à six ans. En termes purement financiers, le crédit-bail tend à coûter plus cher que l'emprunt bancaire après comptabilisation de tous les frais et coûts avant impôts. Le montant des versements à effectuer dans le cadre d'un contrat de crédit-bail peut toutefois convenir davantage à la situation du preneur. Le contrat de crédit-bail peut souvent être conclu au point de vente et n'exige aucun déboursement initial de capital.

### ***Obstacles juridiques et réglementaires***

Le Conference Board du Canada (1995) a répertorié quatre catégories d'obstacles à la croissance du financement par emprunt autre que bancaire qui ont trait à la fiscalité et à la titrisation.

#### **Obstacles ayant trait à la fiscalité**

Comme nous l'avons mentionné précédemment, le traitement fiscal des contrats de crédit-bail et des emprunts diffère en ce qui concerne la déduction pour amortissement. Les bailleurs de certaines catégories d'équipement ne peuvent réclamer la DPA à un taux aussi élevé que les utilisateurs de ce même équipement qui décideraient d'en faire l'acquisition au moyen d'un emprunt. Voilà un exemple clair de « politiques et de règlements qui créent un manque d'homogénéité entre les différents segments des marchés financiers ».

---

<sup>46</sup> Garety, V. (1995).

Un deuxième inconvénient lié à la fiscalité auquel sont confrontés les bailleurs a trait à l'impôt des grandes sociétés. Cet impôt s'applique aux entreprises dont les fonds propres excèdent dix millions de dollars. La plupart des sociétés de crédit-bail sont donc assujetties à cet impôt des grandes sociétés et par conséquent, les revenus issus des contrats de crédit-bail servent à payer cet impôt. Les PME qui choisissent d'acheter une pièce d'équipement équivalente ne sont pas assujetties à l'impôt des grandes sociétés. Bien que cette situation ne défavorise peut-être pas les bailleurs par rapport aux prêteurs, il reste que l'impôt des grandes sociétés procure un léger avantage aux PME qui achètent l'équipement plutôt que de le louer dans le cadre d'un contrat de crédit-bail.

### Obstacles ayant trait à la titrisation

Les sociétés de financement fondé sur l'actif sont des chefs de file dans le recours à la titrisation comme méthode de financement. Le Conference Board du Canada (1995) relève deux obstacles en ce qui concerne la titrisation :

1. Selon les normes comptables de l'ICCA, les transactions doivent être structurées en fonction d'une garantie maximale de 9,9 %, à défaut de quoi l'ICCA juge que la transaction est un prêt et l'élément d'actif en question doit continuer de figurer sur le bilan de l'entreprise. Cette situation fait en sorte que le bailleur-prêteur doit assumer le risque de défaut de paiement (jusqu'à concurrence du montant de la garantie). Selon le Conference Board, cette restriction limite l'expansion des produits de titrisation en y intégrant des portefeuilles de prêts plus risqués.
2. La règle du 10/50 restreint la participation des institutions financières relevant de la compétence fédérale au capital-actions de leurs filiales à moins de 10 % ou à plus de 50 %. Le Conference Board fait valoir que cette règle limite la marge de manœuvre dont pourraient bénéficier les prêteurs autres que bancaires pour lancer des entreprises conjointes avec ces institutions financières.

Il semble plutôt évident que la titrisation constitue un ajout important aux outils qui s'offrent à tous les fournisseurs de crédit, que le capital offert soit destiné à des PME, des particuliers ou des consommateurs. Grâce à la titrisation, les banques et autres institutions financières peuvent considérablement augmenter l'offre de capitaux. Cette situation ne peut que bénéficier aux petites entreprises à la recherche de financement.

## **Les PME et l'accès au capital : obstacles juridiques et réglementaires**

Dans la présente section, nous entendons passer en revue les sources de capital de démarrage où peuvent s'approvisionner les PME. Pour ce faire, nous avons établi trois catégories de sources de financement correspondant chacune à un segment du marché des capitaux : les sources de financement de démarrage, les marchés formel et informel du capital de risque et les émissions initiales d'actions. Nous constaterons que les obstacles réglementaires et juridiques sont très courants dans ces trois segments et découlent principalement des lois provinciales sur le

commerce des valeurs mobilières. D'entrée de jeu, nous devons reconnaître que le marché des capitaux propres relève pour sa plus grande partie de la compétence des provinces et que nombre des obstacles que nous avons répertoriés échappent donc au mandat du Groupe de travail. Dans la présente section, nous examinerons également l'efficacité des initiatives que les différents gouvernements ont lancé afin de tenter d'améliorer l'accès des PME au financement par actions.

## Capital de démarrage

### Financement des entreprises en démarrage

Deux études se sont penchées sur les besoins de financement des entreprises en démarrage. L'une d'elle, intitulée *Young Companies Study*, a été menée par le ministère du Développement économique et du Commerce de l'Ontario (1993). La deuxième est l'enquête annuelle effectuée par Thompson Lightstone & Company au nom de l'Association des banquiers canadiens (1996, 1997).

Selon l'étude menée par Thompson Lightstone, une ou plusieurs personnes avaient tenté de lancer une entreprise dans 9,3 % des ménages canadiens au cours de la période de douze mois ayant précédé l'enquête. De celles-là, environ 37 % n'avaient pas réussi à lancer leur entreprise au cours de l'année qui avait suivi. Selon l'étude (page 134), la plupart des nouvelles entreprises (74 %) ne sont pas adressées à une tierce partie pour obtenir du financement. De plus, sur l'ensemble des entreprises qui avaient cherché à obtenir du financement externe, « [TRADUCTION] il était tout aussi probable de trouver des nouvelles entreprises (31 %) ayant demandé du financement d'une institution financière au cours de l'année écoulée que d'autres PME (32 %) » (page 131). Les prêts demandés par les nouvelles entreprises étaient cependant moins importants (84 % de ces entreprises souhaitaient emprunter moins de 50 000 \$) que les prêts demandés par les PME en général. L'étude a également confirmé que « [TRADUCTION] le taux de refus des prêts pour les entreprises en démarrage est plus élevé (41 %) que pour les PME en général (13 %) ». Ce taux élevé de refus est conforme aux conclusions de l'étude Riding et Haines (1994) dans laquelle les auteurs en étaient venus à la conclusion que les nouvelles entreprises représentaient une très petite minorité au sein des emprunteurs commerciaux des banques (moins de 5 %).

Le ministère du Développement économique et du Commerce de l'Ontario (1993) a aussi étudié les arrangements financiers conclus par les nouvelles entreprises ontariennes. L'investissement de démarrage moyen se situait à environ 75 000 \$ et les besoins de capital de démarrage de la plupart des nouvelles entreprises étaient donc modestes. Confirmant les résultats de l'enquête Thompson Lightstone, cette étude indique que les deux tiers (68 %) des répondants n'avaient pas demandé de capital additionnel à des sources externes et que 47 % des entreprises en démarrage avaient eu besoin de moins de 50 000 \$. Des propriétaires de nouvelles entreprises qui ont eu recours à des capitaux extérieurs, 53 % les ont obtenus d'une banque ou d'une institution financière. Les autres entreprises ont obtenu le financement additionnel nécessaire d'investisseurs privés dans 19 % des cas, et 18 % des entreprises ont obtenu les capitaux nécessaires d'amis ou de parents des propriétaires.

Ces études sur les entreprises en démarrage ont permis d'établir une liste de plusieurs sources de capitaux auxquelles ont souvent recours les nouvelles entreprises : capitaux personnels du propriétaire, prêts contractés auprès d'une institution financière, et fonds investis par des membres de la famille et des amis. Il convient de s'attarder sur ces sources de financement.

### ***Capital personnel, carte de crédit et prêts provenant d'institutions financières***

Parmi les éléments évidents des capitaux personnels appartenant au propriétaire d'une entreprise, mentionnons ses économies et autres éléments d'actif accumulés. Toutefois, il est plus étonnant de constater que les propriétaires de nouvelles entreprises ont obtenu des capitaux en contractant des dettes garanties par leurs éléments d'actif personnels et en utilisant des cartes de crédit. Il arrive que les propriétaires d'entreprises considèrent les prêts garantis par leurs éléments d'actif comme du financement par capitaux propres! Par exemple, le propriétaire d'entreprise qui hypothèque le domicile familial pour réunir les capitaux de démarrage nécessaires à son entreprise peut considérer qu'il ne fait qu'utiliser la valeur nette accumulée sur sa maison. Les recherches effectuées n'ont pas permis d'établir dans quelle mesure les prêts garantis par des éléments d'actif personnels procurent aux propriétaires d'entreprises en démarrage le financement dont ils ont besoin.

Nous avons étudié le financement par emprunt avec plus de détails dans la section précédente de la présente étude. Toutefois, les prêts à terme formels ou les facilités de crédit d'exploitation offertes par les institutions prêteuses posent un problème particulier en ce qui concerne les entreprises en démarrage. Comme nous l'avons mentionné précédemment, selon l'étude Thompson Lightstone (1997), le taux de refus des prêts aux entreprises en démarrage se situe à 41 %. De plus, des nouvelles entreprises qui avaient besoin de capitaux extérieurs pour financer leur démarrage, 11 % n'ont jamais sollicité une institution financière de crainte d'essuyer un refus (Thompson Lightstone, 1997, page 134). Une autre tranche de 9 % des entreprises en démarrage ne souhaitaient pas se financer par emprunt ou estimaient que les « tracasseries administratives » seraient trop contraignantes (Thompson Lightstone, 1997, page 134).

D'autres éléments probants confirment que les banques évitent de prêter aux entreprises en démarrage. Wynant et Hatch (1991, page 67) ont examiné les détails de plus de 1 500 dossiers de prêts bancaires et ont découvert que moins de 10 % de ces prêts avaient été accordés à des entreprises comptant moins d'une année d'existence. Riding et Haines (1994) ont étudié presque 1 400 dossiers de prêts bancaires et ont découvert que moins de 5 % des emprunteurs dont les prêts n'étaient pas garantis par la LPPE étaient des entreprises comptant moins d'une année d'existence<sup>47</sup>. Le crédit-bail et les autres formules de financement fondé sur l'actif constituent une solution de remplacement à l'emprunt traditionnel.

Le recours à une carte de crédit comme méthode de financement constitue une autre variante. À cet égard, selon l'étude Thompson Lightstone (1997, page 35) 54 % de toutes les PME :

---

<sup>47</sup> Pour les entreprises qui cherchent à financer la construction d'un établissement ou de l'équipement, toutefois, les garanties de prêt offertes par la LPPE rassurent les institutions prêteuses, ce qui fait en sorte que lorsque le prêt est admissible à ce programme, les banques se montrent plus souples.

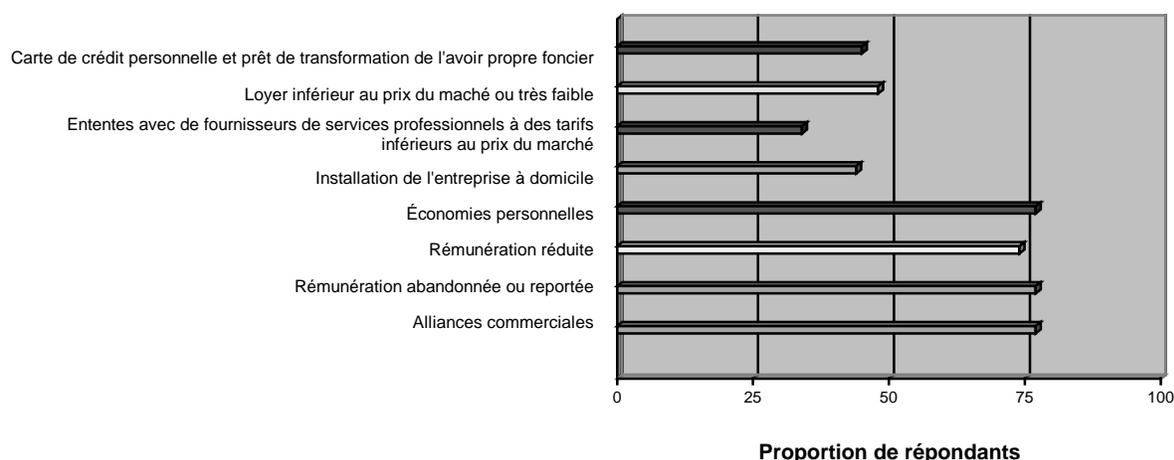
« [TRADUCTION] ...se servent d'une carte de crédit personnelle (41 %) ou d'affaires (24 %) pour financer leur exploitation. Parmi ces entreprises, (...) 71 % affirment régler la totalité du solde de leur compte de carte de crédit chaque mois. »

La plupart des répondants ont expliqué le recours à une carte de crédit par la commodité de cet outil financier. Toutefois, une proportion significative d'entreprises en ont besoin pour leur financement à court terme (15 %), pour obtenir du financement supplémentaire (4 %) ou parce que la carte de crédit est la seule méthode de financement à laquelle elles ont accès (3 %). C'est donc dire que presque une entreprise sur quatre finance en partie son exploitation au moyen de cartes de crédit (méthode onéreuse) non pas par choix, mais par nécessité. L'étude n'a pas établi si les entreprises en démarrage comptaient plus ou moins que les PME sur le financement par carte de crédit.

### **Capital-risque convivial**

MacIntosh (1994a, page 57) affirme que « [TRADUCTION] L'immense majorité des entreprises en démarrage dont les besoins de financement sont inférieurs à un million de dollars obtiennent les capitaux requis de sources de capital-risque conviviales (soit de l'argent qui vient des poches de l'entrepreneur, des membres de la famille, d'amis et de voisins) ». Malgré l'importance de cette source de capital, il semble que celle-ci n'ait fait l'objet d'aucune recherche publiée à ce jour au Canada. Des travaux récents menés par Freear, Sohl et Wetzel (1995) sont venus décrire certains aspects de la place qu'occupe le capital-risque convivial comme source de « financement d'amorçage ». Les auteurs de cette étude ont établi la fréquence à laquelle un échantillon de petites entreprises du secteur du logiciel avaient utilisé plusieurs des méthodes de financement décrites précédemment. Ils en sont venus à la conclusion qu'il existait une forme particulièrement importante de capital-risque convivial : la réduction ou l'abandon de la rémunération provenant de l'employeur du propriétaire de l'entreprise et les alliances avec les fournisseurs. Le graphique 6 illustre des données venant de l'étude de Freear et coll. pour illustrer la mesure dans laquelle les entreprises ont utilisé différentes méthodes de financement de démarrage.

**Graphique 6 :**  
**Sources de financement de lancement**



Il semble qu'aucun chercheur n'ait publié de travaux concernant l'utilisation du capital-risque convivial au Canada et les conditions auxquelles ce capital-risque est obtenu. Plus particulièrement, il ne semble pas exister de recherche sur l'utilisation de méthodes de financement de démarrage (voire de financement continu) comme le report ou l'abandon de la rémunération de l'exploitation. Il est permis de penser que le recours à ce genre de financement par les employés peut avoir des conséquences en vertu de la réglementation du marché du travail, de la réglementation sur la faillite et l'insolvabilité et, éventuellement, en vertu des lois sur le commerce des valeurs mobilières.

### ***Obstacles juridiques et réglementaires***

MacIntosh (1994a) a répertorié plusieurs questions d'ordre juridique et réglementaire liées à l'utilisation du capital-risque convivial sous ses différentes formes. Il affirme (page 59) que « [TRADUCTION] Des données non scientifiques permettent de croire que la plupart des investissements de capital-risque convivial sont effectués en infraction aux lois régissant le commerce des valeurs mobilières. » En Ontario<sup>48</sup>, par exemple, les investissements en capital-risque convivial ne seraient admissibles ni à la dispense accordée aux émissions de moins de 150 000 \$, ni à la dispense des « sociétés fermées » ni non plus à la dispense des capitaux d'amorçage. MacIntosh fait aussi valoir que la nature illégale de la plupart des investissements en capital-risque convivial place les entrepreneurs dans (page 59) « une position difficile ». En effet, en se conformant à la loi, il leur serait pratiquement impossible de réunir les capitaux nécessaires pour lancer l'entreprise. Pourtant, en agissant en marge de la loi, l'entrepreneur assume des risques juridiques importants dont la possibilité que les investisseurs soient en mesure « d'invoquer l'illégalité de leur investissement pour se désengager » (page 59)<sup>49</sup>.

## **Capital-risque informel**

Lorsque l'entreprise a survécu à la phase de démarrage, les deux principales sources de capitaux propres additionnelles auxquelles elle peut avoir recours sont les investisseurs informels et les sociétés d'investissement en capital de risque. Ces sources sont complémentaires. Les investisseurs informels, également désignés par l'expression « bailleurs de fonds », sont des personnes qui investissent leurs capitaux personnels directement dans des entreprises appartenant à des tiers. Les sociétés d'investissement en capital de risque sont en règle générale des institutions qui réunissent des capitaux provenant de personnes particulièrement prospères, d'institutions financières, de fonds communs de placement et de caisses de retraite ou en

---

<sup>48</sup> Les lois régissant le commerce des valeurs mobilières dans les autres provinces sont de manière générale similaires aux lois ontariennes, même si elles peuvent à l'occasion être différentes sur plusieurs aspects importants. Par exemple, les lois des autres provinces et territoires prévoient toutes une dispense de publier le prospectus similaire à celle prévue dans la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario, même si le plafond fixé peut être différent du plafond de 150 000 \$ stipulé dans la loi ontarienne.

<sup>49</sup> MacIntosh (1994a, page 59), reconnaissant que les entrepreneurs continueront à avoir recours au capital-risque convivial, recommande une réforme des lois régissant le commerce des valeurs mobilières afin de dispenser les émissions d'actions jusqu'à concurrence d'une valeur d'un million de dollars au cours d'une année donnée et afin d'y inclure des exigences de divulgation de l'information réduites dans le cas des petites émissions.

sollicitant le public. En règle générale, les investisseurs informels investissent des sommes relativement peu importantes (de 10 000 \$ à 500 000 \$) dans les entreprises en démarrage. Les sociétés en capital de risque investissent habituellement des sommes plus importantes (supérieures à un million de dollars) dans les entreprises à un stade de développement plus avancé.

### ***Le marché informel des capitaux de risque<sup>50</sup>***

Bien que pratiquement jamais mentionnés dans les médias et dans la littérature, les investissements informels représentent la source extérieure de capitaux la plus importante, la plus ancienne et la plus fréquemment utilisée par les petites entreprises<sup>51</sup>. Collectivement, les investisseurs informels représentent une masse considérable de capitaux qui sont destinés principalement aux entreprises en démarrage. DalCin et coll. (1993) ont estimé que chaque année les investissements informels se chiffrent de 200 à 400 millions de dollars au Canada, et que la plus grande partie de cette somme est investie dans des entreprises en démarrage. Riding et Short (1988) en étaient arrivés à des estimations similaires et avaient conclu que parmi les personnes qui signalent avoir à leur disposition les moyens généralement associés à un « bailleur de fonds », moins de 5 % – soit 1 sur 20 – sont des investisseurs informels actifs. Ainsi, il se peut que le marché des investissements informels soit dans une large mesure sous-utilisé. Cette conclusion souligne la nécessité d'établir quels sont les obstacles qui limitent la croissance de ce genre d'investissements informels. Certains d'entre eux sont sûrement juridiques et réglementaires.

#### Rôle des investisseurs informels

Les investisseurs informels jouent un rôle important dans le financement des entreprises au Canada ainsi que dans les autres économies développées. Le profil de ces personnes est uniforme d'un pays à l'autre.

#### Profil de l'investisseur informel

- L'investisseur informel typique :
- a déjà investi dans une petite entreprise;
- est âgé d'environ 50 ans;
- est un homme;

---

<sup>50</sup> La plus grande partie des données utilisées dans la présente section sont tirées de l'étude de DalCin (1993) et de ses collaborateurs.

<sup>51</sup> Un sondage effectué par le CCMTP (1995) signale que deux fois plus d'entreprises comptent sur les investissements provenant de « bailleurs de fonds », à un stade ou à un autre de leur développement, que sur toute autre source extérieure de capitaux, y compris les sociétés d'investissement en capital de risque.

- possède un revenu élevé et est à l'aise financièrement<sup>52</sup>;
- est un investisseur en fin de carrière;
- possède un niveau de scolarité élevé<sup>53</sup>;
- a connu du succès comme entrepreneur et est en quête de nouvelles réussites;
- est disposé à investir dans des entreprises de toutes tailles et de tous les secteurs.

La plupart des « bailleurs de fonds » investissent dans des entreprises se trouvant à proximité de leur domicile ou de leur bureau. Par conséquent, ils connaissent habituellement bien la nature de l'industrie locale. L'investissement moyen réalisé par les bailleurs de fonds canadiens est légèrement supérieur à 100 000 \$. Toutefois, il est fréquent que ces bailleurs de fonds procèdent à des investissements aussi peu élevés que 10 000 \$. Pour profiter des occasions d'investissement exigeant des mises de fonds plus considérables, il arrive souvent que plusieurs bailleurs de fonds mettent leurs ressources financières en commun. Un groupe d'investisseurs informels peut ainsi investir des sommes plus importantes, souvent de l'ordre de 500 000 \$. Cette manière de faire permet aussi de partager les risques. Les bailleurs de fonds (et les propriétaires de l'entreprise) profitent aussi de ce regroupement pour acquérir des connaissances auprès des autres membres du groupe et pour se constituer un réseau de contacts.

Sur 20 possibilités d'investissement qui leur sont proposées, les investisseurs informels en rejettent 19. Ils prévoient en moyenne conserver leur investissement entre cinq et huit ans et espèrent en tirer un rendement après impôt équivalent à un taux de rendement annuel de 30 % à 40 %. Ces attentes en matière de rendement indiquent bien que ces investisseurs sont parfaitement au courant du risque qu'ils assument. Compte tenu de ce facteur de risque élevé, les bailleurs de fonds préfèrent habituellement investir dans des entreprises actives dans des secteurs où ils possèdent de l'expérience. Le plus souvent, lorsqu'ils rejettent une proposition qui leur est faite, c'est parce qu'ils ont le sentiment que l'entrepreneur candidat ne possède pas les aptitudes nécessaires en gestion pour assurer la croissance de l'entreprise. Par contre, lorsqu'ils décident d'investir, les bailleurs de fonds et les regroupements de bailleurs de fonds sont en mesure d'offrir aux nouvelles entreprises du financement, des services de mentorat, des contacts et d'autres formes de ressources.

Outre les particuliers, certaines grandes entreprises offrent aussi un soutien financier et logistique à de nouvelles entreprises. Le phénomène des sociétés « bailleurs de fonds » est en pleine croissance au Canada. Dans le passé, l'employé d'une grande entreprise créateur d'une innovation devait habituellement quitter son emploi s'il souhaitait commercialiser lui-même sa création. Plus souvent qu'autrement, aujourd'hui, les employeurs ont constaté qu'en contribuant à la commercialisation de ces idées novatrices, ils sont en mesure de conserver sinon l'employé,

---

<sup>52</sup> Ces personnes déclarent un revenu annuel qui est en moyenne supérieur à 150 000 \$ et leur valeur nette personnelle est supérieure à un million de dollars.

<sup>53</sup> La plupart des investisseurs informels sont des diplômés universitaires et une proportion élevée d'entre eux possèdent des diplômes de deuxième et de troisième cycles.

à tout le moins, le fruit de sa créativité. Les employés capables d'innovation n'ont pas ainsi à disperser leurs efforts à la recherche de soutien logistique ou financier. L'appui de ces sociétés « bailleurs de fonds » multiplie de manière spectaculaire les possibilités d'une commercialisation réussie<sup>54</sup>.

En bref, les recherches effectuées démontrent que la plupart des investisseurs informels de capitaux de risque possèdent une expérience significative dans le fonctionnement des petites entreprises, qu'ils sont des personnes possédant un niveau de scolarité élevé et des compétences sûres. Ils n'hésitent pas à investir dans des entreprises technologiques. Les tendances de ce type d'investissement témoignent que ces investisseurs sont en règle générale capables de discernement, car ils rejettent la grande majorité des propositions qui leur sont faites. Les investisseurs informels connaissent habituellement bien les secteurs dans lesquels ils investissent et ils diffusent ces connaissances en se regroupant avec d'autres investisseurs. Ils sont donc habituellement en mesure de procéder à des contrôles préalables avant d'investir. Ils constituent une source importante de capitaux d'amorçage, une source dont les gouvernements tiennent de plus en plus compte.

### ***Initiatives gouvernementales***

Les gouvernements à tous les paliers reconnaissent de manière croissante l'importance du capital-risque informel. La fragmentation est cependant un des problèmes qui afflige ce marché. Il n'existe aucun lieu de rencontre où les entrepreneurs et les investisseurs pourraient se rencontrer. Le marché fonctionne actuellement grâce à la création de réseaux par certains professionnels, dont des avocats et des comptables. Tous les paliers de gouvernement y sont allés de leurs efforts afin d'améliorer la situation.

Au niveau communautaire, plusieurs municipalités ont mis sur pied des services visant à favoriser le rapprochement entre les entrepreneurs et les investisseurs. Ces bureaux offrent aussi des conseils sur l'élaboration d'un plan d'affaires et présentent, lorsque la situation le justifie, des entrepreneurs à des investisseurs éventuels<sup>55</sup>. Au niveau provincial, les efforts déployés en vue de regrouper les investisseurs de capital-risque informel consistent à créer de nouveaux instruments de regroupement des investissements communautaires<sup>56</sup>. Au Canada, le REPIC (Réseau de

---

<sup>54</sup> Par exemple, Newbridge Networks possède un dossier remarquable en ce qui concerne l'appui que l'entreprise accorde aux initiatives novatrices. La plupart de ces initiatives sont le fait de personnes particulièrement créatives travaillant pour Newbridge, mais qui se sont lancées – avec le soutien financier et autre de Newbridge – dans la création d'une entité commerciale distincte.

<sup>55</sup> Par exemple, la Société d'expansion économique Ottawa-Carleton (SEEOC) compte, depuis plusieurs années, un bureau dont la tâche consiste à établir des liens entre les entreprises et les sources informelles de capitaux. Les employés de ce bureau entretiennent des relations de travail avec les investisseurs et travaillent avec les entreprises en gestation afin de les aider à se préparer aux réalités du marché. Lorsqu'elles deviennent admissibles, les entreprises figurent sur une liste publiée de manière périodique et les employés présentent les dirigeants de ces entreprises à des investisseurs éventuels. En 1995, ce projet a permis à des entreprises en démarrage de la région d'Ottawa de trouver des capitaux d'amorçage totalisant environ cinq millions de dollars.

<sup>56</sup> Par exemple, le gouvernement ontarien a récemment lancé le Fonds d'investissement communautaire pour petites entreprises et encourage les universités et municipalités à faire preuve de plus de proactivité dans la mise en commun des capitaux informels.

possibilités d'investissements au Canada) a été le fruit de la première tentative nationale en vue d'appuyer les efforts du marché des investissements informels. Plusieurs gouvernements de tous les paliers ainsi que le secteur privé ont appuyé financièrement ce programme. Toutefois, il n'est jamais parvenu à l'autonomie.

Riding et Blatt (1995) se sont penchés sur l'échec du REPIC. Entre autres motifs, ils ont découvert que le concept national assisté par ordinateur du REPIC ne correspondait pas véritablement à la nature locale et personnalisée du marché des investissements informels. Conformément à ses propres états financiers, le REPIC a été incapable d'attirer un nombre suffisant d'investisseurs pour lui permettre de fonctionner efficacement. Les lois régissant le commerce des valeurs mobilières ne lui ont cependant pas été d'un grand secours. Comme nous l'avons constaté en ce qui concerne le capital-risque convivial, les entreprises qui cherchent à vendre des participations à des investisseurs informels doivent se conformer aux lois régissant le commerce des valeurs mobilières. Les investisseurs informels injectent habituellement des sommes de moins de 150 000 \$ dans les entreprises de leur choix et ils ne seraient donc pas admissibles à la dispense au titre des placements privés. De plus, comme MacIntosh (1994a, page 59) le signale, la dispense des sociétés fermées n'est pas offerte aux investisseurs sans lien de dépendance avec l'entreprise et la dispense pour capitaux d'amorçage exige la rédaction, onéreuse, d'une notice d'offre. C'est donc dire que les coûts liés au respect de la loi sont élevés.

Mason et Harrison (1995) ont étudié la mise en œuvre de tout un éventail de mesures visant à rapprocher les investisseurs informels et les entrepreneurs. Leur analyse a permis d'établir que les mesures ayant connu du succès possédaient toutes les attributs suivants :

1. Il existait une masse critique d'investisseurs. Les investisseurs privés constituent un groupe très diversifié et difficile à atteindre. Ils doivent habituellement être convaincus de la valeur du service. Il est essentiel dans ce processus de fixer des normes qui permettront de distinguer le bon grain de l'ivraie. Si les possibilités d'investissement offertes sont médiocres, les investisseurs désertent. Ces derniers doivent tirer un avantage de leur association à ce genre de service.
2. Un soutien financier doit être accordé à l'organisme. Le soutien financier accordé à un service de présentation d'entreprises est crucial. Il est en effet impossible d'exiger des frais pour financer un tel service. Ce genre de programme doit donc bénéficier de l'appui du secteur public et du secteur privé.
3. La gestion du service doit être proactive. Le service de liaison ne doit pas se limiter à des efforts passifs, mais s'appuyer plutôt sur un processus concret et proactif qui exige le recours à des professionnels engagés qui sont capables de procéder à une sélection préliminaire des entreprises.
4. Le service doit être crédible. Pour acquérir cette crédibilité, il doit être dirigé par des tierces parties respectées et indépendantes, et bénéficier d'un large soutien au sein de la collectivité. Idéalement, l'organisation hôte devrait posséder une excellente réputation au sein de la collectivité et être exempte de toute apparence de conflit d'intérêts.

Le gouvernement fédéral a récemment lancé le Plan d'investissement communautaire du Canada (PICC). Dans le cadre de ce programme, il verse des subventions aux gouvernements locaux et aux institutions locales qui décident de créer des services de liaison entre investisseurs et entrepreneurs. Toutefois, tant que les gouvernements provinciaux n'auront pas modifié les lois régissant le commerce des valeurs mobilières, la portée de ces efforts demeurera limitée.

### **Questions d'ordre juridique et réglementaire**

La *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario et les lois correspondantes de la plupart des autres provinces exigent normalement la publication d'un prospectus avant de distribuer des valeurs mobilières dans le public. Or, la rédaction d'un prospectus est onéreuse. Si ce n'était des dispenses prévues dans les lois, la plupart des investissements informels seraient illégaux<sup>57</sup>. Heureusement, il existe plusieurs dispenses, qui, si elles sont utilisées, permettent aux entreprises d'éviter cette obligation de publier un prospectus lorsqu'elles cherchent à obtenir un secours financier de bailleurs de fonds éventuels. Voici les trois dispenses les plus fréquemment utilisées.

1. La dispense pour « placement privé » (en Ontario) exonère l'entreprise de l'obligation de publier un prospectus lorsqu'un acheteur unique investit un minimum de 150 000 \$. Il existe deux hypothèses sous-jacentes à cette dispense. Premièrement, elle présume que l'importance de la somme en jeu incitera l'investisseur à procéder à une évaluation prudente. Deuxièmement, elle suppose que l'investisseur possède des connaissances suffisantes ou dispose d'un accès satisfaisant à des experts-conseils pour évaluer de manière appropriée l'investissement envisagé.
2. Conformément à la dispense pour « capitaux d'amorçage », les entreprises émettrices sont dispensées de l'obligation de publier un prospectus si elles sollicitent moins de 50 acheteurs éventuels et qu'au bout du compte elles vendent des valeurs mobilières à un maximum de 25 investisseurs. Toutefois, la *Loi* exige que chaque investisseur éventuel ait accès à toute l'information qui serait normalement contenue dans un prospectus.
3. En vertu de la dispense de « société fermée », les émetteurs sont exemptés de l'obligation de publier un prospectus dans la mesure où les titres « ne sont pas offerts au public ». Dans ce cas, la *Loi* définit une société fermée comme une entreprise dont le droit de transférer des actions ordinaires est restreint et dont le nombre d'actionnaires est inférieur à 50, en fonction des conditions énoncées dans les statuts de la société en cause.

Compte tenu des incertitudes liées à l'interprétation juridique qui pourrait être faite de chacune de ces dispenses, la plupart de ces opérations se font suivant les conseils d'un représentant juridique. Normalement, une notice d'offre accompagne l'accord d'investissement et remplace à toutes fins utiles le prospectus. Le coût de préparation d'une notice d'offre est toutefois

---

<sup>57</sup> Pour un examen plus détaillé et plus exhaustif de ces questions, le lecteur est invité à se reporter au document *Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprise in Canada* de Jeffrey MacIntosh, de l'Université de Toronto, 1994.

considérable<sup>58</sup>. Selon MacIntosh (1994a, page 59), les investisseurs informels « [TRADUCTION] ne sont habituellement pas en mesure de bénéficier de l'une ou l'autre des dispenses relatives au prospectus ». Il recommande que les dispositions sur les dispenses soient « reformulées de manière à favoriser les investissements informels en capital de risque » et que ce faisant, (page 60) « le financement des plus petites entreprises serait grandement facilité ».

## Sociétés d'investissement en capital de risque

Le marché du capital de risque englobe des institutions financières, des sociétés d'État et des particuliers qui ont comme trait commun d'investir dans des entreprises présentant un niveau de risque élevé. La présente section s'intéresse au côté plus officiel du marché des capitaux de risque : le secteur des investisseurs institutionnels en capital de risque. Au Canada, ce marché est important et dynamique.

Les membres de l'Association canadienne du capital de risque (ACCR) génèrent la plus grande partie de l'activité sur le marché canadien du capital de risque, mais non pas sa totalité<sup>59</sup>. Ce secteur d'activité est en croissance rapide. En 1980, l'actif global géré était de 400 millions de dollars. En 1985, les sociétés d'investissement en capital de risque géraient un actif de 1,4 milliard de dollars. Cet actif est passé à presque trois milliards de dollars en 1990, puis à six milliards de dollars en 1995 et à environ 7,1 milliards de dollars en 1996.

En 1996, les sociétés canadiennes d'investissement en capital de risque ont effectué 881 investissements dans 525 entreprises, totalisant 1,1 milliard de dollars<sup>60</sup>. Le taux d'investissement de 1995 et celui de 1996 représentaient deux records successifs de l'industrie. Malgré cela, l'offre de capital de risque a augmenté d'environ un milliard de dollars en 1995. À la fin de 1995, l'industrie du capital de risque comptait sur des fonds disponibles pour investissement de l'ordre de 2,3 milliards de dollars<sup>61</sup>. La somme de 1,1 milliard de dollars investie en 1996 était approximativement équivalente au capital additionnel géré en 1996. Par conséquent, les 2,3 milliards de dollars disponibles pour investissement à la fin de 1995 l'étaient toujours à la fin de 1996.

Deux tendances se dégagent de l'activité actuelle sur le marché du capital de risque : l'augmentation des sommes et de la proportion de capitaux investis dans des entreprises en démarrage et l'augmentation des investissements dans le secteur technologique. Les graphiques qui suivent illustrent l'évolution à long terme de la proportion des investissements réalisés en fonction du stade de développement des entreprises. Plus récemment, soit depuis 1994, le

---

<sup>58</sup> Les coûts considérables associés à la production d'une notice d'offre conforme à la *Loi* expliquent peut-être pourquoi les investisseurs informels canadiens investissent dans un nombre inférieur d'entreprises des sommes plus importantes que leurs homologues américains.

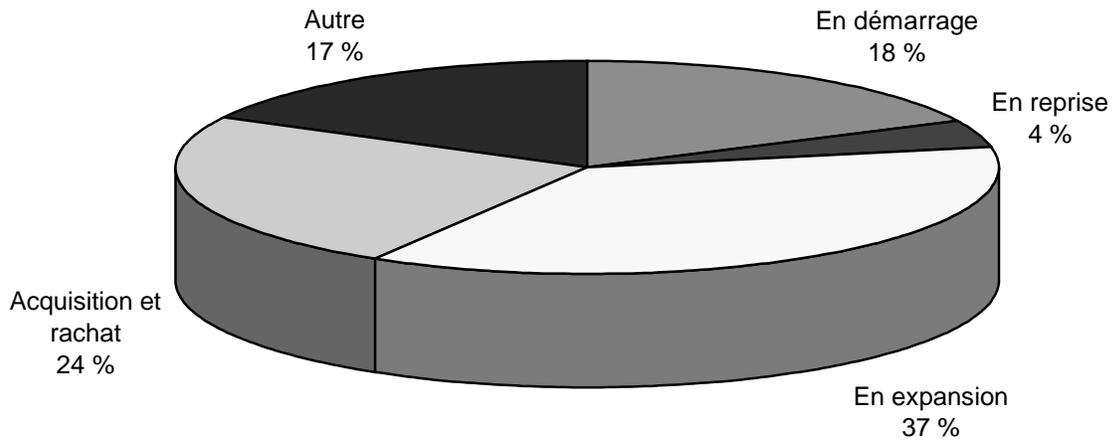
<sup>59</sup> Outre les membres de l'Association, les banques d'investissement et, à l'occasion, des institutions comme des compagnies d'assurance investissent directement dans de petites entreprises.

<sup>60</sup> Les chiffres comparables pour 1995 étaient de 455 investissements dans 364 entreprises représentant plus de 669 millions de dollars.

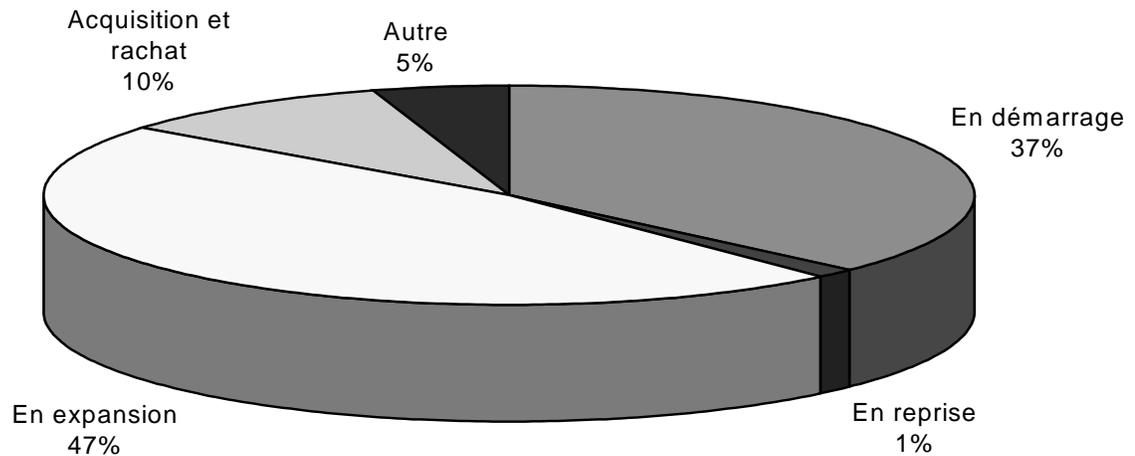
<sup>61</sup> Source : Rapport annuel de l'Association canadienne du capital de risque, Macdonald and Associates Limited, Toronto.

montant des capitaux investis dans des entreprises en démarrage a triplé, 344 millions de dollars étant investis dans 204 entreprises à leurs premiers pas en 1996.

**Graphique 7**  
**Répartition des investissements en capital de risque par stade de développement, 1984 à 1988**

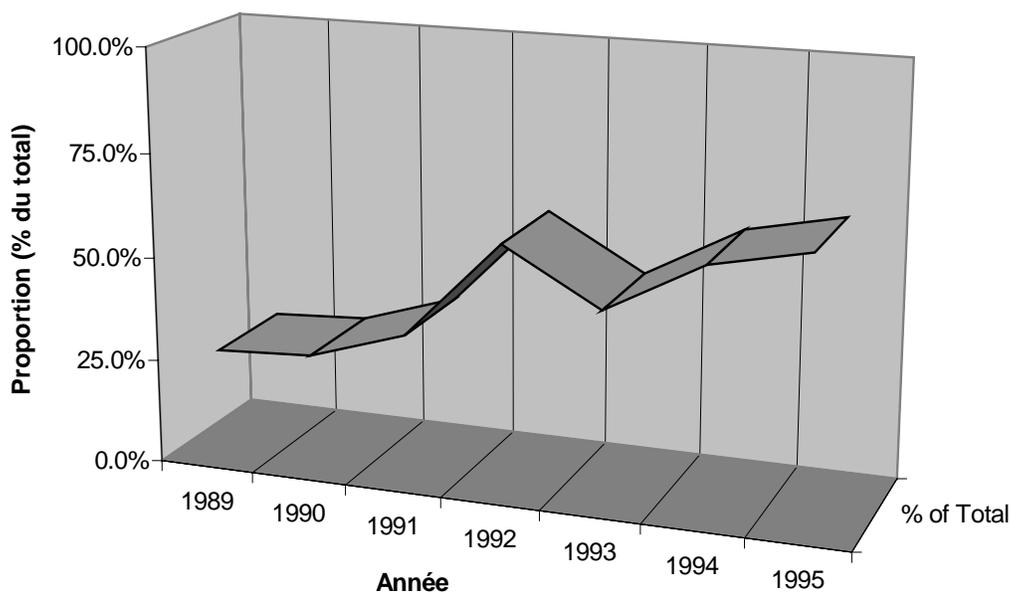


**Graphique 8**  
**Répartition des placements en capital de risque par stade de développement, 1995**



En 1996, plus des deux tiers des investissements en capital de risque ont été effectués dans des sociétés à caractère technologique. Le graphique 9 illustre la part croissante de capital de risque injectée par les investisseurs institutionnels dans les entreprises technologiques. Celles-ci représentent environ 10 % à 12 % de l'ensemble des PME. Bien que de nombreuses PME, particulièrement celles dans le secteur de la vente au détail et les services, ne soient pas axées sur la croissance, les entreprises technologiques reçoivent peut-être une part disproportionnée du capital de risque provenant des investisseurs institutionnels.

**Graphique 9**  
**Proportion du capital de risque allant aux entreprises technologiques**



### Secteur canadien du capital de risque

Macdonald and Associates Limited surveille les activités des entreprises appartenant au secteur canadien du capital de risque. Cette société d'experts-conseils classe les sociétés d'investissement en capital de risque en cinq catégories.

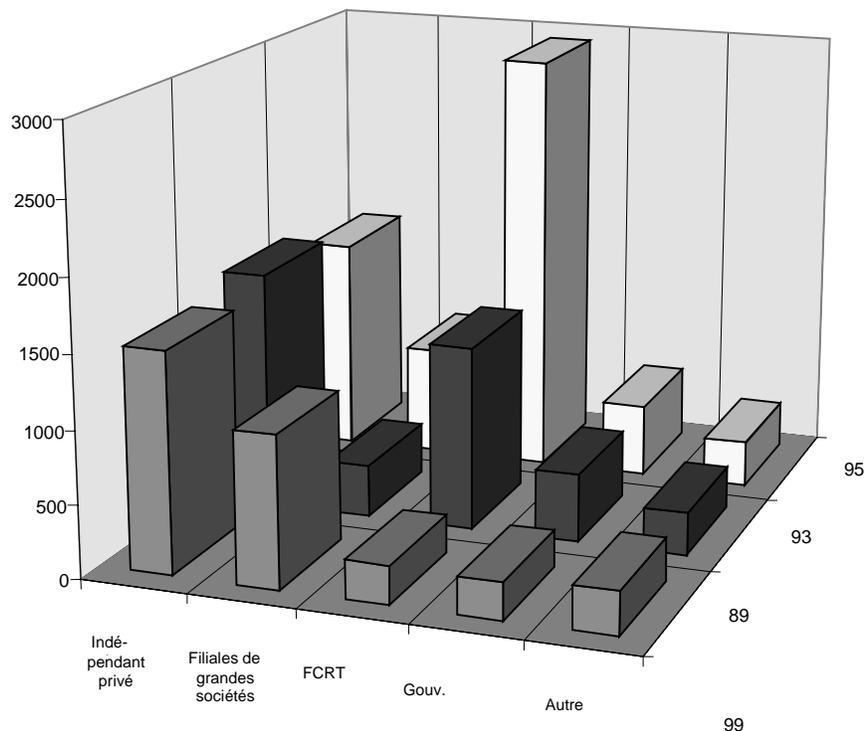
1. Les **fonds indépendants privés** sont des sociétés d'investissement qui obtiennent les capitaux qu'elles investissent d'institutions comme des caisses de retraite et des compagnies d'assurance. Ensuite, les sociétés d'investissement en capital de risque investissent ces fonds dans des entreprises risquées. La part du marché de ces sociétés d'investissement en capital de risque est en baisse.

2. Les **filiales de grandes sociétés** sont des succursales de sociétés industrielles ou financières qui reçoivent les capitaux à investir de leur société mère. Récemment, plusieurs des principaux acteurs industriels se sont retirés de ce marché (par exemple, Noranda). Les banques demeurent actives dans ce secteur d'activité par l'entremise de leurs filiales de capital de risque.
3. Les **fonds de capital de risque de travailleurs** obtiennent leurs capitaux en sollicitant la population. Les personnes qui investissent leur argent dans ces fonds bénéficient d'allégements fiscaux considérables. Entre autres exemples importants de ce type de fonds, mentionnons le Fonds de solidarité du Québec et le Fonds de relance économique. Le premier, actif uniquement au Québec, est le premier fonds de capital de risque de travailleurs à avoir été créé et est aussi le plus important. Le Fonds de relance économique, dont le siège social est en Ontario, est le deuxième plus important fonds de ce genre et est le seul à être actif à l'échelle nationale.
4. Les gouvernements fédéral et provinciaux ont aussi créé des **fonds publics**. Les investissements réalisés par la Banque de développement du Canada appartiennent à cette catégorie.
5. Les **fonds hybrides** sont ceux qui sont appuyés financièrement par le gouvernement, mais qui sont administrés par le secteur privé. Entre autres fonds de capital de risque appartenant à cette catégorie, mentionnons ceux créés par les gouvernements provinciaux, mais gérés sur une base de pleine concurrence. Les fonds hybrides comprennent quelques-uns des fonds spécialisés créés à l'intention expresse du programme des immigrants investisseurs.

Le graphique 10 répertorie les fonds gérés par les entreprises dans chacune de ces catégories pour les trois années sélectionnées. Il est clair que la plus grande partie de la croissance de ce secteur d'activité est attribuable à l'expansion importante des fonds de capital de risque de travailleurs.

## Graphique 10

## Le capital de risque au Canada : 1989 à 1995



Source : Association canadienne du capital de risque, différentes années

Sur le plan historique, les principales sources de fonds du secteur du capital de risque sont des institutions comme les caisses de retraite et les fonds communs de placement, des institutions financières comme les compagnies d'assurance et de grandes sociétés industrielles. Les fonds de capital de risque de travailleurs (FCRT), toutefois, constituent maintenant un nouvel instrument par lequel des particuliers peuvent investir indirectement dans le secteur du capital de risque et recevoir en contrepartie des allègements fiscaux importants. Jusqu'au début de 1996, les personnes qui plaçaient de l'argent dans les FCRT recevaient en effet un crédit d'impôt de 20 % des gouvernements fédéral et provincial sur un investissement maximal pouvant aller jusqu'à 5 000 \$. De plus, ce genre de placement est admissible dans un REER. Au printemps de 1996, le gouvernement fédéral — et certains gouvernements provinciaux — ont ramené le crédit d'impôt à 15 % et le maximum annuel à 3 500 \$.

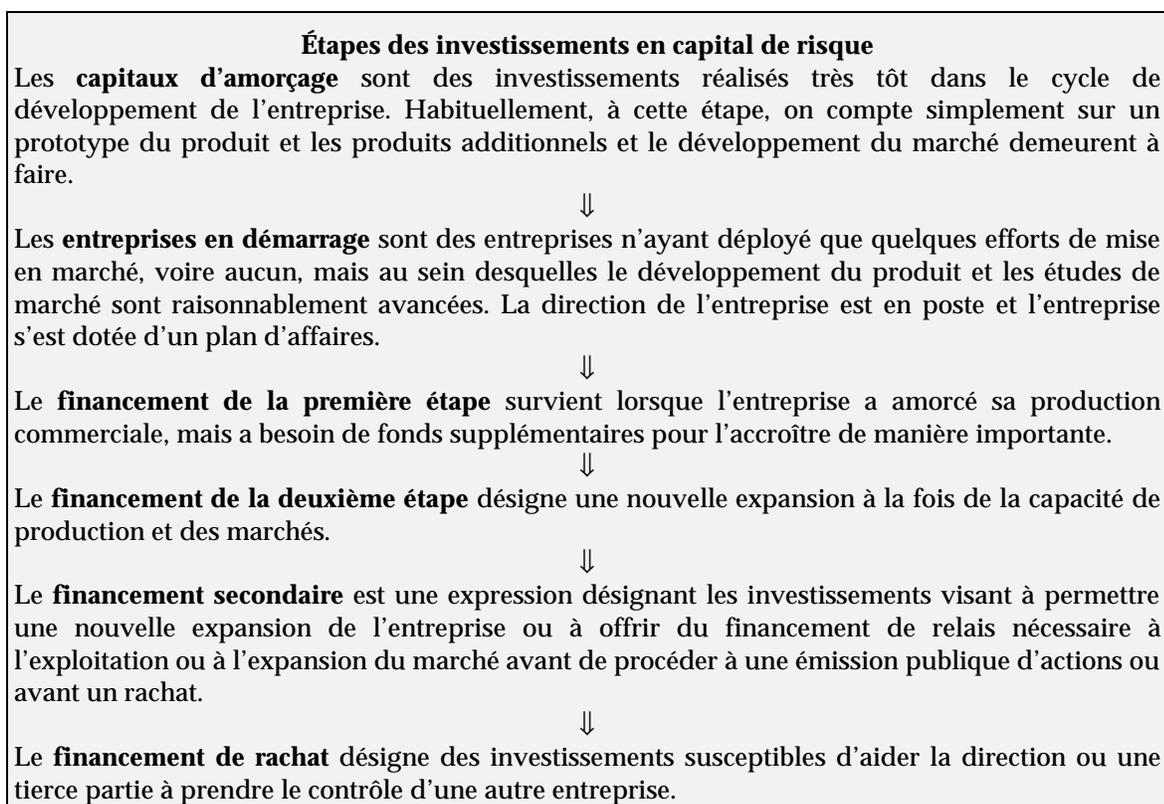
Les mesures d'allègements fiscaux liées aux placements dans un FCRT sont importantes de deux manières. Premièrement, ces crédits d'impôt coûtent très cher aux gouvernements : dans la seule province de l'Ontario, les pertes de recettes fiscales attribuables à cet instrument financier sont passées de six millions de dollars en 1991 à 130 millions de dollars en 1995. Deuxièmement, les allègements fiscaux diminuent le coût du financement offert par les FCRT par rapport au coût du financement offert par les fonds indépendants privés. Il découle de cette situation que les mesures d'allègement fiscal permettent aux particuliers investisseurs de se contenter de rendements inférieurs à ceux que doivent espérer obtenir les investisseurs institutionnels dans les fonds privés indépendants. Cette anomalie du marché est révélatrice du fait que les fonds communs de

capitaux de risque non investis se livrent tous à une vive concurrence pour les mêmes débouchés de base, ce qui entraîne des rendements inférieurs pour l'industrie.

Le rendement des FCRT est en cause. Le CCMTP (1995a) en est venu à la conclusion qu'il existe des « [TRADUCTION] preuves du succès relatifs des fonds dans la satisfaction des besoins publics et privés » (page 13). De plus, les auteurs de l'étude signalent que ces preuves (page 13) « s'appuient sur le rendement du Fonds de solidarité compte tenu de sa longévité relative ». Inversement, Vaillancourt et Brulé (1997) concluent que l'existence des FCRT « n'est pas vraiment justifiée ». Selon cette équipe de chercheurs, les investissements effectués par le Fonds de solidarité dans les petites et moyennes entreprises « [TRADUCTION] n'ont eu aucune répercussion significative sur le niveau d'emploi » des secteurs où ces entreprises étaient respectivement actives malgré le coût important pour le gouvernement en recettes fiscales perdues.

### **Modèles d'investissement en capital de risque**

Les sociétés d'investissement en capital de risque investissent dans des entreprises qui se trouvent à la plupart des stades de développement. Toutefois, certaines sociétés d'investissement en capital de risque se spécialisent dans des entreprises à un stade de développement particulier appartenant à un secteur d'activité donné ou en fonction d'autres lignes directrices. Le tableau qui suit fait état de la terminologie souvent associée aux différentes étapes de développement des entreprises.



Les sociétés d'investissement en capital de risque hésitent à investir des sommes de moins d'un million de dollars. Même dans le cas des entreprises qui en sont aux premières étapes, les données collectées en 1996 permettent de croire que l'investissement moyen y est de presque 1,7 million de dollars (344 millions de dollars répartis entre 204 entreprises). Cette hésitation découle des coûts élevés des études préliminaires et de la surveillance. Les sociétés d'investissement en capital de risque consentent à l'occasion à réaliser des opérations d'une valeur inférieure à un million de dollars. Toutefois, la plupart de ces investissements sont des investissements dits « de suivi », soit des investissements qui viennent compléter un autre effectué auparavant dans la même entreprise.

### ***Modèles de désengagement***

Le désengagement est un élément crucial du processus d'investissement. Comme l'a si bien exprimé un gestionnaire de fonds d'investissement en capital de risque : « S'il est impossible de récupérer sa mise, à quoi bon investir? ». Le désengagement de l'investisseur est aussi important pour le propriétaire de l'entreprise. En effet, ce dernier a habituellement cédé une partie du contrôle qu'il exerçait sur son entreprise en contrepartie des capitaux qui y ont été investis. Lorsque l'investisseur en capital de risque désire se défaire de sa participation à l'entreprise, les propriétaires se précipitent souvent afin de reprendre le contrôle complet de leur entreprise. Le contrat d'investissement comporte donc habituellement des clauses sur la liquidité de l'investissement qui répondent aux besoins de l'investisseur et à ceux des propriétaires de l'entreprise.

Pour la société d'investissement en capital de risque, une émission initiale d'actions<sup>62</sup> de l'entreprise dans laquelle elle avait investi constitue la méthode de désengagement la plus rentable (McIntosh, 1997). En 1995, les sociétés d'investissement en capital de risque ont vendu pour 231 millions de dollars, dans le cadre d'émissions initiales d'actions, des participations qu'elles avaient initialement acquises au coût de 45 millions de dollars (McIntosh, 1997). C'est donc dire qu'elles ont collectivement touché sur leurs investissements un rendement global de 500 %. L'existence d'un marché où la demande d'émissions initiales d'actions est particulièrement forte est très favorable aux investissements en capital de risque dans des entreprises en démarrage. En effet, les autres méthodes de désengagement qui s'offrent aux investisseurs ne sont pas aussi rentables et sur le plan de la liquidité des investissements, elles sont moins attrayantes qu'une émission initiale d'actions.

### **Programme d'immigration des investisseurs**

Le ministère fédéral de l'Immigration a créé le Programme d'immigration des investisseurs en 1986 afin d'encourager des ressortissants étrangers à venir investir au Canada. Selon la formule originale, des particuliers pouvaient obtenir le statut d'immigrant reçu s'ils investissaient au

---

<sup>62</sup> Entre autres méthodes moins rentables de désengagement, mentionnons le reclassement des actions d'entreprises émettrices ayant déjà procédé à une émission initiale d'actions, la liquidation de l'actif, l'acquisition de l'entreprise par une tierce partie et le rachat de la participation par l'entreprise ou par des employés de celle-ci.

moins 150 000 \$ au Canada (ce plancher a été rehaussé à 250 000 \$ en 1990) sur une période de trois ans. En vertu des règles régissant le Programme, l'immigrant pouvait lancer sa propre entreprise ou acheter une entreprise déjà existante. Au cours des deux premières années seulement, quelque 6 000 entrepreneurs immigrants se sont prévalus du Programme, créant ainsi plus de 8 000 emplois. Ce programme servait aussi à attirer au Canada des personnes talentueuses ayant reçu une formation supérieure.

Grâce au Programme d'immigration des investisseurs, plusieurs entreprises canadiennes ayant un actif inférieur à 35 millions de dollars ont été en mesure d'obtenir des fonds et des regroupements d'investisseurs ont pu gérer une portion de ces fonds, sous réserve de l'approbation des gouvernements fédéral et provinciaux. En 1990, plus de 270 fonds d'immigrants investisseurs avaient ainsi été créés et administraient un actif de 1,1 milliard de dollars provenant de 5 000 immigrants. Malheureusement, la formule originale du Programme comportait des lacunes faisant en sorte qu'il était trop facile pour des courtiers en placement peu scrupuleux de soulager ces nouveaux Canadiens de leur argent. Des plaintes ont été formulées alléguant que certains courtiers exigeaient des frais d'administration exorbitants et injectaient cet argent dans leurs propres entreprises ou le volaient carrément. Le Programme a donc été suspendu en 1994. Sa formule a ensuite été révisée et il a revu le jour au début de 1997.

Conformément aux nouveaux mécanismes du Programme, les immigrants doivent investir au moins 350 000 \$ dans les six plus petites provinces du Canada ou 450 000 \$ au Québec, en Ontario, en Alberta ou en Colombie-Britannique. Les immigrants doivent aussi investir au moins 60 % de ces capitaux dans des PME. De plus, dans sa nouvelle version, le Programme comporte une réglementation particulière à l'intention des courtiers qui aident les immigrants.

## **L'avenir du secteur du capital de risque**

Soumis au jeu de la concurrence, le secteur du capital de risque évolue rapidement.

Premièrement, les caisses de retraite et les fonds communs ont toujours été des sources traditionnelles de fonds pour les sociétés d'investissement en capital de risque indépendantes. Ces sources de capitaux connaissent une croissance considérable qui découle de l'augmentation des épargnes accumulées par une population vieillissante et de la probabilité que les besoins en financement des gouvernements diminueront dans un proche avenir<sup>63</sup>. Toutefois, la croissance concomitante des capitaux de risque disponibles exige aussi de pouvoir compter sur un nombre accru de gestionnaires d'investissements en capital de risque compétents et sur une croissance équivalente du nombre de possibilités d'investissement viables. À défaut, le rendement des investissements en capital de risque diminuera et les fournisseurs de capital de risque chercheront d'autres endroits où investir leur argent.

---

<sup>63</sup> Puisque certaines institutions comme les caisses de retraite et les fonds communs de placement disposeront de moins de possibilités de placement dans des titres gouvernementaux, il est à prévoir que l'importance des placements en capital de risque et des titrisations augmentera de nouveau.

Deuxièmement, le rôle joué par les fonds de capital de risque de travailleurs (FCRT) a des effets de plus en plus importants sur le marché du capital de risque. Ces fonds détiennent en effet des quantités considérables de capital de risque. Toutefois, les FCRT puisent ces capitaux directement dans les épargnes de la population grâce à d'alléchants allègements fiscaux. Grâce à ce traitement fiscal privilégié, les FCRT dominent maintenant le secteur du capital de risque. La plus grande partie du capital de risque non investi disponible actuellement se trouve dans des FCRT.

L'émergence et la croissance des FCRT masquent le déclin (en termes relatifs et absolus) des fonds privés indépendants. Ainsi, dans le budget ontarien de 1997 (page 155), il était signalé que les fonds de capital de risque de travailleurs :

[traduction]

«...ont comblé la lacune créée par le désengagement des investisseurs institutionnels et des grandes sociétés vers la fin des années quatre-vingt et le début des années quatre-vingt-dix. Le retrait de ces institutions a provoqué en Ontario une baisse de l'enveloppe globale de capitaux dont la valeur est passée de 1,7 milliard de dollars en 1989 à 1,2 milliard de dollars en 1992. »

Cet important déclin des fonds privés indépendants pose deux questions sur le plan de la réglementation.

La première porte sur l'avenir des mesures d'allègement fiscal associées aux FCRT. Ces allègements fiscaux soulèvent déjà la controverse. Ainsi, l'éditorial qui suit, tiré du *Globe and Mail*, illustre bien certaines des préoccupations que ces allègements fiscaux soulèvent :

[TRADUCTION]

**« Les mythes du marché du capital de risque et les organisations syndicales<sup>64</sup> »**

« Les politiciens... [semblent] convaincus que le capital privé est systématiquement inaccessible aux petites entreprises novatrices... Cet aveuglement a comme principale conséquence fâcheuse que grâce à lui, les fonds de capital de risque de travailleurs survivent... Jusqu'à ce printemps, les gouvernements fédéral et provincial accordaient chacun un crédit d'impôt équivalant à 20 % d'un investissement maximal se situant de manière générale à 5 000 \$... aux investisseurs et qui bénéficiaient en outre d'un abri fiscal supplémentaire s'ils greffaient cet investissement à leur REER... Plusieurs gouvernements provinciaux... viennent de réduire le crédit d'impôt à 15 % et le placement maximal admissible à 3 500 \$. Ces mesures sont insuffisantes.

Qu'obtiennent les investisseurs outre cet allègement fiscal? En règle générale, un rendement légèrement supérieur à celui d'un fonds du marché monétaire médiocre. Le rendement annuel moyen du Fonds de la relance... au cours des cinq années terminées le 30 avril a été de 4,1 %. Pour la même période, le rendement moyen des fonds du marché monétaire a été de 5,7 %.

Les petites entreprises ont-elles bénéficié des activités de ces fonds? À toutes fins utiles, non. Au 31 décembre, 24 % seulement des 525 millions de dollars d'actif du Fonds de la relance avaient été investis dans des entreprises commerciales, le reste des placements étant constitués d'obligations et de bons du Trésor... On peut difficilement soutenir que le Canada soit à court de capital de risque. En fait, les sociétés d'investissement en capital de risque se plaignent que les fonds de travailleurs ont inondé le marché de capitaux, ce qui a créé une concurrence déraisonnable compte tenu de l'offre limitée de possibilités de placement...

Si les gouvernements tiennent absolument à agir... ils devraient sonner le glas des fonds de capital de risque de travailleurs.

Pour parvenir à offrir du capital de risque aux PME, les fonds de capital de risque indépendants s'alimentent auprès d'institutions qui exigent un taux de rendement raisonnable sur les sommes investies. Or, grâce aux allègements qu'ils font miroiter aux investisseurs, les FCRT paient leurs capitaux moins cher que les sociétés privées indépendantes. Pourtant, ces mêmes sociétés sont en concurrence directe avec les FCRT en ce qui concerne les occasions d'investissement. Les fonds privés sont donc défavorisés de manière importante : les fonds de travailleurs peuvent offrir de meilleures conditions. Ces allègements fiscaux font en sorte que la lutte est perdue d'avance pour les fonds privés indépendants. Selon le *Globe and Mail* :

---

<sup>64</sup> Éditorial, *The Globe and Mail*, le 20 mai 1996, page A10.

## [TRADUCTION]

La hausse importante et constante de l'offre de capital de risque amène les investisseurs institutionnels à se retirer de ce marché. Pourquoi? Parce que le marché du capital de risque qui a déjà été attrayant avec des rendements de l'ordre de 20 % n'offre plus maintenant que des rendements qui ont peine à se maintenir au-dessus de zéro. Selon Mary Macdonald, présidente de la société conseil en capital de risque, Macdonald and Associates, « Les investisseurs institutionnels ne sont pas très actifs. Nombre d'entre eux ont adopté une attitude attentiste. » Peter Forton, président de l'Association canadienne du capital de risque, ajoute ceci : « L'industrie doit générer des rendements attrayants pour attirer de nouveau les investisseurs institutionnels » et « La quantité de capitaux liquides disponibles actuellement sur le marché (soit 2,9 milliards de dollars) exclut toute hausse éventuelle des rendements. »

« *Deal-making is a growth industry* » de Catharine Mulroney  
Reportage spécial du quotidien *The Globe and Mail*, page B29, 23 avril 1996

Les gouvernements ont récemment diminué les allègements fiscaux consentis aux personnes qui placent leur argent dans les fonds de travailleurs. Néanmoins, le moindre allègement fiscal crée une distorsion sur le marché. Un retrait progressif des allègements fiscaux entraînerait une diminution de l'importance relative des FCRT à mesure que l'offre de capitaux et l'offre de possibilités d'investissement se rééquilibreraient. D'ici là, nous nous exposons au danger que d'autres entreprises privées indépendantes se retirent de ce marché.

En deuxième lieu, on ne sait pas avec certitude si le nombre d'entreprises viables affichant un potentiel de croissance intéressant augmente au même rythme que l'offre de capitaux. Dans ce contexte, chaque dollar qui vient s'ajouter à l'offre de capital de risque va à une entreprise proportionnellement moins prometteuse que celle où a été investi le dollar précédent. Au fil du temps, cette dynamique entraînera une baisse des taux de rendement au sein du secteur, et découragera les institutions, voire les particuliers, d'y placer leur argent<sup>65</sup>.

Compte tenu de l'effet de cette concurrence subventionnée à coups de crédits d'impôt et de la baisse des rendements qu'elle entraîne, il devient essentiel de ne pas décourager davantage les sociétés privées de capital de risque. Dans ce contexte, il semble approprié de laisser en place les mesures qui protègent actuellement l'accès aux capitaux dont bénéficient les fonds privés indépendants<sup>66</sup>. Compte tenu du déséquilibre que génère la concurrence subventionnée des fonds de capital de risque de travailleurs, le maintien de la réglementation qui protège cet accès semble bien avisé.

---

<sup>65</sup>**Tirons-nous profit de l'expérience de nos voisins du Sud?** À la fin des années quatre-vingt, le secteur du capital de risque aux États-Unis a connu une expansion considérable. Encouragées par les succès spectaculaires d'entreprises comme Microsoft, Apple Computer, etc., de nouvelles sociétés d'investissement en capital de risque se sont lancées sur le marché américain. L'offre supplémentaire de capital, combinée à la présence sur le marché de gestionnaires de fonds de moins en moins expérimentés et à une stagnation de l'offre d'investissements attrayants, a engendré une baisse des rendements. Les nouveaux capitaux de risque qui venaient s'ajouter au bassin de capitaux disponibles entraient donc en concurrence avec les capitaux déjà sur le marché et les occasions d'investissement intéressantes se raréfiaient, d'où une baisse des rendements. Au début des années quatre-vingt-dix, cette situation a gravement ébranlé tout le secteur du capital de risque. Pour plus de détails, voir Bygrave et Timmons (1992).

<sup>66</sup> Par exemple, une des mesures réglementaires actuellement en place est la soi-disant règle du « 3 pour 1 ». Cette règle établit un lien entre la capacité des investisseurs institutionnels d'investir sur les marchés étrangers et leurs investissements sur le marché national du capital de risque.

En bref, il paraît improbable que l'expansion des fonds de capital de risque de travailleurs se poursuivra au même rythme que récemment. Le surplus apparent de capitaux dans ce secteur, bien qu'il soit favorable aux propriétaires d'entreprises, ne pourra qu'amener une baisse des rendements dans l'ensemble de l'industrie. Cette situation découragera les entreprises privées indépendantes de s'aventurer sur ce marché et incitera celles qui y sont déjà de s'en retirer. De ce point de vue, il est loin d'être évident que la distorsion actuelle engendrée par le surplus de capitaux à court terme (attribuable aux allégements fiscaux) sera avantageuse à plus long terme.

## Financement secondaire et placements privés

### Placements privés

Un placement privé est un processus en vertu duquel une entreprise réunit des capitaux en vendant des valeurs mobilières directement à un ou plusieurs investisseurs, court-circuitant ainsi le processus par lequel elles pourraient vendre des valeurs mobilières au public. Pour qu'il y ait placement privé, l'investisseur doit accepter de procéder à l'acquisition de la totalité des valeurs mobilières émises (c'est-à-dire qu'il ne doit pas les revendre immédiatement ni les redistribuer). Bien qu'un acheteur de ce genre n'ait habituellement pas besoin de la protection d'un prospectus, une notice d'offre est tout de même fréquemment produite. L'émetteur et l'acheteur peuvent décider de conclure la transaction directement entre eux ou l'émetteur peut avoir recours aux services d'un mandataire, soit un courtier en valeurs mobilières ou un courtier sur le marché des valeurs dispensées. Les placements privés peuvent porter sur des titres de créance ou des actions. Très peu d'études ont été publiées à ce jour sur le marché canadien des placements privés.

Les personnes actives sur le marché des placements privés doivent se conformer aux lois provinciales régissant le commerce des valeurs mobilières. Comme le marché des placements privés est de manière générale institutionnel de par sa nature même, certaines dispenses aux dispositions de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario s'appliquent à ce genre d'investissements. En général, les banques, les sociétés de prêt et de fiducie, les compagnies d'assurance et certaines autres institutions peuvent acheter des valeurs mobilières en invoquant une dispense<sup>67</sup>. Toutefois, les autres investisseurs doivent de manière générale se conformer aux dispositions de la *Loi*. Pour qu'un particulier obtienne une dispense, il doit démontrer qu'il a accès à un capital d'investissement considérable (habituellement, au moins cinq millions de dollars) et qu'il possède une connaissance reconnue des placements. Des dispenses sont aussi prévues dans les cas où le coût d'acquisition est d'au moins 150 000 \$ pour l'acheteur, si les dispositions relatives aux « capitaux de démarrage »<sup>68</sup> s'appliquent, ou si la participation acquise concerne une « société fermée »<sup>69</sup>. Compte tenu des sommes qu'il faut engager pour se conformer

---

<sup>67</sup> Alinéa 72(1)(a) de la *Loi sur les valeurs mobilières*. L'alinéa 35(1)3 stipule également des dispenses en matière d'enregistrement.

<sup>68</sup> S'applique lorsque l'émetteur ne sollicite pas plus de 50 acheteurs éventuels et qu'il vend ses valeurs mobilières à un maximum de 25 de ces investisseurs.

<sup>69</sup> S'applique lorsque les statuts de l'entreprise émettrice interdisent les appels publics à l'épargne dans le cas d'émissions de valeurs mobilières, limitent la transférabilité des actions ou restreignent le nombre d'actionnaires à un maximum de 50.

aux lois régissant le commerce de valeurs mobilières, seules les PME les plus grosses peuvent avoir accès au marché des placements privés.

Les investisseurs admissibles à l'achat d'un placement privé de valeurs mobilières sont habituellement des institutions comme des compagnies d'assurance ou des caisses de retraite, ou encore, des personnes qui sont déjà des actionnaires importants de l'entreprise en question. Les organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières considèrent « dispensés » les investisseurs qui, en raison de leur degré de connaissance, de leur grande expérience dans le secteur des investissements ou de la relation étroite qu'ils entretiennent avec l'émetteur, n'ont pas besoin de la protection accordée par un prospectus. En Ontario, ces acheteurs ne peuvent habituellement pas revendre les valeurs mobilières qu'ils se sont ainsi procurées avant que se soit écoulée une période minimale de détention<sup>70</sup>. Les lois régissant le commerce des valeurs mobilières imposent une période de conservation des titres afin d'éviter qu'on utilise cette dispense comme un moyen de procéder à une souscription déguisée de valeurs mobilières<sup>71</sup>. Par conséquent, les valeurs mobilières émises à la suite d'un placement privé souffrent d'un manque de liquidité évident. L'acheteur d'un placement privé, au cours de la période de détention, exige donc un rabais sur le prix de l'émission (Srivastava, 1993), d'où une augmentation du coût des capitaux pour l'émetteur.

Il existe au moins deux manières pour l'émetteur de contourner ces exigences relatives à la période de détention. Premièrement, la mondialisation constante des marchés financiers fait en sorte qu'il est possible pour l'émetteur canadien de solliciter et d'obtenir des fonds sur le marché international des placements privés. MacIntosh (1994a, page 60) remarque que « [TRADUCTION] En Europe, le marché du placement privé est maintenant très effervescent et les émetteurs canadiens peuvent y obtenir des capitaux d'un montant aussi bas qu'un million de dollars tout en évitant le fardeau administratif lié à la réglementation des émissions sur le marché national. » Deuxièmement, pour échapper aux exigences de la réglementation, les émetteurs peuvent aussi s'inscrire à la bourse dans le cadre d'une prise de contrôle inversée (voir la section sur les émissions initiales d'actions). Compte tenu de ces solutions de remplacement qui s'offrent aux entreprises, MacIntosh (1994a) formule trois recommandations :

1. Que la période de détention minimale soit ramenée à un maximum de 90 jours.
2. Que la disposition en vertu de laquelle la période de détention demeure en vigueur même après que l'émetteur ait déposé un prospectus soit éliminée.
3. Que les sociétés fermées soient autorisées à réunir des capitaux relativement peu importants sans aucune restriction sur la revente des titres.

---

<sup>70</sup> Le groupe de travail McCallum créé par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario a recommandé la création d'une dispense pour « investisseurs accrédités ». Selon cette proposition, seraient reconnus comme des « investisseurs accrédités » les investisseurs déjà dispensés et les particuliers dont la valeur nette ou le revenu excède un niveau précisé.

<sup>71</sup> Une « souscription déguisée » est une transaction en vertu de laquelle un investisseur dispensé achète une émission de valeurs mobilières donnée, puis revend ces valeurs à des investisseurs non dispensés sans que l'émetteur n'ait déposé entre temps de prospectus.

## Financement secondaire

L'émission secondaire occupe une position intermédiaire dans la structure du capital d'une entreprise se situant entre les créances de premier rang et les actions ordinaires. Le financement secondaire prend habituellement la forme de titres de créance de rang inférieur (et à l'occasion d'actions privilégiées) comportant une échéance de cinq à dix ans. La durée des titres de créance de rang inférieur est habituellement supérieure à celle des titres de créance de premier rang. De manière générale, les titres de créance de rang inférieur comportent des dispositions restrictives similaires à celles associées aux titres de créance de premier rang. La convention de subordination qui accompagne la conclusion d'un accord de financement secondaire précise habituellement ce qui surviendra en cas de défaut de paiement de telle sorte que le contrôle sur la vente de l'entreprise demeure dans les mains du créancier le plus ancien.

Les titres de créance de rang inférieur découlent habituellement de placements privés et, conformément à la règle, comprennent une forme de participation au capital-actions de l'entreprise (souvent sous la forme de bons de souscription, d'options ou de la conversion d'actions existantes achetées à peu de frais). Le financement secondaire peut aussi comporter un accord sur le paiement de redevances, voire le versement d'une prime à l'échéance. Le financement secondaire est une forme de « prêt à redevances » qui s'accompagne habituellement d'une restructuration importante de l'entreprise visée. Souvent, le financement secondaire survient après les investissements en capital de risque et avant un rachat ou une émission initiale d'actions.

De par ses similitudes avec le financement par emprunt, le financement secondaire offre à l'investisseur la protection inhérente à un titre de créance. Le taux d'intérêt relativement élevé incite l'entreprise à s'acquitter de la dette le plus tôt possible, idéalement par l'entremise d'une émission initiale d'actions sur les marchés boursiers. Les caractéristiques permettant l'acquisition d'une participation font en sorte que le prêteur-investisseur peut réaliser un gain si l'entreprise affiche un rendement intéressant. Cette combinaison de caractéristiques fait en sorte que les propriétaires de l'entreprise sont fortement incités à générer le meilleur rendement possible et à accroître la valeur de l'entreprise.

Les créances de rang inférieur constituent la forme la plus courante de financement secondaire. Les entreprises y ont parfois recours lorsque les biens qu'ils peuvent mettre en nantissement ne suffisent pas à garantir un prêt conventionnel. En outre, les créances de rang inférieur conviennent particulièrement bien aux entreprises qui sont lourdement endettées, mais qui disposent d'une trésorerie importante. Les entreprises en émergence à croissance élevée qui ont besoin de leurs liquidités et de leur fonds de roulement pour financer leur expansion peuvent utiliser les marchés boursiers comme méthode de financement secondaire. Les entreprises ont recours à la fois aux actions et aux créances de rang inférieur pour se former du capital, restructurer leur actionnariat, faciliter le rachat de l'entreprise par la direction, pour se développer, pour acquérir une autre entreprise ou pour accroître leurs liquidités.

Plusieurs catégories d'entreprises offrent du financement secondaire. C'est notamment le cas des banques d'investissement, des filiales des grandes banques actives dans le secteur du capital de risque et des sociétés d'investissement en capital de risque. En outre, plusieurs entreprises

spécialisées dans le financement secondaire s'approvisionnent en capitaux auprès de compagnies d'assurance-vie, de caisses de retraite et d'autres institutions financières. Comme ceux des autres catégories, les investisseurs engagés sur le marché du financement secondaire sont à la recherche d'entreprises ayant à leur tête des dirigeants aux compétences certaines, dont les antécédents sont révélateurs de leur potentiel et dont la situation de trésorerie est solide. Ce genre de financement ne convient donc pas à la plupart des petites entreprises en démarrage. Le financement secondaire est davantage destiné aux entreprises dites « moyennes » qui ont besoin d'un financement de l'ordre de trois à douze millions de dollars. Les entreprises les plus susceptibles d'obtenir du financement secondaire doivent démontrer de bonnes perspectives d'avenir et posséder un fonds de roulement amplement satisfaisant, un niveau prudent de capitaux propres et un conseil d'administration (ou un conseil consultatif) aguerri.

### Coûts des différentes catégories d'investissements à long terme par des entreprises de financement secondaire

	Frais de souscription et autres frais (% de l'émission)	Rendement avant impôt sur le capital investi (%)
Créances de rang supérieur	0 à 2 %	Entre le taux de base et le taux de base +2 %
Créances de rang inférieur (secondaire)	3 à 5 %	15 à 25 %
Actions	3 à 5 %	Plus de 25 %

En ce qui concerne l'autre partie à un accord de financement secondaire, mentionnons que les investisseurs de ce genre sont habituellement patients et ne prévoient pas se désengager avant cinq à sept ans. Le désengagement se fait habituellement au moyen d'une émission initiale d'actions, d'un rachat ou d'un refinancement à l'arrivée à échéance des titres de créance de rang supérieur. Bien qu'il soit onéreux en termes d'intérêt et de frais d'administration, le financement secondaire coûte moins cher que l'appel public à l'épargne. Le financement secondaire présente aussi une certaine souplesse dans la mesure où l'échéance des titres, les coupons et les clauses peuvent être adaptés aux besoins de l'émetteur. De plus, contrairement aux dividendes, les paiements d'intérêts et de frais sont déductibles d'impôt. Outre ses coûts, ce mode de financement présente l'inconvénient de contribuer à accentuer l'endettement de l'entreprise d'où la possibilité qu'elles paraisse constituer un investissement plus risqué.

### Émission initiale d'actions

Une émission initiale d'actions est le processus dans le cadre duquel une entreprise appartenant à un nombre relativement limité de fondateurs et d'investisseurs offre des actions ordinaires en vente au public pour la première fois. L'émission initiale d'actions consiste donc à mettre sur le marché des valeurs mobilières. Normalement, l'inscription d'une entreprise à la cote d'une ou plusieurs bourses canadiennes ou étrangères se fait simultanément à l'émission initiale d'actions. Une émission initiale d'actions procure à l'entreprise plusieurs avantages.

- L'appel public à l'épargne constitue le seul moyen d'accéder à des sommes importantes, habituellement de plus de cinq millions de dollars, pour financer l'expansion d'une entreprise.
- L'appel public à l'épargne permet aux investisseurs privés et aux sociétés d'investissement en capital de risque d'encaisser la plus-value accumulée sur leur investissement.
- L'appel public à l'épargne offre aux fondateurs de l'entreprise la possibilité de convertir leur participation en liquide.
- L'appel public à l'épargne permet aux employés de participer aux succès de l'entreprise par l'entremise d'un régime d'actionnariat ou d'option d'achat d'actions subventionné par l'employeur. Les entreprises ont souvent recours à des mécanismes de ce genre afin de compléter la rémunération des employés et de leur offrir des primes attrayantes.
- L'appel public à l'épargne procure à l'entreprise de la crédibilité aux yeux de ses fournisseurs, de ses dirigeants éventuels et de ses clients.
- Une émission initiale d'actions et l'inscription à la bourse qui y est associée permettent à l'entreprise d'accéder à un bassin de capitaux qui est beaucoup plus important que si les actions de l'entreprise étaient demeurées la propriété d'un groupe relativement restreint de propriétaires et d'investisseurs initiaux.
- L'entreprise peut s'alimenter en capitaux auprès d'un nombre supérieur d'investisseurs ainsi que parmi un éventail plus large de catégories d'investisseurs.

Ainsi, une émission initiale d'actions procure à l'entreprise la possibilité d'obtenir des capitaux plus importants que ceux auxquels elle aurait ordinairement eu accès à partir d'autres sources. Les analystes en placement, les courtiers en valeurs mobilières et les autres investisseurs surveillent le rendement de l'entreprise. L'information qu'ils mettent au jour devient alors du domaine public et réduit les problèmes associés à l'asymétrie de l'information. Il devient donc plus facile de réunir des capitaux additionnels par l'entremise d'émissions d'actions sûres et par la vente de titres de créance ou d'actions directement aux investisseurs institutionnels [« placements privés »].

Pour les fondateurs et les premiers investisseurs, l'émission initiale d'actions vient réduire les risques courus à titre personnel. Jusqu'à ce que l'émission initiale soit lancée, la fortune personnelle des fondateurs de l'entreprise est souvent concentrée dans celle-ci. Après l'émission initiale d'actions, les fondateurs peuvent convertir une partie de leur avoir en liquide et utiliser cet argent pour se diversifier. Une émission initiale d'actions est également la méthode privilégiée par les sociétés d'investissement en capital de risque pour désengager les fonds investis dans une entreprise (MacIntosh, 1996).

Il y a bien sûr des inconvénients à une émission initiale d'actions. Certains propriétaires estiment que la perte de contrôle sur la direction de l'entreprise constitue un inconvénient majeur (toutefois, les fondateurs conservent souvent une participation majoritaire dans l'entreprise).

L'appel public à l'épargne officialise également la structure de gestion de l'entreprise. Le propriétaire gestionnaire doit rendre des comptes aux actionnaires de l'entreprise et au conseil d'administration. Une émission initiale d'actions entraîne aussi des frais considérables. À titre d'exemples, mentionnons simplement les coûts liés au temps considérable que doit consacrer la direction de l'entreprise à préparer l'émission initiale d'actions (Andrews, 1995) ainsi que les exigences permanentes en matière de divulgation de l'information financière et les relations avec les actionnaires. Ces coûts sont particulièrement élevés, toutes proportions gardées, pour les émissions initiales d'actions d'envergure limitée.

### **Coûts d'une émission**

Il existe trois catégories de coûts associées à un appel public à l'épargne :

1. les coûts immédiats et directs d'émission et de souscription des actions;
2. les coûts indirects immédiats;
3. les coûts continus directs et indirects.

#### ***Coûts directs immédiats***

##### Coûts d'émission et de souscription

L'appel public à l'épargne entraîne des coûts significatifs. La première dépense importante à engager afin de procéder à une émission initiale d'actions est liée à la production d'un prospectus. Les frais juridiques et comptables constituent un élément substantiel du coût total de production d'un prospectus qui peut se situer entre 200 000 \$ et 400 000 \$. Outre les coûts de préparation du prospectus, il faut verser au souscripteur une commission en contrepartie de sa participation à l'émission. Cette commission est plus importante, en termes de pourcentage, pour les petites émissions, car plus la valeur de l'émission augmente, plus le pourcentage de la commission diminue. Jog (1996) estime que le coût prévu d'une émission initiale d'actions comporte un élément fixe qui s'élève en moyenne à 340 000 \$ et un élément variable équivalent à 7 % de la valeur de l'émission. En ce qui concerne les émissions initiales d'actions habituellement lancées au Canada, Jog calcule ainsi le coût moyen des différents éléments :

$$\text{Dépenses d'émission} = 170\,000 \$ + 2 \% \text{ de la valeur de l'émission}$$

$$\text{Commission du souscripteur} = 170\,000 \$ + 5 \% \text{ de l'émission}$$

##### Sous-évaluation du prix

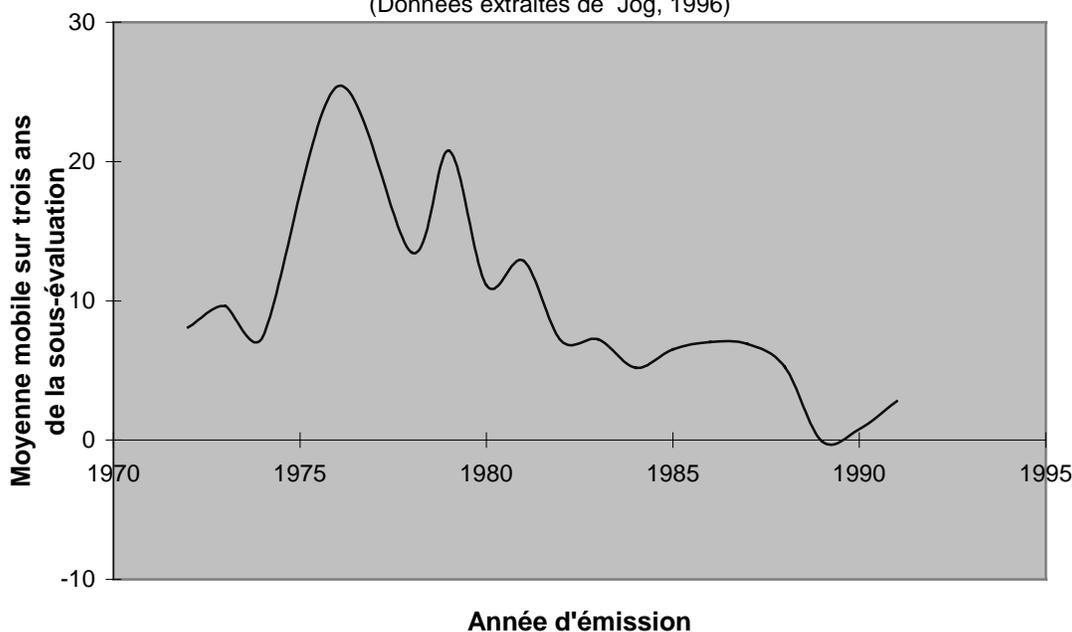
En moyenne, il semble que la cote de souscription d'un nouveau titre soit légèrement inférieure à la cote que ce titre atteindra vraisemblablement au cours des premiers jours où il sera négocié sur les marchés. Cette différence s'explique par un procédé consistant à fixer le prix de souscription du titre sous sa valeur véritable. En procédant ainsi, on s'assure que la cote de l'action s'inscrira immédiatement dans un mouvement à la hausse (souvent dans les quelques minutes qui suivent la mise en disponibilité initiale des actions). Dans le cas des émissions initiales d'actions lancées

entre 1984 et 1992, le prix fixé était en moyenne 5,67 % inférieur à la valeur véritable de l'action (Jog, 1996). Il s'ensuit nécessairement que les entreprises émettrices ont reçu moins que la valeur véritable de leurs actions. Toutefois, comme le graphique qui suit l'illustre, cette différence a diminué au cours des dernières années.

### Graphique 11

#### Sous-évaluation moyenne des émissions initiales d'actions canadiennes

(Données extraites de Jog, 1996)



On ne sait pas avec précision pourquoi cette différence a diminué. Toutefois, on peut penser que les souscripteurs canadiens évaluent mieux aujourd'hui la valeur sous-jacente des nouvelles émissions qu'ils ne le faisaient auparavant. Néanmoins, les coûts élevés liés au lancement d'une émission initiale d'actions, coûts qui sont en proportion beaucoup plus élevés pour les émissions de moindre importance, constituent un obstacle important au financement par appel public à l'épargne sur les marchés financiers organisés. Aux coûts immédiats de l'émission d'actions, il faut de plus ajouter les dépenses indirectes et continues découlant d'une inscription à la bourse.

#### **Coûts indirects et immédiats d'une émission initiale d'actions**

Les dépenses directes engagées afin de procéder à une émission initiale d'actions ne sont pas les seuls coûts d'une telle démarche. L'entreprise qui décide de faire un appel public à l'épargne doit également assumer des coûts indirects.

*Temps consacré par la direction.* La préparation d'un prospectus est une tâche considérable qui exige que les employés de l'entreprise y consacrent du temps et de l'énergie, et délaissent de ce fait leur travail habituel. Ils doivent notamment collaborer à la collecte de l'information requise pour préparer le prospectus. La haute direction de l'entreprise consacre beaucoup de temps à

travailler avec les souscripteurs, les avocats, etc. Selon Andrews (1995), le temps alloué par la direction d'une entreprise à ces préparatifs pendant la période précédant l'inscription en bourse comporte des coûts équivalant au salaire à temps plein d'au moins un haut dirigeant!

*Coûts liés à la divulgation de l'information.* Une des exigences inhérentes à l'inscription à la cote consiste à répondre aux exigences de la bourse et des organismes de réglementation en matière de divulgation de l'information financière. L'entreprise doit notamment rendre publics des renseignements qui étaient auparavant du domaine privé. Cette exigence entraîne des dépenses directes en plus de forcer les dirigeants de l'entreprise à consacrer du temps et de l'énergie à colliger cette information.

*Perte du caractère privé.* Les exigences de divulgation de l'information susmentionnées exposent l'entreprise à un examen constant du public. Les analystes professionnels du marché des valeurs mobilières suivront l'évolution de l'entreprise et seront activement à la recherche de renseignements confidentiels. Les exigences en matière de divulgation de l'information, qui visent à protéger les actionnaires, signifient que les concurrents pourront aussi plus facilement discerner les stratégies de l'entreprise et prendre connaissance d'autres renseignements.

### **Coûts directs et indirects continus**

Lorsque l'entreprise est inscrite à la bourse, elle doit se conformer en permanence aux exigences en matière de divulgation de l'information préconisées par la bourse, la commission des valeurs mobilières compétente et d'autres organismes de réglementation. De plus, le maintien des relations avec l'actionnariat entraîne souvent des coûts importants. Certains de ces coûts vont de soi. On songe ici aux frais de production, d'impression et d'expédition des rapports annuels et des rapports intermédiaires; aux coûts liés à l'organisation des assemblées annuelles et à la production de la documentation connexe et aux coûts liés à la tenue de registres impeccables. D'autres coûts sont moins évidents et moins directs. Il s'agit notamment de la quantité importante de temps que la direction doit consacrer aux relations de l'entreprise avec le public et les investisseurs institutionnels, les coûts liés à la surveillance des opérations d'initiés et les coûts indirects associés au temps que la direction doit consacrer à l'ensemble du processus.

Higgins (1994) a comparé les coûts des émissions initiales d'actions au Canada avec les coûts correspondants aux États-Unis. Il en est venu à la conclusion que ces coûts semblent inférieurs au Canada. Toutefois, dans les deux pays, les petites et moyennes entreprises paient, toutes proportions gardées, des frais plus élevés que les grandes entreprises. Il a également constaté que les bourses de Vancouver et de l'Alberta semblent plus accueillantes pour les entreprises en démarrage tandis que la Bourse de Toronto et la Bourse de Montréal attirent davantage des entreprises bien établies.

### **Solutions de rechange à une émission initiale d'actions**

L'entreprise qui souhaite éviter de procéder à une émission initiale d'actions dispose de deux moyens : une prise de contrôle inversée et, si elle est installée en Alberta, le *Junior Capital Pool Program*.

### ***Prise de contrôle inversée***

Une prise de contrôle inversée est la fusion de deux entreprises : une société fermée désireuse de s'inscrire à la cote et une autre société dite « de façade ». La société de façade est une société inactive qui est malgré tout demeurée inscrite en bourse<sup>72</sup>. L'opération est structurée de telle sorte que la société de façade achète l'actif de la société privée et qu'on procède ensuite à la fusion des deux entreprises. Cette prise de contrôle est réalisée par une émission d'actions aux actionnaires de la société fermée. Par conséquent, les actionnaires de cette société contrôlent par la suite la société de façade, qui est toujours inscrite en bourse, et la société qui était auparavant fermée peut réunir des capitaux au moyen d'une émission subséquente d'actions de la société de façade. De cette manière, l'entreprise évite les coûts liés à la production d'un prospectus et les exigences immédiates de divulgation de l'information inhérente à une émission initiale d'actions. Toutefois, une bonne partie des économies ainsi réalisées sont éliminées par les coûts liés à l'achat de la société de façade.

### ***Programme albertain de mise en commun de capitaux pour les petites entreprises (Junior Capital Pool Program)***

Lancé en 1986, le programme albertain de mise en commun de capitaux pour les petites entreprises (JCP) a pour objectif explicite d'offrir aux petites entreprises en démarrage « de meilleures possibilités de s'inscrire à la Bourse de l'Alberta »<sup>73</sup>. En vertu de la réglementation actuelle, les fondateurs de l'entreprise doivent effectuer un investissement comptant minimal de 100 000 \$ dans les actions de l'entreprise. L'entreprise peut ensuite procéder à une émission initiale d'actions à la Bourse de l'Alberta dans le cadre du programme JCP en vendant des parts supplémentaires au public. La « cotation JCP » est différente de la cotation habituelle de la Bourse de l'Alberta en ce qu'elle est transitoire. L'inscription vient à échéance après 18 mois sauf si l'entreprise procède à une « opération majeure ». Cette opération majeure prend habituellement la forme de l'acquisition d'un actif important. Une nouvelle émission d'actions par l'entremise du programme JCP permet habituellement de financer cette opération. Lorsque l'opération majeure a été réalisée, la cote en bourse de l'entreprise passe du « système du JCP » au système normal. Les entreprises qui font défaut de réaliser une opération majeure dans la période de 18 mois qui leur est impartie perdent leur inscription en bourse.

La Bourse de l'Alberta, lorsqu'elle a mis en œuvre le concept du JCP, a également édicté toute une gamme de règlements conçus pour protéger le public investisseur. Ces règlements comprennent notamment une obligation de blocage des titres qui interdit à l'entreprise cotée dans le cadre du JCP de négocier ses actions jusqu'au moment de son inscription initiale et une disposition en vertu de laquelle seulement un tiers des titres bloqués peuvent changer de main au cours d'une année donnée au cours de la période de trois années subséquentes. De plus, la Bourse exige de l'entreprise qu'elle procède à une divulgation complète de l'information requise au moment opportun. Robinson (1996) dans sa recherche sur les questions entourant le JCP en est venu aux conclusions suivantes :

---

<sup>72</sup> Le cours boursier de ces entreprises reflète leur valeur possible dans le cadre d'une prise de contrôle inversée.

<sup>73</sup> Circulaire n° 7 de la Bourse de l'Alberta, page 7-1.

- les 405 émissions initiales d'actions effectuées dans le cadre du JCP ont permis de réunir 77 millions de dollars de 1986 à 1992;
- les entreprises qui se sont prévaluées du JCP ont réuni plus de 475 millions de dollars de capitaux au moyen d'émissions consécutives à leur émission initiale d'actions de 1986 à 1992;
- presque 86 % des entreprises qui ont eu recours au JCP pour leur appel public à l'épargne entre 1986 et 1992 avaient procédé à une opération majeure à la fin de 1992.

### **Initiatives gouvernementales visant à favoriser les émissions initiales d'actions**

Les gouvernements savent que la viabilité des marchés financiers pour les PME passe par la création d'un contexte favorable aux émissions initiales d'actions. En effet, les émissions initiales d'actions :

- incitent les particuliers à lancer des entreprises parce qu'elles laissent entrevoir la possibilité d'un bénéfice au moment où ils décideront de se retirer (Andrews, page 4);
- stimulent les investissements des sociétés d'investissement en capital de risque et des investisseurs informels puisque sans la possibilité de désengagement par l'entremise d'une émission initiale d'actions, ces investisseurs hésiteraient à investir dans des PME;
- constituent l'outil par excellence pour accéder à des capitaux considérables.

Par conséquent, les différents paliers de gouvernement ont lancé plusieurs initiatives visant à stimuler les émissions initiales d'actions.

### **Régimes d'épargne-actions**

S'inspirant du Régime d'épargne-actions du Québec, plusieurs provinces ont ainsi mis en œuvre un régime semblable ou envisagent de le faire. Premier en son genre, le Régime d'épargne-actions du Québec (REA) a été créé en 1979<sup>74</sup>. Ses objectifs principaux consistaient notamment :

- à favoriser la capitalisation de certaines entreprises en offrant des allègements fiscaux aux investisseurs québécois qui achetaient des actions nouvellement émises des entreprises québécoises admissibles;
- à réduire le coût de la capitalisation;

---

<sup>74</sup> Le régime accordait aux particuliers qui achetaient certaines actions des allègements fiscaux (parfois substantiels). La déduction possible variait en fonction de l'entreprise et en fonction de la durée de conservation des titres. Ainsi, les investisseurs pouvaient en un seul coup déduire de leur revenu une somme équivalant à 150 % du prix d'acquisition des actions de certaines petites entreprises. Habituellement, l'avantage fiscal consenti était plus important si l'investissement était réalisé dans une petite entreprise que s'il était réalisé dans une grande.

- à faciliter l'accès du financement par actions aux petites et moyennes entreprises;
- à réduire le fardeau fiscal des contribuables à revenu élevé;
- à réduire la dépendance des entreprises à l'endroit du financement par emprunt;
- à inciter les Québécois à être actifs sur les marchés financiers;
- à favoriser la croissance de l'économie provinciale.

Au départ, les médias ont louangé le RÉA le qualifiant de grand succès<sup>75</sup>. Cet enthousiasme a amené d'autres gouvernements à emboîter le pas au gouvernement québécois ou à envisager de le faire. Des recherches plus récentes remettent toutefois en question l'efficacité de ces initiatives. Deux groupes de chercheurs se sont penchés sur l'efficacité du RÉA. Jog et Riding (1990, 1991) ont reconnu que les entreprises émettrices savaient qu'en vertu des conditions du RÉA, les investisseurs qui achetaient des actions admissibles recevaient dans les faits une valeur mobilière et un allègement fiscal. Jog et Riding ont avancé que les émetteurs avisés devaient donc établir le prix des actions à un niveau supérieur à leur valeur véritable, s'appropriant ainsi la totalité ou une partie de l'allègement fiscal. Jog et Riding ont fourni des preuves empiriques confirmant cette hypothèse. Suret et Cormier (1997) ont subséquemment analysé le rendement du RÉA. Comme Jog et Riding, Suret et Cormier ont aussi conclu à la surévaluation des valeurs mobilières admissibles au RÉA après avoir comparé leur prix avec un échantillon témoin d'émissions initiales d'actions lancées en Ontario. Suret et Cormier ont également constaté que si le régime :

[traduction]

« ...avait eu pour effet à court terme de générer une abondance d'émissions initiales par des petites entreprises... une forte proportion d'entre elles ont rapidement disparu [ce qui a pour résultat que]... les investisseurs qui y avaient placé de l'argent... ont été vivement déçus. Leurs pertes collectives s'élèvent à des centaines de millions de dollars. »

Les auteurs en tirent la conclusion suivante :

[traduction]

« ... l'inscription à la cote de valeurs mobilières par l'entremise d'allègements fiscaux constitue un stimulant particulièrement inefficace dans le cas des petites entreprises. De plus, le RÉA a probablement eu un effet pervers, éloignant du marché pour toujours des investisseurs déçus... [et] les centaines de millions de dollars d'impôt investis dans le RÉA ne semblent pas avoir eu l'effet désiré en ce qui concerne le financement des petites entreprises ».

---

<sup>75</sup> « Quebeckers Flock to Tax Shelter », *The Globe and Mail*, 13 octobre 1984; « QSSP a Big Hit », *Financial Times of Canada*, 15 avril 1985.

## Obstacles au financement par appel public à l'épargne

Le groupe de travail McCallum (Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, 1996) a cerné les contraintes suivantes qui nuisent à la capitalisation des PME :

- l'asymétrie informationnelle en vertu de laquelle les initiés des PME (surtout celles du secteur de la technologie de pointe) sont beaucoup mieux informés que les investisseurs de l'extérieur sur la qualité et le potentiel de l'entreprise;
- le coût relativement élevé des opérations d'appel public à l'épargne à petite échelle [dans le cadre desquelles]... les coûts des contrôles préalables, de préparation d'un prospectus, de respect des exigences continues de divulgation de l'information et les autres coûts excèdent les avantages possibles;
- la perception que les PME sont peut-être incapables de générer les rendements élevés requis par les investisseurs;
- l'image négative du capital de risque aux yeux de certains entrepreneurs et l'hésitation de ces derniers à partager la propriété de l'entreprise;
- l'absence d'un réseau de distribution bien développé sur le marché canadien pour les émissions de moins de dix millions de dollars.

Par conséquent, le groupe de travail McCallum a formulé tout un éventail de recommandations qui, si elles étaient adoptées, viendraient atténuer l'effet de certains des obstacles à la formation de capitaux. Parmi ces recommandations, plusieurs portaient précisément sur les petites émissions d'actions. Le groupe recommandait notamment « [TRADUCTION] l'élaboration et l'adoption d'un formulaire de prospectus révisé (le « Formulaire de prospectus des petites entreprises ») » qui simplifierait le processus d'émission d'actions des PME admissibles. De plus, les exigences de divulgation seraient orientées en fonction des besoins des personnes qui investissent dans les PME, atténueraient les exigences relatives à l'obligation de fournir des états vérifiés et dispenseraient les PME émettrices de l'exigence de déposer des états financiers trimestriels. L'essentiel de ces recommandations est conforme aux suggestions avancées précédemment par MacIntosh (1994a).

Toutefois, les lois régissant le commerce des valeurs mobilières — qui constituent le principal obstacle au financement par actions à petite échelle — demeurent de compétence provinciale et ne relèvent donc pas directement du mandat du Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers au Canada. Néanmoins, cette dualité des compétences en vertu de laquelle les lois fédérales régissent en grande partie le financement par emprunt et les lois provinciales régissent le financement par actions constitue un obstacle considérable à l'harmonisation des efforts déployés en vue d'assurer une offre satisfaisante de services de financement destinés aux PME. L'harmonisation semble être conforme aux objectifs du gouvernement ontarien (discours du budget du gouvernement de l'Ontario prononcé le 7 mai 1996) :

[TRADUCTION]

« Pour faciliter la tâche des entreprises qui désirent réunir des fonds sur les marchés financiers canadiens, l'Ontario tentera de s'entendre avec le gouvernement fédéral et les autres provinces intéressées afin de déléguer la responsabilité de la réglementation du commerce des valeurs mobilières à une Commission canadienne des valeurs mobilières. »

L'harmonisation et la reformulation des lois régissant le commerce des valeurs mobilières pourraient faciliter grandement le financement des PME. À titre d'exemple, mentionnons que de nombreux États américains permettent depuis plusieurs années l'enregistrement des émissions d'actions par de petites entreprises, mesure qui pourrait être avantageuse au Canada.

### **Existe-t-il en Amérique du Nord un marché pour les émissions d'actions de petites entreprises?**

Des émissions d'actions de petites entreprises (ou « SCOR ») sont offertes dans la plupart des États américains. Le but des SCOR consiste à permettre aux petites entreprises américaines de réunir jusqu'à un million de dollars de nouveaux capitaux par année sur les marchés boursiers. Les PME canadiennes n'ont pas accès aux SCOR, principalement à cause de la réglementation canadienne régissant le commerce des valeurs mobilières. Lancés vers le milieu des années quatre-vingt, les SCOR s'inscrivent dans une tentative visant à alléger le fardeau réglementaire qui écrasait les petites entreprises américaines et de rendre leur capitalisation moins coûteuse. Selon Sargent (1990, page 100) les SCOR créent un équilibre entre :

[TRADUCTION]

« ...le besoin de protéger l'investisseur et celui d'offrir aux entreprises la possibilité de réunir des capitaux sans appliquer de manière globale les exigences d'inscription et de divulgation de l'information, ce qui allège par le fait même la procédure pour les émetteurs qui ne constituent pas une menace pour les investisseurs et qui ont besoin d'un tel allègement, tout en niant cette possibilité aux émetteurs qui pourraient constituer une menace pour les investisseurs. »

Depuis février 1995, 42 États américains acceptent les SCOR et le Pacific Stock Exchange offre même un marché secondaire sur lequel les investisseurs peuvent négocier les actions SCOR<sup>76</sup>. Les SCOR permettent aux propriétaires de PME américaines de réunir jusqu'à un million de dollars de capitaux par période de douze mois en préparant eux-mêmes leur émission d'actions avec l'aide de leurs avocats et de leurs comptables habituels<sup>77</sup>. Les entreprises émettrices doivent

---

<sup>76</sup> Pour être admissibles, les entreprises doivent posséder un actif matériel net de 500 000 \$, une valeur nette de 750 000 \$ et compter un minimum de 150 000 actions émises et de 250 actionnaires.

<sup>77</sup> La condition est que l'entreprise possède sous la forme de capitaux propres au moins 10 % du capital qu'elle souhaite réunir.

émettre leurs actions dans l'État où les investisseurs ciblés résident. Seules les sociétés fermées sont admissibles aux SCOR<sup>78</sup>.

Les SCOR présentent deux avantages importants qui les rendent particulièrement attrayantes pour le Canada. Premièrement, le marché secondaire des actions SCOR procure aux investisseurs informels et aux sociétés d'investissement en capital de risque un moyen de négocier leurs investissements (ou de se désengager) avant même que l'entreprise lance une émission initiale d'actions. Les investissements acquièrent ainsi une certaine liquidité, une des caractéristiques qui fait cruellement défaut au Canada dans le cadre réglementaire actuel. Deuxièmement, les SCOR créent un instrument officiel au moyen duquel les petites entreprises peuvent bénéficier de nombre des avantages qu'offre une inscription à la bourse, mais à une fraction du coût d'une véritable émission initiale d'actions. Plus particulièrement, les SCOR permettent aux entreprises dont les assises ne sont pas encore suffisamment solides de recourir à l'épargne publique d'une manière traditionnelle et leur procurent un moyen de se financer par actions dès leurs premiers pas.

Les SCOR facilitent l'accès à des capitaux dont l'ordre de grandeur se situe entre celui des investissements des sociétés d'investissement en capital de risque et celui des bailleurs de fonds. Cet espace occupé par les SCOR demeure non comblé au Canada, une situation exacerbée par les obstacles au financement que dresse la réglementation du commerce des valeurs mobilières. Si la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (et les autres commissions des valeurs mobilières provinciales) devait mettre en œuvre de manière appropriée les recommandations du groupe de travail McCallum, les petites entreprises canadiennes aussi pourraient recourir aux SCOR pour combler leurs besoins de financement par actions.

---

<sup>78</sup> Les entreprises sont dispensées de l'obligation de produire des rapports prévue à la *Securities Exchange Act* (1934) en vertu de la règle 504 du Règlement D. Seules les sociétés fermées sont admissibles à une dérogation aux exigences relatives à la préparation d'un prospectus. Voir Osteryoung (1996).



## Bibliographie

- Arend, R., R. Amit, J. Brander, K. Hendricks, T. Ross et D. Whistler, «The Market for Entrepreneurship: Theory and Empirical Evidence», *Entrepreneurship*, actes du congrès de l'Association des sciences administratives du Canada, vol. 18, n° 21, St. John's, T.-N., 1997, pp. 12 à 20.
- Andrews, M., *Initial Public Offerings: The Experience of Eight Canadian Growth Companies*, Conference Board du Canada, Ottawa, 1995.
- Belcourt, M., «From the Frying Pan into the Fire: Exploring Entrepreneurship as a Solution to the Glass Ceiling», *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, vol. 8, n° 3, avril-juin 1991, pp. 49 à 55.
- Belcourt, M., R. Burke, H. Lee-Gosselin, *La cage de verre : les femmes propriétaires d'entreprise au Canada*, Conseil consultatif canadien sur le statut de la femme, Ottawa, Ontario, 1991.
- Benston G., «Redlining Research: A Review and Critical Analysis Discussion », dans les actes d'une conférence sur la réglementation des institutions financières (*Federal Reserve Bank of Boston Conference Series*, n° 21), octobre 1979, pp. 144 à 195.
- Bérard, J., et Brown, D., *Services to Women Entrepreneurs: The Western Canadian Case*, Diversification de l'économie de l'Ouest Canada, Winnipeg (Manitoba), 1994.
- Buttner, E. H. et B. Rosen, « Bank Loan Officers' Perceptions of the Characteristics of Men, Women, and Successful Entrepreneurs », *Journal of Business Venturing*, vol. 3, n° 3, 1988, pp. 249 à 258.
- Buttner, E. H. et B. Rosen, « Funding New Business Ventures: Are Decision Makers Biased Against Women Entrepreneurs? » *Journal of Business Venturing*, n° 4, 1989, pp. 249 à 261.
- Buttner, H. et B. Rosen, « Rejection in the Loan Application Process: Male and Female Entrepreneurs' Perceptions and Subsequent Intentions », *Journal of Small Business Management*, v. 30, (1), 1992.
- Bygrave W. et J. Timmons, *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, Boston (Mass), 1992.
- Coalition canadienne pour le réinvestissement communautaire (CCRC), *Background Information and Invitation to Join*, présentation au Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien, février 1997.
- Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCEI), *Double Standard: Financing Problems Faced by Women Business Owners*, FCEI, Toronto, 1995.

Centre canadien du marché du travail et de la productivité (CCMTP), *Access to Capital: Results of a Business Survey*, Ottawa, Canada, 1995.

Centre canadien du marché du travail et de la productivité (CCMTP), *The Role and Performance of Labour-Sponsored Investment Funds in Canada*, Ottawa, Canada, 1995a.

Canner G., *Redlining: Research and Federal Legislative Response*, études sur le personnel, 121 Washington, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, 1982.

Canner G., S. Gabriel, J. M. Woolley, « Race, Default Risk and Mortgage Lending: A Study of the FHA and Conventional Loan Markets », *Southern Economic Journal*, vol. 58, 1991, pp. 249 à 262.

Conference Board du Canada, *A Financing Revolution: The Growth of Non-Bank Lending*, rapport sommaire, Ottawa, 1995.

Conner, C., *Alternative Sources of Debt Financing for Small and Medium-Sized Enterprises*, Conference Board du Canada, Ottawa, 1995.

DalCin, P., Duxbury, L. Haines, G., Riding, A. et R. Safrata, *Salient Characteristics of Informal Investors*, Industrie Canada et le ministère du Développement économique et du Commerce (Ontario), 1993.

Dunkelberg, W., Scott, J. et Cox, E., « Small Business and the Value of Bank-Customer Relationships », *Journal of Bank Research*, vol. 14, n<sup>o</sup>. 5, hiver 1984.

*Economist, The*, « Working for Yourself », 29 août 1992, page 61.

Fay, M., et Williams, L., « Gender Bias And The Availability Of Business Loans », *Journal of Business Venturing*, vol. 8, n<sup>o</sup> 4, 1993, pp. 363 à 376.

Fabowale, L., *An Empirical Investigation of Financial Institutions' Terms of Credit to Female Owners of Small Businesses*, thèse de maîtrise en gestion, non publiée, Université Carleton, Ottawa, Canada, 1992.

Fabowale, L., Orser, B., Riding, A.L., Swift, C., « Gender, Structural Factors, and Credit Terms Between Canadian Small Businesses and Financial Institutions », *Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol. 19 (4), 1995, pp. 41 à 66.

Freear, J., J. Sohl, W. Wetzel, « Who Bankrolls Software Entrepreneurs », *Frontiers of Entrepreneurship*, vol. 16, 1995, pp. 394 à 406.

Garety, V., « Understanding the Equipment Leasing Marketplace », *Journal of Equipment Lease Financing*, vol. 13 (1), 1995.

Garwood, G. et D. Smith, « The Community Reinvestment Act: Evolution and Current Issues », *Federal Reserve Bulletin*, vol. 79 (4), 1993, pp. 251 à 267.

Haines, G., Riding, A.L., « Loan Guarantee Programs For Small Firms: Recent Canadian Experience On Risk, Economic Impacts, And Incrementality », *Frontiers of Entrepreneurship*, vol. 16, 1995, pp. 422 à 436.

Haines, G., Riding, A.L., Thomas, R., « The Bank-Small Business Relationship: A Model and Some Canadian Experience », actes du 36<sup>e</sup> congrès mondial annuel du Conseil international de la petite entreprise tenu à Vienne (Autriche), 1991.

Haines, G., Riding, A.L. et Thomas, R., « Small Business Bank Shopping in Canada », *Journal of Banking and Finance*, vol. 15, 1991, pp. 1041 à 1056.

Haines, G., Riding, A.L., Thomas, R., « The Bank-Small Business Relationship: A Recursive Model », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 18 (4), 1994, pp. 5 à 24.

Haines, George, Riding, Allan, Swift, Catherine, « Small Businesses' Satisfaction with Canadian Lending Institutions », document de travail de l'Université Carleton, Ottawa (Canada), 1992.

Higgins, J., *Financing Emerging Businesses: Canada and US Cost Comparisons of Initial Public Offerings*, Conference Board du Canada, n<sup>o</sup> 119-94, Ottawa, 1994.

Jog, V. et Riding, A., « Tax Assistance and the Performance of IPOs in Canada: The Case of the Quebec Stock Savings Plan », actes de la Conférence ENDEC, Université technique Nanyang, Singapour, 1990.

Jog, V. et Riding, A., « On the Valuation of IPOs on the Toronto and Montreal Equity Markets », *Frontiers of Entrepreneurship*, Babson College, Babson Park, Mass, 1990.

Jog V., « The Climate for Canadian Initial Public Offerings », *Marchés financiers*, P. Halpern, éd., Industrie Canada, 1997.

Kalymon, B., *Preliminary Study on the Implications of an Extension of the Small Business Loans Act to Capital Leasing*, Industrie Canada, Ottawa, 1995.

Lacker J., « Neighbourhoods and Banking », *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 81 (2), 1995, pp. 13 à 38.

LaCour-Little, M., « Application of Reverse Regression to Boston Federal Reserve Data Refutes Claims of Discrimination », *Journal of Real Estate Research*, vol. 11 (1), 1996, pp. 1 à 12.

Languedoc, Colin, « Women Have Tougher Time Getting Bank Credit: Study », *Financial Post*, 19 décembre 1988, p. 3.

Lindsey, L., « Statement to the US House Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit of the Committee on Banking and Financial Services », *Federal Reserve Bulletin*, vol. 81 (5), 1995, pp. 424 à 430.

Macey J. R., G. P. Miller, « The Community Reinvestment Act: An Economic Analysis », *Virginia Law Review*, vol. 79 (2), 1993, pp. 291 à 348.

MacIntosh, J., « Regulatory Barriers to Raising Capital for Small Firms », *Canadian Financial Services Alert*, vol. 6 (8), 1994a, pp. 57 à 64.

MacIntosh, J., *Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprises in Canada*, Projet secteur public et compétitivité, School of Policy Studies, Université Queens, Kingston (Ontario), 1994.

MacIntosh, J. « Venture Exits in Canada and the US », *Marchés financiers*, P. Halpern, éd., Industrie Canada, 1997.

Mary McDonough Research Associates, *Annual Survey: Asset-based Financing & Leasing in Canada, Fiscal Year 1995*, Association canadienne de financement et de location, Toronto, 1996.

Mason, C. et Harisson, R., *Informal Venture Capital*, Prentice-Hall International, London, R.-U., 1995.

Munnell, A., L. Browne, J. McEneaney, G. Tootell, « Mortgage Lending in Boston: Interpreting the HMDA Data », document de travail n° 92-7, Boston: Federal Reserve Bank of Boston tel que cité par Lacker, 1995.

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, *Task Force on Small Business Financing*, rapport final, Toronto, 1993.

Ministère du Développement économique et du Commerce de l'Ontario, *Young Companies Study*, gouvernement de l'Ontario, Toronto, 1996.

Osteryoung, J., « An Empirical Investigation of SCORs: Do Geographical Region and Amount Offered Affect the Success of Offerings », *Frontiers of Entrepreneurship*, Babson College, Babson Park, Mass., 1996, p. 413.

Mallet, T., « A Profile of Self-employment Earnings », *The Journal of Small Business and Entrepreneurship*, vol. 8 (3), 1991.

Orser, Barbara et Mary Foster, *L'entreprise à domicile : Les Canadiens et le travail à domicile*, ministère de l'Emploi et de l'Immigration, Ottawa (Canada), 1992.

Orser, Barbara J., *Macroenvironmental Factors and Myths of Home-Based Work*, actes du 36<sup>e</sup> congrès mondial annuel du Conseil international de la petite entreprise tenu à Vienne (Autriche), 1991.

Orser, B, Riding, A. et Swift, C., « Banking Experiences of Canadian Micro-Businesses », *Journal of Enterprising Culture*, vol. 2, n° 1, 1994.

Comité permanent de l'industrie, procès-verbaux de plusieurs rencontres tenues en 1994, gouvernement du Canada, Ottawa (Ontario), 1994.

Comité permanent de l'industrie, *Pour financer le succès de la PME*, deuxième rapport, gouvernement du Canada, Ottawa, 1994.

Petersen, R. et Shulman, J., « Capital Structure of Growing Small Firms: A 12-Country Study on Becoming Bankable », Centre national de recherche et développement en administration, Série de documents de travail n° 87-06, School of Business Administration, Université Western Ontario, London (Ontario), 1987.

Picot, G., Baldwin, J. et Dupuy P., *Création d'emplois selon la taille des entreprises : concentration et persistance des gains et pertes d'emplois dans les entreprises canadiennes*, Groupe d'analyse des entreprises et du marché du travail, Statistique Canada, Ottawa (Ontario), 1996.

Reynolds, Paul et Brenda Miller, *Minnesota New Firms Study: An Exploration of New Firms and Their Economic Contribution*, Center for Urban and Regional Affairs, 330 Hubert H. Humphrey Center, Minneapolis (Minnesota), 1987.

Riding, A. et Orser, B., *Dimensions of Access to Equity Capital in Canadian SMEs: Implications and Findings from Multiple Data Sources*, allocution prononcée à la Babson Entrepreneurship Research Conference à Seattle en avril 1996.

Riding, A. and Swift, C., « Women Business Owners and Terms of Credit: Some Empirical Findings of the Canadian Experience », *Journal of Business Venturing*, vol. 5, n° 5, 1990, pp. 327 à 340.

Riding, A., en collaboration avec Blatt, R., «... 'Where Angels Fear to Tread': Some Lessons from the Canada Opportunities Investment Network Experience », *Informal Venture Capital*, C. Mason and R. Harisson, éd., Prentice Hall International, London, R.-U., 1995.

Riding, A. et Haines, G., *Access to Credit: Lending Priorities and SMEs*, Industrie Canada, gouvernement du Canada, Ottawa, 1994.

Riding, A. et Short D., « On the Investment Potential of Informal Investors: A Capture-Recapture Approach », *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, vol. 5 (5), pp. 26 à 40.

Robinson M., « Raising Equity Capital for Small and Medium Sized Enterprises Using Canada's Public Equity Markets », *Marchés financiers*, P. Halpern, éd., Industrie Canada, 1997.

Sargent, M. « Blue Sky Law: The SCOR Solution », *Securities Regulation Law Journal*, vol. 18 (1), 1990, pp. 93 à 102.

Schill M., S. Wachter, « Borrower and Neighbourhood Racial and Income Characteristics and Financial Institution Mortgage Application Screening », *Journal of Real Estate Finance and Economics*, vol. 9, 1994, pp. 223 à 239.

Srivastava, A., « Price Discounts on Equity Private Placements », document de travail de l'Université Carleton n° 93-11, 1993.

Star, Alvin, « The Proliferation of 'Quasi Businesses' », *Journal of Small Business*, janvier 1981, 1993, pp. 57 à 61.

Statistique Canada, « *Le Quotidien* », 15 novembre 1994.

Stevens, J., *Applied Multivariate Statistics for the Social Sciences*, Hillsdale, New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates, éditeurs, 1986.

Stevenson, L., « Against All Odds: The Entrepreneurship of Women », *Journal of Small Business Management*, vol. 24 (3), 1986, pp. 30 à 36.

Storey, D. J., *Understanding the Small Business Sector*, Routledge Press, London, R.-U., 1994.

Suret, J.-M., et Cormier, E., « Le Régime d'épargne-actions du Québec : vue d'ensemble et évaluation », *Marchés financiers*, P. Halpern, éd., Industrie Canada.

Thompson Lightstone & Company, *Les PME au Canada : Énoncé de leurs besoins, de leurs attentes et de leur satisfaction envers les institutions financières*, vol. 1 et 2, Association des banquiers du Canada, Toronto, 1996 et 1997.

Vaillancourt, F., A. Brulé, M. Jovanovic, J. Trottier, « Labour-Sponsored Venture Capital Funds: Analysis and Lessons from Quebec », *Marchés financiers*, P. Halpern, éd., Industrie Canada, 1997.

Wetzel, W. et I. Wilson, « Seed Capital Gaps: Evidence from High Growth Ventures », Babson Entrepreneurship Research Conference, Wharton School, University of Pennsylvania, Philadelphie, 1985.

White, L., « The CRA: The Bad Results of Good Intentions », *Journal of Retail Banking*, vol. 15 (3), 1993, pp. 13 à 19.

Wynant, L. et J. Hatch, *Banks and Small Business Borrowers*, Université Western Ontario, London, 1991.

## **Annexe A :**

### **Notions élémentaires sur le rationnement du crédit et bibliographie annotée**

#### **Qu'est-ce que le rationnement du crédit?**

Suivant un principe économique de base, le prix des marchandises régularise la production en faisant en sorte que l'offre corresponde à la demande. En effet, si le marché est inondé par une quantité excédentaire d'un produit donné, le prix de ce produit diminue, ce qui incite les consommateurs à s'en procurer et décourage les fournisseurs d'en produire davantage. Si, à l'inverse, les consommateurs demandent des quantités plus importantes d'un produit que ce que le marché est capable de produire, les prix augmentent, ce qui décourage les consommateurs de continuer à acheter ce produit (et peut même les inciter à renoncer à un premier achat), et de nouveaux fournisseurs sont attirés sur ce marché. Lorsque le marché fonctionne bien, la demande d'un produit est toujours satisfaite parce que le prix de ce produit crée un équilibre entre les besoins des consommateurs et ceux des fournisseurs.

Pourtant, en ce qui concerne les prêts bancaires, certains propriétaires de petites entreprises se plaignent de ne pas avoir accès aux capitaux dont ils ont besoin pour combler leurs besoins de financement. Au Canada, lorsque des institutions prêteuses avancent des fonds à une petite entreprise, le « prix » se situe presque toujours dans une fourchette de taux d'intérêt se situant entre le taux de base et le taux de base plus 3 %. Il semble que le loyer de l'argent ne franchisse jamais ce plafond du taux de base plus 3 % et que plutôt que d'exiger des taux plus élevés, les banques refusent tout simplement d'accorder du crédit aux demandeurs de prêts. En d'autres termes, sur ce marché, il semble que le principe décrit précédemment ne s'applique pas. Si l'on présume que les demandeurs de prêt à qui on refuse du crédit seraient disposés à payer plus pour obtenir le financement demandé, il semble que, à cause d'une offre apparemment limitée, le crédit soit d'une certaine manière « rationné », d'où l'expression « rationnement du crédit ».

Le rationnement du crédit a de nombreuses répercussions. Il influe notamment sur le développement économique national, sur le taux de chômage et sur le financement agricole. Économistes et théoriciens de la finance ont avancé plusieurs théories sur les situations susceptibles d'entraîner un rationnement du crédit, sur l'existence même du rationnement du crédit, sur son importance sur le plan économique et sur ses effets sur les emprunteurs. Les études décrites dans le présent document portent principalement sur le rationnement du crédit à la petite entreprise. Si un tel rationnement existe véritablement, il se peut qu'il empêche les petites entreprises ou les entreprises en démarrage d'obtenir du financement et que par conséquent, le développement, la croissance, voire la survie de ces entreprises soient menacés. Le rationnement du crédit pourrait également procurer un avantage concurrentiel aux entreprises qui appartiennent à un groupe industriel ou à des entreprises plus importantes par rapport aux entreprises indépendantes. Il pourrait aussi empêcher l'optimisation des investissements et ce faisant, influencer négativement sur la croissance économique, l'inflation et l'emploi et sur tout un éventail d'autres facteurs.

## La justification du rationnement du crédit

Les théories sur le rationnement du crédit sont fondées sur l'asymétrie informationnelle qui existe entre les prêteurs et les emprunteurs. On entend par « asymétrie informationnelle » l'écart entre l'information dont dispose l'emprunteur sur le projet pour lequel il a besoin de financement et l'information détenue par le prêteur éventuel.

Un des aspects de cette asymétrie informationnelle est l'*antisélection*. Les modèles théoriques tiennent souvent pour acquis que l'entrepreneur possède des renseignements exclusifs sur les probabilités de succès de son projet ou sur les bénéfices qu'il prévoit d'en tirer, renseignements qu'il ne partage pas avec le prêteur. Le prêteur n'est donc pas en mesure d'établir la différence entre un emprunteur de « qualité supérieure » et un autre de « qualité inférieure », d'où l'éventualité du phénomène d'antisélection. Le prêteur structure donc habituellement ses contrats de crédit de manière à éliminer les effets de l'antisélection, ce qui peut éventuellement entraîner un rationnement du crédit.

Le *risque moral* est un deuxième facteur qui peut entraîner un rationnement du crédit. On désigne par risque moral le fait qu'il soit impossible pour le prêteur de contrôler entièrement la manière dont l'entrepreneur utilisera les fonds qui lui sont prêtés. Il est en effet concevable de penser qu'un entrepreneur donné pourra tirer un avantage économique de décisions qui seront nocives pour la banque (par exemple, l'entrepreneur peut utiliser l'argent emprunté pour investir dans des projets plus risqués que ceux approuvés par le prêteur). Pour éviter ce genre de situation, les banques appliquent parfois des pratiques de crédit qui découragent les emprunteurs d'agir à l'encontre de leurs intérêts. Il arrive que ces mesures préventives entraînent un rationnement du crédit.

Finalement, les coûts importants de surveillance, soit les sommes engagées par une banque pour vérifier les résultats ou les « états financiers » des entrepreneurs, peuvent aussi contribuer au rationnement du crédit. Si certaines catégories de risques moraux contribuent à des coûts de surveillance élevés, ceux-ci n'influent cependant pas sur le résultat des projets de l'entrepreneur. Le risque moral contribue plutôt au problème des coûts de surveillance à cause de la possibilité que l'entrepreneur mente sur le rendement du projet et sur les bénéfices qu'il génère. Même lorsqu'on utilise un modèle où l'antisélection et certaines catégories de risques moraux sont absentes, il arrive que le rationnement du crédit soit avantageux pour la banque.

### **Principales théories sur le rationnement du crédit**

Jaffee et Russell (1976, ci-après appelés J-R) ont influé sur l'orientation de nombreuses études sur le rationnement du crédit. Avant leurs travaux, on croyait de manière générale que le rationnement du crédit relevait d'un déséquilibre temporaire sur les marchés du crédit<sup>1</sup> ou qu'il était causé par une inefficacité du marché attribuable à la réglementation, aux risques et à d'autres facteurs. J-R, s'inspirant des travaux menés précédemment par Akerlof (1970), ont démontré que le marché du crédit pourrait plutôt se caractériser par une oscillation constante

---

<sup>1</sup>Stiglitz et Weiss (1981), 393.

entre le rationnement et l'absence de rationnement. Ils ont élaboré un modèle comportant deux catégories d'emprunteurs, soit les emprunteurs « préférables » pour les banques et ceux « moins préférables », dans lequel les banques sélectionnent<sup>2</sup> leurs emprunteurs en leur offrant des contrats dont le montant est limité (« rationné »)<sup>3</sup>. Subsidiairement, les banques pourraient offrir à tous leurs clients le montant intégral des prêts qu'ils demandent. Si les banques offraient des contrats sans rationnement, une nouvelle banque pourrait, sur un marché concurrentiel, accumuler des bénéfices en limitant les prêts avec des taux d'intérêt plus bas, parce que le rationnement en question réduirait ses créances irrécouvrables et que celles-ci ne seraient donc plus financées par les emprunteurs préférables. Comme les emprunteurs préférables se précipitent pour signer les contrats de crédit avec rationnement, les contrats sans rationnement deviennent non rentables et disparaissent du marché parce que seuls les emprunteurs « moins préférables » les acceptent et que ces contrats génèrent alors une perte. Finalement, tous les contrats de crédit en viennent à comporter une forme de rationnement, deviennent non rentables et disparaissent du marché, ce qui permet aux contrats sans rationnement de réintégrer le marché puisqu'ils redeviennent alors une option rentable pour les banques. Ce processus se poursuit indéfiniment, le marché du crédit se caractérisant par un équilibre oscillant sans cesse entre le rationnement et l'absence de rationnement.

Stiglitz et Weiss (1981, S-W) ont avancé deux théories sur les marchés du crédit se caractérisant par l'antisélection et le risque moral. Premièrement, ils ont démontré qu'une situation de rationnement du crédit peut se perpétuer en équilibre stable. Deuxièmement, ils ont démontré que le rationnement pouvait prendre la forme d'un refus total de crédit à certaines catégories d'emprunteurs. Ils ont étudié séparément les problèmes causés par, d'une part, le risque moral et d'autre part, l'antisélection, et ils ont démontré que la stratégie consistant pour les banques à « refiler » les coûts aux emprunteurs en exigeant que ceux-ci donnent des biens en garantie, ou en exigeant des taux d'intérêt plus élevés de certains emprunteurs afin de tendre vers un « prix d'équilibre », pouvait ne pas être rentable. Les auteurs de cette étude envisagent la possibilité de recourir aux taux d'intérêt pour sélectionner les emprunteurs et pour régler les problèmes que pose l'antisélection, mais les auteurs démontrent que les bénéfices prévus n'augmentent pas toujours en fonction du taux d'intérêt. En effet, si les taux d'intérêt sont trop élevés, les prêts ne sont avantageux que pour les entrepreneurs ayant des projets risqués – ceux dont le rendement éventuel est plus élevé. La banque devra donc composer avec un nombre accru de créances irrécouvrables et son bénéfice s'en trouvera amoindri. Suivant le même principe, l'imposition de taux d'intérêt élevés peut inciter les emprunteurs à poser des gestes qui sont contraires aux

---

<sup>2</sup>La sélection est la méthode utilisée par les banques pour établir des distinctions entre les emprunteurs sur un marché caractérisé par les asymétries informationnelles. Habituellement, les banques offrent à leurs clients éventuels différents types de contrats conçus pour attirer différentes catégories d'emprunteurs. Imaginons, par exemple, un marché qui se caractérise par des entrepreneurs comportant un risque élevé de défaut de paiement et la possibilité de bénéfices importants, et d'autres entrepreneurs présentant un faible risque de défaut de paiement, mais des bénéfices éventuels inférieurs. Si les banques se trouvent dans l'impossibilité d'établir facilement à quelle catégorie appartient un emprunteur, elles peuvent cependant lui offrir de choisir entre deux contrats, un qui générera un bénéfice prévu plus élevé pour les entrepreneurs à risque élevé et un autre qui générera des bénéfices moins importants pour les entrepreneurs présentant un risque peu élevé. En ayant recours à cette méthode de « sélection », les banques peuvent en théorie surmonter les problèmes causés par l'asymétrie informationnelle.

<sup>3</sup>Les emprunteurs seraient disposés à payer des intérêts plus élevés ou à donner davantage de biens en garantie dans le but d'emprunter plus d'argent, mais ne le peuvent pas.

intérêts de la banque. S-W démontrent ensuite qu'en exigeant des garanties plus élevées, une banque peut accroître le degré de risque que représente son portefeuille à cause de l'antisélection et du risque moral.

Williamson (1987) a fait valoir que même sur un marché sans antisélection ni certaines catégories de risques moraux, il peut y avoir rationnement du crédit. Dans le modèle de Williamson, l'information est distribuée de manière symétrique (il n'existe aucun problème d'antisélection) et les actions des entrepreneurs n'ont aucune incidence sur le résultat du projet (il n'y a aucun risque moral). La banque doit cependant exercer une surveillance sur les entrepreneurs afin de vérifier leurs résultats à la fin du projet à défaut de quoi l'emprunteur pourrait maximiser son propre rendement en affirmant que le produit généré par le projet est nul, peu importe son rendement réel. Dans l'étude de Williamson, la banque surveille le rendement d'un entrepreneur uniquement si elle n'est pas payée et les coûts de cette surveillance peuvent être assimilés au coût de la faillite de l'emprunteur. Dans cette étude, Williamson démontre que compte tenu des coûts de surveillance, le rationnement du crédit peut être une option plus rentable pour les prêteurs.

D'autres chercheurs ont élaboré des variantes des hypothèses formulées dans les études de J-R, S-W et Williamson et ont approfondi les travaux de ces derniers. Ainsi, Allen (1983) démontre que, dans un marché où les emprunteurs sont tenus de régler leurs dettes antérieures pour accéder de nouveau au marché du crédit, le fait de limiter le crédit peut permettre aux banques de majorer leurs bénéfices. Koskela (1983) en vient à la conclusion que, sur les marchés où il n'existe aucune antisélection, il peut tout de même y avoir rationnement du crédit de la manière prévue par J-R parce que les contrats avec rationnement du crédit sont moins coûteux pour les emprunteurs. Watson (1984) approfondit les hypothèses de l'étude S-W au moyen d'un modèle dans lequel les personnes « dures à la tâche » (celles qui, en théorie, présentent le risque moral le moins élevé) peuvent être amenées à lancer une entreprise plutôt que de devenir des salariés si les taux d'intérêt demeurent bas. Plaut (1985) fait valoir que le rationnement du crédit est une caractéristique nécessaire à tous les équilibres sur le marché du crédit, puisqu'en fixant toutes les conditions d'un contrat de prêt (échéance, garantie, taux d'intérêt, calendrier de paiement et montant de la somme empruntée), on génère inévitablement une « ration » fixe de crédit. Stiglitz et Weiss (1992) ont approfondi leur propre étude précédente en tenant compte simultanément des décisions relatives aux garanties et au taux d'intérêt et ont ainsi démontré que le rationnement du crédit demeure possible dans le cadre de leur modèle. Olekans et Sibly (1992) font valoir que le rationnement du crédit est une réaction optimale aux négociations entre les banques et les emprunteurs qui se déroulent dans un contexte où l'avenir est inévitablement incertain. L'étude conclut que le rationnement ne peut être surmonté que dans l'hypothèse irréaliste d'une assurance totale de ce que sera l'avenir.

Bester (1985) avance la théorie que les banques peuvent parvenir à une sélection parfaite et ainsi éliminer le rationnement du crédit. Bester soutient qu'une sélection parfaite peut être obtenue en manipulant à la fois les taux d'intérêt et les exigences relatives aux garanties pour créer des contrats qui sont compatibles avec les mesures d'incitation. On entend par là que pour chaque catégorie de risque, il existe un contrat qui est plus attrayant pour l'emprunteur parce qu'il est adapté à ses besoins. Dans le modèle de Bester, les garanties sont un instrument qui ne coûte rien. Besanko et Thakor (1987a) ont créé un modèle s'inspirant de celui de Bester, mais

comportant une limite quant aux biens que les emprunteurs peuvent donner en garantie et s'appuyant sur l'hypothèse que les garanties sont un instrument coûteux. Ils en sont venus à la conclusion que la sélection parfaite avancée dans le modèle de Bester n'est possible que dans une situation où les emprunteurs bénéficient d'une quantité illimitée de biens à nantir. Dans le cas contraire, les banques peuvent utiliser le rationnement comme solution de rechange, même s'il s'agit d'un mécanisme de sélection moins efficace. Calomiris et Hubbard (1990), qui estiment qu'il existe un seuil critique de biens que l'on peut donner en garantie et au-delà duquel aucun emprunteur n'est rationné, appuient également les conclusions de Bester.

### **Le rationnement du crédit est-il un problème?**

Comme nous l'avons mentionné précédemment, le rationnement du crédit est lourd de conséquences. Trois études se sont penchées sur les effets qu'a le rationnement du crédit sur les investissements des entreprises dans la foulée de la théorie de Modigliani et Miller (1958) selon laquelle les décisions d'investissement et de financement d'une entreprise relèvent de processus distincts. Fazzari, Hubbard et Petersen (1988); Hoshi, Kashyap et Scharfstein (1991) ainsi que Schaller (1993) ont classé des échantillons d'entreprises par catégories établies selon l'asymétrie informationnelle qu'on était susceptible d'y relever. Parce qu'elles sont bien connues, cotées en bourse ou que leurs assises sont solides, les entreprises d'une de ces catégories partagent davantage de renseignements avec les prêteurs. Par conséquent, ceux-ci sont plus confiants et mieux disposés à leur faire crédit puisque les risques de problèmes susceptibles de mener à un rationnement du crédit sont plus faibles. Le comportement des entreprises des diverses catégories en matière d'investissement a ensuite été comparé, et l'on en est venu à la conclusion que les contraintes de financement ont un effet sur les décisions d'investissement des entreprises. Cependant, Faroque et Ton-That (1995) ont critiqué ces études pour des motifs méthodologiques, faisant valoir que les critères sur lesquels on a fondé la classification influent sur les conclusions quant au caractère significatif de l'insuffisance de liquidités sur les décisions en matière d'investissement. Au moyen d'une série de tests effectués sur un échantillon non hiérarchisé de données issues d'entreprises canadiennes, Faroque et Ton-That en sont venus à la conclusion qu'il n'existe aucune preuve convaincante confirmant l'une ou l'autre des théories de surinvestissement ou de sous-investissement.

Entre autres études qui tendent à confirmer le caractère significatif des restrictions imposées au crédit accordé aux entreprises du secteur privé, mentionnons celles de Martin (1990) et de Calem et Rizzo (1995). La première de ces études démontre que la demande de prêts bancaires des entreprises du Royaume-Uni excède l'offre. Dans la deuxième, on utilise des données issues du secteur hospitalier pour démontrer que la croissance des petits hôpitaux américains non affiliés est limitée par les coûts d'emprunt. Berger et Udell (1990) ont quant à eux analysé un volumineux échantillon de contrats de prêt pour voir si la « viscosité » (rigidité à la baisse) des taux d'intérêt correspondait aux prédictions établies en vertu de la théorie du rationnement du crédit. Ils ont constaté que dans une large mesure, la « viscosité » observée dans les contrats de crédit ne peut être attribuée au rationnement du crédit parce que, par exemple, elle touche aussi les emprunteurs qui sont protégés par contrat contre le rationnement. Evans et Jovanovic (1989) en viennent à la conclusion que les emprunteurs n'ont pas accès autant qu'ils le souhaiteraient au crédit, mais qu'ils bénéficient, dans une perspective sociale plus globale, du volume maximal de

crédit possible. Hillier et Worrall (1994) en concluent même qu'il se peut que le crédit soit rationné, mais selon eux, il conviendrait de le rationner encore plus strictement!

Outre Evans et Jovanovic et Hillier et Worrall, d'autres chercheurs font valoir que les banques ne nuisent pas au bien-être collectif en limitant les prêts. De Meza et Webb (1987) ont créé un modèle qui démontre que si le rendement prévu d'un projet varie, un niveau d'investissement excessif sur le plan social surviendra sans rationnement du crédit. De la même manière, de Meza et Webb (1992) font valoir que le rationnement du crédit peut être bénéfique pour la société. En limitant le montant des prêts, les banques s'assurent que les entrepreneurs éviteront la faillite en cas de conjoncture défavorable. Finalement, de Meza et Southey (1996) ont approfondi les études antérieures effectuées par de Meza et Webb et ont avancé que des facteurs psychologiques peuvent amener les investisseurs à se montrer excessivement optimistes quant aux perspectives de succès de leurs projets, ce qui peut les pousser à demander trop de crédit.

### ***Garanties et contrats de prêt***

Le rôle des garanties figure aussi parmi les questions débattues dans la littérature sur le rationnement du crédit. Dans le processus décisionnel des banques en matière de crédit, les garanties servent deux objectifs. Premièrement, la garantie sert à réduire le risque couru par la banque en permettant une sélection des emprunteurs et en la protégeant. Deuxièmement, la garantie sert de mécanisme d'incitation : elle permet de surmonter le problème du risque moral en décourageant les emprunteurs de se trouver en défaut de paiement. Entre autres questions entourant le recours aux garanties, mentionnons le lien entre le montant de la garantie et le risque représenté par l'emprunteur, l'importance des garanties dans un contrat de prêt optimal et les autres rôles joués par les garanties dans les pratiques d'attribution des prêts. On trouvera dans la présente section une description de l'état actuel de ces débats.

Stiglitz et Weiss (1981) ont fait valoir que si les banques exigent des garanties, ce n'est pas pour décourager les emprunts et équilibrer le marché car selon eux, des exigences plus strictes en matière de garantie attirent nécessairement des emprunteurs représentant un niveau de risque plus élevé et préconisant un comportement plus risqué. Dans leur étude, ils soutiennent que les banques qui exigent des garanties élevées attirent une clientèle dont le revenu est élevé et dont le degré de tolérance au risque est plus élevé que celui des personnes moins fortunées. De la même manière, des garanties d'une valeur supérieure incitent davantage l'emprunteur à poser des gestes susceptibles de diminuer les profits que la banque prévoyait de tirer du prêt consenti. Bester (1985, 1987) estime par contre que les emprunteurs représentant un degré de risque plus élevé n'ont habituellement pas de garanties à offrir et obtiennent donc du crédit non garanti tandis que les emprunteurs présentant moins de risque sont habituellement ceux qui sont en mesure de fournir des garanties. Besanko et Thakor (1987b) souscrivent au point de vue de Bester, sous réserve que le marché soit parfaitement concurrentiel. Chan et Kanatas (1985) ont étudié la relation entre le risque et les garanties dans une économie où il n'existerait pas de risque moral. Ils en sont venus à la conclusion que, lorsqu'il existe une asymétrie informationnelle et que les garanties servent de mécanisme d'avertissement, les emprunteurs présentant un risque moins élevé auront davantage tendance à offrir des garanties.

Igawa et Kanatas (1990) en sont venus quant à eux à la conclusion que les emprunteurs de qualité inférieure (ceux dont les prêts devraient générer un rendement moins élevé pour la banque) se voient accorder du crédit non garanti. Finalement, Boot, Thakor et Udell (1991) pensent différemment et estiment que les « mauvais » emprunteurs se voient proposer uniquement des prêts garantis. Berger et Udell (1990) ont tenté de trancher le débat en analysant un volumineux échantillon de prêts. Ils espéraient ainsi établir une relation entre les garanties fournies et les divers risques courus par les banques. Ils ont constaté une association certaine entre les garanties et le niveau de risque couru, la valeur de la garantie offerte étant directement proportionnelle aux risques représentés par l'entreprise cliente, pour le prêt consenti et pour l'ensemble du portefeuille de prêts de la banque.

Il est généralement admis que la nécessité d'exiger des garanties nuit autant aux banques qu'aux emprunteurs. Selon les théories élaborées, les contraintes liées aux garanties réduisent les possibilités de financement offertes aux entreprises et les investissements [Schaller (1993), Besanko et Thakor (1987b), Igawa et Kanatas (1990) ainsi que Calomiris et Hubbard (1990)]. Igawa et Kanatas soutiennent qu'à cause de l'asymétrie informationnelle, les banques exigent des garanties excessives des entreprises de qualité supérieure, d'où un sous-investissement lié à l'actif donné en garantie par rapport à la solution idéale. Certains font aussi valoir que le recours aux garanties constitue une pratique coûteuse pour les banques. Besanko et Thakor (1987b) en viennent à la conclusion que les banques, dans une situation optimale, n'exigeraient aucune garantie, parce qu'il s'agit d'une méthode inefficace de puiser à même la richesse de l'emprunteur. Boot, Thakor et Udell (1991) souscrivent à cette hypothèse et en concluent que les garanties engendrent une perte de capacité pour la banque. Dans l'ensemble, la prépondérance des éléments de preuve avancés semble appuyer la théorie selon laquelle l'exigence d'une garantie est un mécanisme de sélection dont la lourdeur est excessive, compte tenu des pertes subies par les prêteurs.

### ***Les relations entre prêteurs et emprunteurs***

L'exigence d'une garantie n'est pas le seul moyen qui s'offre aux prêteurs pour surmonter le problème de l'asymétrie informationnelle. Les antécédents de l'emprunteur constituent aussi une source utile de renseignements à laquelle la banque peut recourir pour évaluer les demandes de crédit. Fondamentalement, les études sur cette question mettent en valeur le fait que lorsqu'il peut fournir davantage de renseignements, un emprunteur obtient en général des conditions plus avantageuses. Stiglitz et Weiss (1983) en concluent qu'un équilibre de Nash peut exister sur un marché du crédit donné, si les prêteurs refusent d'avancer des fonds aux demandeurs de crédit qui n'ont pas remboursé leurs prêts précédents. On obtient un résultat semblable même si les bénéficiaires que l'on tire des prêts à de nouveaux emprunteurs sont alors inférieurs. De même, Allen (1983) a démontré que le fait de prendre en considération les antécédents d'une entreprise dans la décision d'accorder ou non le prêt peut inciter les emprunteurs à régler leurs créances antérieures, car ils évitent ainsi les coûts liés à une éventuelle exclusion du marché du crédit. Diamond (1989) a créé un modèle afin d'établir quelle était la valeur de l'accumulation de renseignements pour les emprunteurs et en a conclu que ceux dont les antécédents sont positifs se voient accorder des conditions de crédit plus avantageuses par la suite.

Berger et Udell (1995) ont procédé à une étude empirique de la relation entre les institutions prêteuses et les petites entreprises et en sont venus à la conclusion que les clients des banques qui remboursent leurs dettes paient des taux d'intérêt moins élevés par la suite et qu'on exige d'eux moins de garanties. Cette conclusion de Berger et Udell est conforme à celle de Boot et Thakor (1994) qui ont appliqué le concept des jeux répétés à l'infini au marché du crédit et en ont conclu que les emprunteurs qui respectent leur contrat jusqu'à son échéance obtiennent par la suite des conditions de crédit plus avantageuses. Webb (1991) a créé un modèle dans lequel les emprunteurs pouvaient être sélectionnés en fonction de leurs antécédents et il a été en mesure d'obtenir une sélection parfaite dans le cadre de ce modèle. Il en vient à la conclusion que l'accumulation de renseignements contribue à une meilleure répartition des investissements. Finalement, Pagano et Jappelli (1993) ont démontré que le partage de renseignements entre les institutions financières amène une augmentation du volume de prêts si, à cause de l'antisélection, les emprunteurs sûrs sont chassés du marché par des coûts excessifs. L'appartenance à une organisation de partage de l'information génère des avantages et entraîne des coûts pour la banque.

### ***Intervention de l'État sur les marchés du crédit***

Quel rôle l'État devrait-il jouer sur un marché du crédit qui se caractérise par le rationnement? Certains gouvernements ont tenté de s'attaquer au problème du rationnement du crédit. On trouvera ci-après un échantillon de l'abondante littérature sur ce sujet.

Selon le modèle mis au point par Jaffee et Russell (1976), lorsque les banques bénéficient d'un pouvoir monopolistique, il n'y a pas de rationnement du crédit. Les auteurs proposent donc que les gouvernements confient aux banques un pouvoir de type monopolistique afin de résoudre le problème de rationnement du crédit. Smith (1983) a créé un modèle similaire à celui de Jaffee-Russell (1976) et en est pourtant venu à la conclusion que les gouvernements devaient répondre à la demande excédentaire en offrant eux-mêmes des prêts. Il a prédit que ce modèle aurait des effets déflationnistes, serait conforme au critère de Pareto et influencerait sur les taux du marché du crédit. Lombra et Wasylenko (1984) ont mis au point un cadre analytique qui leur a permis d'analyser les efforts du gouvernement américain pour subventionner la petite entreprise. Les auteurs en sont venus à la conclusion que la meilleure manière de résoudre le problème de financement des petites entreprises américaines consistait à modifier le régime fiscal. Ils ont aussi avancé que les garanties de prêt, même si elles peuvent contribuer à atténuer les imperfections du marché, constituent un mode d'intervention plus lourd, difficile à évaluer et dont l'effet net demeure ambigu. Innes (1991) penche en faveur du subventionnement par l'État des entreprises de qualité dite « inférieure », avançant qu'il s'agit probablement de la meilleure stratégie en l'occurrence.

### ***Vérification des théories sur le rationnement du crédit***

Outre l'étude de Faroque et de Ton-That (1995), d'autres chercheurs se sont penchés sur l'effet des caractéristiques des modèles sur les prévisions émanant des théories sur le rationnement du crédit. Hellwig (1987) a comparé les divers jeux utilisés dans des études antérieures sur le rationnement du crédit pour voir si les caractéristiques de ces jeux influent sur les conclusions

quant à la forme que le rationnement du crédit pouvait prendre. Les différentes caractéristiques avaient trait au nombre d'étapes de chaque jeu et à leur synchronisation, aux moyens dont disposent les agents économiques et aux contrats conclus. Il en est venu à la conclusion que la modification des caractéristiques du jeu peut amener des résultats différents. Chan et Thakor (1987) ont comparé les caractéristiques du modèle de J-R et de celui de S-W et en sont venus aux conclusions suivantes :

- les modèles du type de celui de J-R ne génèrent aucun rationnement si les emprunteurs disposent d'une quantité illimitée de biens à céder en garantie;
- les modèles du type de S-W comportent des anomalies de répartition peu importe la quantité de biens mis en garantie par les emprunteurs;
- les explications sur le rationnement dans la littérature existante semblent dépendre fortement d'un certain nombre d'hypothèses concernant la nature de la concurrence sur le marché.

## Sommaire

Le débat se poursuit dans la littérature sur le rationnement du crédit. On se demande notamment si le rationnement du crédit est un phénomène économique significatif, s'il nuit à l'économie ou s'il prémunit au contraire contre des problèmes plus graves, et si l'on peut surmonter cette difficulté en ayant recours à une meilleure sélection, à des interventions étatiques, au partage de l'information, etc. Il semble y avoir un certain consensus sur le fait que les trois problèmes majeurs que sont l'antisélection, les coûts élevés de la surveillance et le risque moral sont à l'origine du rationnement du crédit. Il semble aussi qu'il y ait accord sur le fait que le rationnement du crédit est avantageux pour les entrepreneurs dont les affaires sont prospères, car il réduit les craintes de l'institution prêteuse que l'emprunteur agisse d'une manière qui lui est préjudiciable. La réputation et d'autres modes de communication de l'information (comme une meilleure sélection) semblent améliorer les pratiques de prêt en permettant une adaptation des contrats en fonction des besoins de certains groupes et en évitant que les emprunteurs de qualité supérieure se trouvent à subventionner ceux de qualité inférieure.

## Bibliographie annotée : rationnement du crédit

**Allen, Franklin**, « **Credit Rationing and Payment Incentives** », *Review of Economic Studies*, **50**, 1983, pp. 639 à 646.

Dans le contexte des emprunts personnels contractés à des fins de production, l'auteur élabore une théorie en vertu de laquelle les coûts des défauts de paiement sont aussi endogènes. Les emprunteurs ne peuvent contracter de nouveaux prêts s'ils n'ont pas d'abord réglé leurs dettes plus anciennes et ils ne rembourseront ces dettes plus anciennes que si la valeur du paiement qu'ils doivent effectuer est inférieure à la valeur qu'ils attribuent au droit de garder accès au marché du crédit. Parce que l'avantage que procure le défaut de paiement est une fonction linéaire croissante et que la valeur de l'accès futur au marché du crédit est concave, en limitant le crédit on s'assure qu'il demeure rentable pour les entreprises de rembourser leurs dettes.

**Beaudry, Paul et Poitevin, Michel**, « **Competitive Screening in Financial Markets when Borrowers can Recontract** », *Review of Economic Studies*, **62** (3, 212), 1995, pp. 401 à 423.

Les auteurs de cette étude tentent d'établir en quoi la possibilité d'obtenir de nouveaux contrats de prêt influe sur le financement des projets lorsque l'entrepreneur possède des renseignements exclusifs sur la distribution des rendements. Si l'on introduit dans le modèle la variable « conclusion de nouveaux contrats », l'équilibre séparateur prévu entre les emprunteurs représentant un risque faible et ceux représentant un risque élevé ne peut se concrétiser parce que ces derniers peuvent fournir des renseignements trompeurs et solliciter de nouveaux contrats qui modifieraient le risque qu'ils représentent. Un jeu est proposé dans le cadre duquel un entrepreneur sollicite un prêt initial d'une institution financière ne disposant d'aucune information à son sujet. Lorsque le projet est amorcé, l'entrepreneur peut demander du financement supplémentaire, mais les banques disposent alors de renseignements sur les contrats existants et tiennent compte de la hiérarchie chronologique des créances. L'étude amène les auteurs aux conclusions suivantes : (1) l'équilibre se caractérise par la séparation, mais les modalités du financement obtenu sont largement tributaires des résultats de projets similaires réalisés antérieurement sur le marché, lesquels jouent un rôle déterminant dans l'établissement du degré de risque; (2) lorsque le marché est optimiste à l'égard d'un projet, un équilibre séparateur existe, mais les contraintes liées à la compatibilité des normes ne sont pas exécutoires; (3) même si le marché est très pessimiste à l'égard d'un projet, il existe toujours un équilibre en vertu duquel un projet bien conçu recevra le financement dont il a besoin et (4) l'incapacité dans laquelle se trouve l'entrepreneur de promettre qu'il ne conclura pas de nouveaux contrats peut être considérée comme conforme au critère de Pareto dans certaines situations.

**Berger, Allen N. et Gregory F. Udell**, « **Collateral, Loan Quality, and Bank Risk** », *Journal of Monetary Economics*, **25**, 1990, pp. 21 à 42.

Au moyen d'une base de données contenant de l'information sur plus d'un million de prêts consentis par 340 banques de partout aux États-Unis entre 1977 et 1988, les auteurs tentent de procéder à une analyse empirique de la corrélation entre les garanties et les emprunteurs, entre le prêt et le risque bancaire. L'article fait d'abord état de données transversales sur des prêts individuels dans une tentative visant à estimer les différences de primes de risque entre les prêts

garantis et les prêts non garantis et d'utiliser ces différences comme un indicateur *ex ante* de risque. Ensuite, les auteurs utilisent des regroupements de séries chronologiques de données transversales sur les mesures *ex post* du degré de risque des emprunteurs et des prêts afin d'analyser les différences associées au recours à des garanties. Les auteurs concluent que pour les trois catégories de risque de crédit étudiées (entreprise, prêt et banque), il existe une relation directe entre la garantie et le risque. Les entreprises représentant un risque plus élevé ont tendance à fournir des garanties plus considérables, les prêts garantis tendent à être plus risqués et les portefeuilles de prêts des banques qui accordent plus de prêts non garantis ont tendance à être plus risqués.

**Berger, Allen N. et Gregory F. Udell, « Some Evidence on the Empirical Significance of Credit Rationing », *Journal of Political Economy*, 100 (5), 1992, pp. 1047 à 1077.**

Dans cet article, les auteurs effectuent un test empirique de signification statistique du rationnement du crédit au moyen d'un échantillon de plus d'un million de contrats de prêt. Dans le cours de leur analyse, ils s'efforcent d'établir un lien entre les cas de « viscosité » des taux d'intérêt exigés sur les prêts et la théorie du rationnement du crédit. Selon le test de signification statistique effectué, près de la moitié des cas de viscosité observés l'ont été sur des prêts consentis à des emprunteurs, avec engagement de la banque les protégeant contre tout rationnement. Une partie des cas de viscosité restants découlent de prêts où la prime exigée sur les taux est en réalité négative lorsque les taux sur le marché libre sont élevés, ce qui ne peut pas non plus être symptomatique d'une situation de rationnement du crédit. Les auteurs en concluent que le rationnement du crédit en situation d'équilibre fondé sur l'information n'est pas un phénomène macro-économique significatif.

**Berger, Allen N. et Gregory F. Udell, « Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance », *Journal of Business*, 68 (3), 1995, pp. 351 à 379.**

Les auteurs tentent un test empirique de signification statistique des théories sur le comportement en matière de taux d'intérêt, sur les exigences relatives aux garanties et sur les relations entre les entreprises et les banques. Au moyen d'un ensemble de données recueillies dans le cadre d'environ 3 400 entrevues téléphoniques effectuées par la Réserve fédérale américaine et la SBA, l'étude met l'accent sur la durée de la relation entre l'entreprise et la banque comme moyen d'établir la vigueur de cette relation et constate les effets de relations plus « vigoureuses » sur les conditions des contrats conclus. Cette étude porte exclusivement sur les marges de crédit parce que celles-ci témoignent d'une certaine « officialisation de la relation ». Dans l'ensemble de données, on a utilisé cinq catégories de variables : les caractéristiques de la marge de crédit, les caractéristiques financières de l'entreprise, les caractéristiques de gestion de l'entreprise et les caractéristiques de l'information connue et de la relation. On s'est aussi appuyé sur l'hypothèse conjointe (i) que les banques accumulent de l'information précieuse sur un emprunteur au fil du temps, (ii) que cette information influe sur les conditions des contrats de crédit et (iii) que les modifications apportées aux contrats se répercutent sur le taux d'intérêt et sur les garanties exigées, le cas échéant. Les auteurs en sont venus à la conclusion que lorsque la relation entre un emprunteur et sa banque remonte à longtemps, l'emprunteur paie des taux d'intérêt moins élevés et est moins susceptible d'avoir à fournir des garanties. Ces conclusions sont significatives sur le plan aussi bien statistique qu'économique. Elles sont aussi conformes aux prédictions théoriques

de Petersen et Rajan (1993) et de Boot et Thakor (1994) et vont dans le même sens que la littérature actuelle sur le rôle des banques en tant qu'entités productrices d'information.

**Besanko, David et Anjan V. Thakor, « Competitive Equilibrium in the Credit Market under Asymmetric Information », *Journal of Economic Theory*, 42 (1), 1987a, pp. 167 à 182.**

Les auteurs élaborent un modèle de marché du crédit où règne l'asymétrie informationnelle dans une économie hypothétique à une seule période, où il n'existe aucun risque et où les emprunteurs connaissent *ex ante* leur qualité en tant que demandeurs de prêt et ne possèdent qu'un seul attribut : le risque de se trouver en défaut de paiement. Les prêteurs créent des contrats d'incitation compatibles avec les besoins de certaines catégories d'emprunteurs afin d'inciter ceux-ci à faire connaître la catégorie à laquelle ils appartiennent. Les auteurs en viennent à la conclusion que, en présence d'une asymétrie informationnelle, les emprunteurs présentant peu de risques obtiennent davantage de crédit, paient des taux d'intérêt plus élevés et sont tenus de fournir des garanties plus considérables que les emprunteurs présentant un risque plus grand. De plus, même si l'asymétrie informationnelle crée, dans l'attribution du crédit, une distorsion qui mène à un niveau sous-optimal des investissements pourtant élevés de certains emprunteurs, il n'y a pas de rationnement du crédit. Les résultats de cette étude, constatent les auteurs, s'appuient sur l'hypothèse que le marché du crédit n'est pas dynamique et qu'il n'existe aucun risque moral.

**Besanko, David et Anjan V. Thakor, « Collateral and Rationing: Sorting Equilibria in Monopolistic and Competitive Credit Markets », *International Economic Review*, 28 (3), 1987a, pp. 671 à 689.**

Les auteurs modélisent deux marchés du crédit, un qui se distingue par son caractère monopolistique et un autre où règne une concurrence pure, afin d'étudier le rationnement du crédit et le rôle des garanties. Un modèle est donc créé dans lequel les banques offrent différents ensembles de contrats aux emprunteurs éventuels, contrats qui sont structurés de manière à annuler l'effet de l'asymétrie informationnelle. En ce qui concerne le rôle des garanties, les auteurs de l'étude concluent que le nantissement de biens est un outil inefficace, en ce qu'il ne permet pas de tirer davantage de bénéfices d'un emprunteur. De plus, dans une situation monopolistique, le recours à des garanties ne serait pas envisagé. Dans un marché monopolistique caractérisé par une asymétrie informationnelle, le rationnement ne surviendra que si le surplus collectif que l'on prévoit de tirer de l'emprunteur présentant un risque élevé n'est pas suffisamment important. Dans ces circonstances, les emprunteurs représentant un risque élevé sont chassés du marché par une augmentation des prix (les auteurs désignent ce phénomène par l'expression « rationnement par le prix »). Si le marché est concurrentiel, les contrats de prêt optimaux prennent une forme similaire à celle élaborée par Bester (1985), dans laquelle il existe une relation inversement proportionnelle entre les exigences en matière de garantie et les taux d'intérêt. Bien que le nantissement de biens constitue un mécanisme inefficace, les banques en situation de concurrence y ont recours parce qu'il s'agit d'un outil de sélection valable. Dans une situation d'équilibre, le crédit est rationné pour les emprunteurs présentant un faible degré de risque afin de dissuader les emprunteurs représentant un risque élevé de chercher à obtenir les mêmes contrats que les emprunteurs à faible risque.

**Bester, Helmut, « Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information », *The American Economic Review*, 75 (4), 1985, pp. 850 à 855.**

L'auteur fait valoir qu'en situation d'équilibre, aucun rationnement du crédit ne surviendra si les banques ont recours aux garanties et aux taux d'intérêt pour sélectionner les investisseurs en fonction du degré de risque qu'ils représentent. Dans ce modèle, il existe deux catégories d'entrepreneurs à qui on a attribué un budget équivalent et dont le rendement prévu du prêt est le même, mais dont les projets ne présentent pas les mêmes possibilités de succès. Les banques se trouvent dans une situation de concurrence pure et prennent leurs décisions en matière de taux d'intérêt et de garantie simultanément, plutôt que successivement. L'auteur en vient à la conclusion que dans une situation d'équilibre, aucun emprunteur ne se verra refuser du crédit si les banques utilisent les garantie prévues dans le contrat de prêt comme mécanisme d'avertissement.

**Bester, Helmut, « The Role of Collateral in Credit Markets with Imperfect Information », *European Economic Review*, 31, 1987, pp. 889 à 899.**

Dans cet article, l'auteur démontre comment les banques peuvent utiliser les garanties comme mécanisme de sélection en cas d'asymétrie informationnelle. Les investisseurs présentant un risque peu élevé se révèlent eux-mêmes en acceptant de fournir des garanties élevées qui feraient fuir des investisseurs présentant des risques élevés. L'auteur construit un modèle comportant plusieurs entrepreneurs, tous dotés du même budget initial et dont les projets ne se distinguent que par leur probabilité de réussite. Les banques se trouvent dans une situation de pure concurrence et offrent une gamme de contrats qui leur permettent de sélectionner les emprunteurs en exigeant des garanties de valeurs différentes. L'article conclut qu'aucun rationnement n'existera tant qu'une majoration des garanties exigées permettra de mieux sélectionner les emprunteurs ou de ne retenir que les projets les plus sûrs. Le rationnement persiste dans une situation de concurrence uniquement si les biens que l'emprunteur peut céder en garantie possèdent trop peu de valeur pour permettre une sélection parfaite ou pour créer une mesure d'incitation suffisamment forte.

**Bester, Helmut, « The Role of Collateral in a Model of Debt Renegotiation », *Journal of Money, Credit and Banking*, 26 (1), 1994, pp. 72 à 85.**

L'auteur construit un modèle d'emprunt dans un contexte d'asymétrie informationnelle tout en tenant compte de l'effet d'une éventuelle renégociation de la dette. Il s'inspire pour la construction de son modèle des travaux de Gale et Hellwig (1985) et de Diamond (1984). L'information est symétrique *ex ante*, mais les créanciers ne peuvent surveiller l'apport de revenus dans l'entreprise sauf si celle-ci se trouve en défaut de paiement. Deux jeux sont proposés : (1) dans le premier, le créancier s'engage à ne pas renégocier les contrats en cas de défaut de paiement de l'emprunteur et (2) dans le deuxième, le créancier ne s'engage pas à l'avance à ne pas renégocier. Sans la perspective d'une éventuelle renégociation, la menace de faillite incite les entrepreneurs à révéler véritablement à quelle catégorie ils appartiennent et quel rendement ils ont généré dans le passé, mais cette faillite éventuelle peut être coûteuse pour le créancier. Si l'on ajoute la possibilité de renégocier la dette, la menace des coûts liés à une faillite est atténuée, mais les entrepreneurs se trouvent ainsi encouragés à mentir sur le rendement espéré

dans l'espoir d'obtenir ensuite par la renégociation de verser des paiements inférieurs. Cette incitation à tricher peut être atténuée, cependant, en exigeant le dépôt de garanties accessoires. Bester conclut que la présence de garanties accessoires d'une valeur plus élevée permet au créancier de croire que l'entreprise est véritablement à court lorsqu'elle manque à ses obligations. L'étude prétend expliquer pourquoi la renégociation de dettes est si fréquente dans la pratique, mais elle comprend aussi une mise en garde stipulant que l'hypothèse d'une symétrie informationnelle *ex ante* est requise pour obtenir ce résultat.

**Boot, A.W.A., A. V. Thakor et G. F. Udell, « Secured Lending and Default Risk: Equilibrium Analysis, Policy Implications and Empirical Results », *The Economic Journal*, 101 (406), 1991, pp. 458 à 472.**

Les auteurs cherchent à établir à quelles conditions on trouve une relation positive entre la garantie donnée et le risque représenté par l'emprunteur, quel est le rôle de la garantie dans un contexte d'asymétrie informationnelle et de risque moral et de quelle manière la politique monétaire influe sur la dispersion transversale des prêts garantis et non garantis. Les auteurs ont élaboré un modèle dans lequel les banques se livrent concurrence en vue d'obtenir la clientèle des emprunteurs et dans lequel l'offre de dépôts est élastique. Les emprunteurs peuvent prendre des mesures non observables *ex post* qui influent sur le rendement du projet. Il existe donc un risque moral. Les auteurs ajoutent quelques renseignements exclusifs obtenus antérieurement à la conclusion du contrat sur un paramètre exogène à la distribution des paiements versés par l'emprunteur. Ils en concluent que la garantie est un instrument très efficace pour contrer le risque moral, même si elle engendre une perte de capacité pour la banque. Le fait de bénéficier de renseignements exclusifs augmente le recours à des garanties dans les contrats, même si le lien entre la garantie et le risque moral que représente l'emprunteur peut aussi bien être renforcé qu'atténué par ces renseignements. De plus, le risque que représente l'emprunteur est endogène et découle de l'état d'équilibre.

**Boot, A. W. A. et A. V. Thakor, « Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Credit Market Game », *International Economic Review*, 35 (4), 1994, pp. 899 à 920.**

Les auteurs utilisent une relation banque-emprunteur répétée à l'infini, neutre envers le risque moral et le risque universel, pour étudier quels sont les avantages de la durée d'un contrat de crédit si les deux principaux avantages (acquisition de connaissances et partage accru des risques) sont absents. Ce faisant, les auteurs : (1) analysent un jeu répété à l'infini avec actualisation dans un marché de crédit compte tenu des distorsions attribuables au risque moral et aux garanties et (2) en viennent à une compréhension de certains traits caractéristiques des marchés du crédit comme la durabilité de la relation de crédit, les coûts d'emprunt moins élevés pour les emprunteurs connus et la fluctuation des garanties exigées en fonction de l'emprunteur. Ces analyses sont effectuées dans un contexte où l'acquisition de connaissances n'est pas essentielle à la rationalisation de ces comportements. Le modèle utilise un marché du crédit concurrentiel comportant des agents neutres envers le risque. Les emprunteurs, qui sont assujettis à une obligation limitée, maximisent leur surplus de financement sous réserve de tout un éventail de contraintes imposées par la banque. Tous les emprunteurs souhaitent mettre en œuvre le même projet, mais le succès obtenu par chacun varie en fonction d'un facteur d'« exécution »

observé par un tiers. Les auteurs utilisent d'abord un modèle à période unique et en tirent la conclusion que le résultat « idéal », en vertu duquel aucune garantie n'est fournie et où l'entrepreneur déploie un effort maximal, est impossible à obtenir. Sans garantie, la banque ne peut en effet forcer l'entrepreneur à déployer un effort maximal. Lorsqu'on a recours à un jeu répété à l'infini, celui-ci perd son intemporalité. On entend par là que les actions antérieures de l'entrepreneur influent sur ses rapports subséquents avec la banque. Si l'emprunteur se trouve en défaut de paiement, il cède le bien mis en garantie et peut accéder de nouveau au marché du crédit au cours de la période suivante. Pour chaque période, on présume que l'emprunteur est en mesure de fournir une garantie suffisante. Dans le cas des contrats à long terme, l'entrepreneur bénéficie d'une mesure d'incitation additionnelle : la promesse d'un financement futur sous le taux du marché s'il connaît du succès dans le projet en cours. Cette mesure d'incitation additionnelle permet à la banque d'exiger des garanties moins importantes. Les auteurs en viennent à la conclusion que, malgré l'absence de risque universel et sans qu'il y ait acquisition de connaissances, une relation durable avec la banque est avantageuse pour l'emprunteur. Les contrats à long terme permettent à la banque, avec le temps, de recourir avec efficacité aux « surtaxes » et aux « subventions » pour réduire la nécessité des garanties. De plus, la perte moyenne de bien-être attribuable au risque moral est positive pour chaque période jusqu'à l'infini. Troisièmement, lorsqu'un emprunteur connaît du succès dans son premier projet, il se voit accorder de manière perpétuelle, sans garantie, un taux inférieur à celui du marché libre. Le contrat optimal exige en effet uniquement que l'entrepreneur ait déjà connu du succès dans le cadre d'un projet. Si tel est le cas, il se voit accorder automatiquement un certain type de contrat. Dans le cas contraire, il obtient un autre genre de contrat.

**Calem, Paul S. et John A. Rizzo, « Financing Constraints and Investment: New Evidence from Hospital Industry Data », *Journal of Money, Credit and Banking*, 27 (4, 1), 1995, pp. 1002 à 1013.**

Les auteurs affirment se démarquer des études existantes sur la relation entre les investissements et les obstacles au financement en analysant des données provenant du secteur hospitalier plutôt que du secteur manufacturier. Cette étude démontre que les obstacles au financement se répercutent aussi sur les entreprises qui n'appartiennent pas au secteur manufacturier et, en se concentrant sur un seul secteur d'activité, elle évite le problème consistant à attribuer aux obstacles au financement ou aux disparités qui existent d'un secteur d'activité à l'autre, les différences observées dans les liens entre la quantité de liquidités et les investissements. Un corpus de données important provenant de 1 400 hôpitaux est analysé. Les auteurs de l'étude concluent que l'état des liquidités est beaucoup moins lié aux investissements dans les grands hôpitaux affiliés à une chaîne par rapport à ceux appartenant aux autres catégories. De plus, l'état des liquidités semble être plus étroitement lié aux investissements dans les petits hôpitaux indépendants. Les résultats démontrent que les petits hôpitaux et les hôpitaux indépendants sont confrontés, en matière d'emprunt, à des obstacles attribuables aux coûts de mandat.

**Calomiris, C. W. et R. G. Hubbard, « Firm Heterogeneity, Internal Finance, and 'Credit Rationing' », *The Economic Journal*, 100 (1), 1990, pp. 90 à 104.**

Les auteurs démontrent que les conditions auxquelles différents groupes d'entrepreneurs emprunteurs obtiennent du crédit dépendent de leur valeur nette individuelle et collective. Pour y arriver, les auteurs analysent trois questions : (1) ils évaluent le rôle des garanties dans l'attribution du crédit dans un contexte d'asymétrie informationnelle, (2) ils analysent l'attribution du crédit dans un contexte de symétrie et d'asymétrie informationnelles et (3) ils élaborent un modèle d'attribution du crédit en équilibre global dans lequel les prêteurs ne disposent pas d'une offre élastique de fonds. Dans le modèle élaboré par les auteurs, les prêteurs reçoivent l'argent d'investisseurs neutres envers le risque. Les emprunteurs sont classés en fonction de leur valeur nette interne, du rendement de leur projet et de la possibilité pour le prêteur éventuel d'observer l'exécution du projet. Le modèle comprend trois genres de projets : deux qui ne peuvent être distingués l'un de l'autre et un autre dont l'exécution est observable et dont le rendement prévu se situe entre celui des deux projets inobservables. Suivant le même principe, il existe trois catégories d'emprunteurs : ceux au sujet desquels on possède une information symétriquement partagée entre tous les prêteurs, ceux au sujet desquels on dispose d'une information asymétrique et dont le budget est considérable et ceux au sujet desquels on possède une information asymétrique et dont le budget est limité. Le prêteur classe les possibilités de prêt de manière que tous les prêts génèrent un profit équivalent (à défaut de quoi, ses concurrents se priveraient de prêteurs éventuels). Lorsque les garanties exigées sont suffisamment basses, une augmentation des taux d'intérêt amène les « bons » emprunteurs à se retirer en premier. Il existe cependant un seuil critique au-delà duquel la valeur de la garantie exigée incite moins les « mauvais emprunteurs » à se retirer et où il se produit un mélange. Si le budget individuel est fixé à un niveau supérieur au seuil critique en question, l'asymétrie informationnelle n'est plus significative. Il découle implicitement de cette constatation qu'il n'y aura pas de rationnement du crédit si les emprunteurs en cause possèdent un budget suffisant. L'étude décrit trois genres de classement susceptibles d'être recherchés par le prêteur : (1) lorsque la valeur nette interne des emprunteurs est faible, le prêteur accordera la préférence aux demandeurs de crédit au sujet desquels il dispose d'une information symétrique et imposera un rationnement à ceux à forte intensité d'information; (2) lorsqu'un groupe d'emprunteurs à forte intensité d'information possède une valeur nette interne élevée, les prêteurs peuvent sélectionner d'abord les entrepreneurs à forte intensité d'information dotés de la richesse la plus grande, et sélectionner ensuite les emprunteurs au sujet desquels ils disposent d'une information symétrique, puis finalement, sélectionner les demandeurs dotés d'un budget moindre au sujet desquels ils se trouvent dans une situation d'asymétrie informationnelle; (3) si les emprunteurs au sujet desquels on se trouve en situation d'asymétrie informationnelle possèdent un budget considérable, alors le crédit est attribué dans le même ordre que si le prêteur disposait d'une information symétrique sur les emprunteurs.

**Campbell, Tim S. et Yuk-Shee Chan, « Optimal Financial Contracting with Ex Post and Ex Ante Observability Problems », *The Quarterly Journal of Economics*, 107 (2), 1992, pp. 785 à 795.**

Dans cet article, les auteurs étudient l'utilisation optimale des capitaux empruntés et des capitaux propres en fonction de problèmes d'observabilité *ex ante* et *ex post*. Le problème *ex ante* est le risque moral que représentent les investissements de l'entreprise, lequel entraîne des coûts au titre des mesures d'incitation [comme dans Stiglitz et Weiss (1981)]. Les problèmes d'observabilité *ex post* entraînent, eux, des coûts de surveillance, qui rendent l'emprunt plus avantageux sur le plan des coûts [comme dans Williams (1987)]. Dans ce modèle, l'entreprise nourrit deux projets d'investissement : un qui est risqué et un autre qui ne l'est pas. La décision appartient à des actionnaires neutres envers le risque qui peuvent choisir diverses combinaisons de taux d'intérêt et répartir les fonds obtenus entre les deux projets. Les prêteurs fournissent les fonds dans un marché concurrentiel, ne peuvent observer la répartition qui est faite des fonds entre les deux projets de l'entreprise et ne peuvent qu'observer l'évolution de la situation de l'entreprise moyennant certains coûts. L'étude conclut que, si les coûts des mesures d'incitation sont tenus pour acquis, l'emprunt sera privilégié si les coûts des mesures d'incitation sont inférieurs aux coûts de surveillance dans l'éventualité où l'entreprise deviendrait insolvable. En plus, dans une situation optimale, l'entreprise surinvestira dans un projet risqué plutôt que dans un projet sans risque.

**Chan, Yuk-Shee et George Kanatas, « Asymmetric Valuations and the Role of Collateral in Loan Agreements », *Journal of Money, Credit and Banking*, 17 (1), 1985, pp. 84 à 95.**

Les auteurs étudient le rôle des garanties dans deux genres de relation de crédit ne comportant aucun risque moral. Dans ce modèle, les garanties servent à régler le problème de l'évaluation asymétrique des prêts par les prêteurs et les emprunteurs. En l'absence d'asymétrie informationnelle, la garantie sert de variable observable sur laquelle le prêteur et l'emprunteur peuvent s'appuyer pour conclure un contrat de crédit. Si l'on se trouve en situation d'asymétrie informationnelle, les auteurs démontrent que la garantie joue pour le prêteur le rôle d'un indicateur de la « qualité » de l'emprunteur. L'étude modélise d'abord une situation dans laquelle l'information est distribuée de manière symétrique et où la garantie sert de variable sur laquelle on négocie afin de s'entendre. Les auteurs concluent que, dans ce genre de situation, un prêteur moins optimiste exigera une garantie plus importante et consentira un taux moins élevé. Si le prêteur et l'emprunteur en arrivent à la même évaluation du prêt, alors aucune garantie n'est fournie et le taux d'intérêt optimal est exigé. Dans les situations où la garantie agit comme un indicateur, les emprunteurs de « qualité supérieure » offrent une meilleure garantie. L'article démontre que la garantie améliore l'estimation que le prêteur fait du rendement prévu du prêt lorsque les parties à la convention de prêt disposent d'une information différente. La garantie peut servir d'indicateur lorsqu'on se trouve en situation d'asymétrie informationnelle et elle peut servir à résoudre les problèmes d'évaluation asymétrique lorsque le prêteur et l'emprunteur disposent de la même information.

**Chan, Yuk-Shee et Anjan V. Thakor, « Collateral and Competitive Equilibria with Moral Hazard and Private Information », *The Journal of Finance*, 42 (2), 1987, pp. 345 à 363.**

Les auteurs comparent deux méthodes utilisées dans les recherches sur l'attribution du crédit afin d'établir les caractéristiques d'une concurrence en situation d'équilibre sur le marché du crédit et cherchent à établir si ces notions divergentes de la concurrence peuvent mener à des conclusions différentes. Deux concepts de concurrence en situation d'équilibre y sont définis : (1) l'équilibre de type Jaffee-Russell (1976), dans lequel les banques se livrent concurrence pour les prêts dans le contexte d'une offre de dépôts parfaitement élastique à des taux établis par le marché; (2) l'équilibre de type Stiglitz-Weiss (1981), dans lequel les banques se livrent concurrence pour obtenir une quantité restreinte de dépôts. Les auteurs comparent les deux types de concurrence au moyen d'un modèle dans lequel les emprunteurs ont accès à une quantité illimitée de biens à donner en garantie et à des renseignements exclusifs. Les auteurs de l'étude en viennent aux conclusions suivantes : (1) dans la littérature existante, les motifs avancés pour expliquer le rationnement semblent dépendre fortement des hypothèses ayant trait aux notions de concurrence et de marché; (2) dans un équilibre du type 1 (Jaffee-Russell), il n'existe ni rationnement ni aucune autre forme de distorsion même lorsque l'on dispose de renseignements exclusifs et lorsqu'il y a un risque moral, dans la mesure où les emprunteurs comptent sur un apport de garanties illimité; (3) l'équilibre de type 2 peut mener à des distorsions dans l'attribution du crédit, même lorsqu'on est en présence de garanties illimitées; (4) finalement, dans un équilibre de type 2 avec risque moral et renseignements exclusifs, les emprunteurs de qualité supérieure sont en mesure de fournir des garanties plus importantes.

**de Meza, David et David C. Webb, « Too Much Investment: A Problem of Asymmetric Information », *The Quarterly Journal of Economics*, 102 (2), 1987, pp. 281 à 292.**

Les auteurs font valoir que l'asymétrie informationnelle entraîne une quantité d'investissements supérieure à ce qui est efficace sur le plan collectif dans certaines circonstances. Ils élaborent un modèle dans lequel tous les investisseurs possèdent au départ la même richesse, demandent le même montant de capital pour leurs projets et génèrent le même rendement. Dans ce modèle, les probabilités de succès de chaque investisseur marginal vont en diminuant. Identiques, en situation de concurrence et neutres envers le risque, les banques cherchent toutes à maximiser leur bénéfice. Les auteurs concluent que dans un contexte d'asymétrie informationnelle, la structure financière des entreprises et les caractéristiques d'efficacité des niveaux d'investissement dépendent de la manière dont sont distribués les rendements du projet. Si le rendement prévu de tous les projets est égal, mais que les risques sont différents, le financement par émission d'actions est la méthode privilégiée et sur le plan collectif, elle est efficace. Si seul le financement par emprunt est accessible, il y aura sous-investissement. Si le rendement prévu pour chaque projet diffère, le financement par emprunt devient le contrat financier menant à l'équilibre et il s'ensuit un niveau d'investissement excessif sur le plan collectif.

**de Meza, D. et D. C. Webb, « Efficient Credit Rationing », *European Economic Review*, 36 (6), 1277-1290, (1990).**

Les auteurs tentent de démontrer que le rationnement du crédit ne nuit aucunement à l'efficacité collective sur le marché du crédit et qu'aucune intervention de l'État n'est donc nécessaire. Ils élaborent un modèle où des entrepreneurs exposés à des responsabilités limitées doivent emprunter à des banques en concurrence, neutres envers le risque et disposant d'une information symétrique sur la qualité des entrepreneurs. Comme les entrepreneurs prévoient un rendement nul peu importe la quantité de capital investie dans le projet, ils ne tiennent pas compte de la probabilité d'une faillite dans leur demande de financement. Leur profit est maximisé en demandant plus de crédit qu'il n'est efficace d'en demander et que les prêteurs, qui tiennent compte de la possibilité d'une faillite, sont disposés à consentir. Par conséquent, le rationnement du crédit prend la forme d'une limite imposée au montant des prêts. En limitant ainsi le montant des prêts, on s'assure que l'entrepreneur ne fera pas faillite en cas de conjoncture défavorable. Les auteurs de l'étude concluent aussi que le rationnement du crédit est plus strict dans le cas des projets représentant un risque moyen et qu'il se relâche à mesure qu'il devient plus coûteux pour les créanciers de recouvrer les mauvaises créances.

**de Meza, David et Clive Southey, « The Borrower's Curse: Optimism, Finance, and Entrepreneurship », *The Economic Journal*, 106 (435), 1996, pp. 375 à 386.**

Dans cet article, les auteurs soutiennent que le rationnement du crédit peut être mieux expliqué au moyen d'un modèle dans lequel les banques sont mieux informées des possibilités de succès d'un projet que les entrepreneurs. Les auteurs fondent cette argumentation sur deux prémisses : (1) les banques disposent d'une multitude de dossiers où puiser de l'information et (2) les entrepreneurs sont nécessairement partiaux quant aux chances de succès de leur projet. Ils élaborent un modèle dans lequel les banques sont en mesure d'évaluer avec précision la véritable distribution des probabilités. Par contre, les entrepreneurs éventuels ont des attentes partiales (chaque entrepreneur se distingue des autres par le degré d'optimisme ou de pessimisme qu'il affiche) quant aux possibilités de succès de leur projet. En réalité, la distribution des rendements est la même pour tous les projets. L'article établit que l'autosélection fait en sorte qu'un nombre disproportionné d'entrepreneurs trop optimistes lanceront des projets. Il s'ensuit qu'un nombre excessif d'entre eux auront accès à du crédit et que le projet moyen générera donc vraisemblablement des pertes. Contrairement aux études antérieures, ce modèle amène ses auteurs à conclure que le rationnement du crédit par les banques empêche qu'un trop grand nombre d'« optimistes » se lancent dans des entreprises vouées à l'échec.

**Diamond, D. W., « Reputation Acquisition in Debt Markets », *Journal of Political Economy*, 97 (4), 1989, p. 828.**

L'auteur étudie les effets de la réputation et des prêts antérieurs sur les marchés des emprunts. Un modèle est élaboré dans lequel un groupe d'emprunteurs identiques, selon l'observation qui en a été faite, et ne possédant aucun antécédent peuvent entreprendre un projet risqué dont le gain maximal possible est élevé ou un projet sûr dont le gain prévu est encore plus important. Le modèle comporte plusieurs périodes et plusieurs contrats de prêt bancaire, et les banques qui prêtent l'argent ne peuvent observer les résultats des projets (ce qui rend l'accumulation de

renseignements plus difficile). Les banques peuvent à la longue évaluer les emprunteurs en fonction de leurs défauts de paiement antérieurs. Les auteurs de l'étude en viennent à la conclusion que plus les données s'accumulent sur les emprunteurs, plus ceux qui ont connu du succès se voient offrir des taux d'intérêt bas. Les avantages que les entrepreneurs tirent de leur réussite et les coûts qu'ils doivent assumer en cas de défaut de paiement s'accroissent avec le temps.

**Dowd, Kevin, « Optimal Financing Contracts », *Oxford Economic Papers*, 44, 1989, pp. 672 à 693.**

L'auteur se livre à une analyse de la littérature sur la conception des structures contractuelles et des clauses de sécurité financières optimales. Il démontre comment la structure contractuelle optimale se modifie en fonction de certaines hypothèses. L'article traite de nombreux facteurs, y compris les coûteuses vérifications de l'État, le risque moral, les coûts de la surveillance, l'antisélection, les contraintes budgétaires et l'aversion pour le risque, et étudie leur effet sur la formulation des contrats.

**Evans, D. S. et B. Jovanovic, « An Estimated Model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints », *Journal of Political Economy*, 97(4), 1989, pp. 808 à 827.**

Cette étude traite de l'effet important de l'insuffisance de liquidités sur la décision d'une personne de devenir entrepreneur. L'insuffisance de liquidités est un des paramètres de ce modèle et les personnes qui y sont incluses se voient attribuer différentes propriétés sur le plan des capacités et du budget initial. Au début de chaque période, une personne décide de travailler à son compte ou de devenir salariée. Cette décision s'appuie sur le choix qui risque de lui rapporter le plus selon les prévisions, et l'évaluation de ses gains prévus est fondée sur les capacités de cette personne en tant qu'entrepreneur, sur la quantité de capital qu'elle est en mesure d'investir dans l'affaire et sur une variable aléatoire. L'entrepreneur éventuel est conscient de ses capacités et de son budget, mais ne connaît pas la valeur du facteur aléatoire. Dans ce modèle, les emprunteurs ne peuvent se trouver en défaut de paiement et ils ne peuvent emprunter qu'un montant qui est proportionnel à leur budget initial (qui constitue la quantité limitée de liquidités disponibles en vertu du modèle). Les auteurs mettent ce modèle à l'essai au moyen d'un échantillon de 1 500 hommes blancs qui étaient salariés en 1976 et qui étaient salariés ou entrepreneurs en 1978. L'étude conclut que le caractère limité des liquidités dont ces personnes disposaient a eu un effet déterminant et a limité les entrepreneurs éventuels à des capitaux qui n'excèdent pas une somme équivalant à leur propre avoir majoré de moitié. La plupart des personnes ne sont toutefois pas assujetties à de telles contraintes, compte tenu qu'une personne possédant un niveau de scolarité et une expérience dans la moyenne sera en mesure de trouver le financement requis pour lancer une entreprise de taille moyenne avec la quantité optimale de capital requise. Par conséquent, les entrepreneurs investissent moins de capitaux dans leur entreprise qu'ils aimeraient le faire.

**Faroque, Akhler et T. Ton-That, « Financing Constraints and Firm Heterogeneity in Investment Behaviour: An Application of Non-nested Tests », *Applied Economics*, 27 (3), 1995, pp. 317 à 326.**

Compte tenu de la difficulté d'étudier l'accès limité qu'ont les entreprises au crédit (difficulté attribuable au fait que les entreprises assujetties à un rationnement ne peuvent être directement observées dans les ensembles de données disponibles), les auteurs proposent une nouvelle stratégie de recherche empirique afin d'éviter d'en venir à des estimations faussées par une sélection inexacte. Chaque caractéristique est conçue en fonction de critères de sélection différents et est évaluée par rapport à chacune des autres, puis la meilleure caractéristique est choisie en appliquant deux tests de la famille des hypothèses non hiérarchiques (test « p » et test « j »). Les résultats de ces tests sont ensuite comparés afin de voir s'ils sont conformes aux théories sur le rationnement du crédit. L'étude applique cette méthodologie à des données colligées sur un groupe de 300 sociétés ouvertes canadiennes afin d'établir le caractère significatif des contraintes de financement au Canada. À la lumière de ces données, on peut conclure que selon la méthodologie décrite par Fazzari et coll. (1988), la nature des éléments de preuve recueillis confirmant l'existence d'un rationnement du crédit peut dépendre des critères de sélection choisis. Au moyen des tests non hiérarchiques, les auteurs en sont venus à la conclusion que les données ne confirment pas les prédictions critiques de la théorie du sous-investissement ni de celle du surinvestissement. Les auteurs tirent la conclusion que la pratique consistant à assujettir les tests de contraintes de financement à une sélection *a priori* des entreprises peut mener à des interprétations fallacieuses sur l'existence d'un rationnement du crédit.

**Fazzari, S. M., R. G. Hubbard et B. C. Petersen, « Financing Constraints and Corporate Investment », *The Brookings Papers on Economic Activity*, 1988, pp. 141 à 205.**

Les auteurs étudient les effets de l'insuffisance de liquidités sur les investissements et comparent les théories actuelles sur le caractère imparfait des marchés financiers aux théories établies sur le caractère distinct des décisions de financement et des décisions d'investissement [par exemple, Modigliani et Miller (1958)]. Les auteurs s'appuient sur des données provenant d'entreprises comportant des caractéristiques financières différentes (classées en fonction de leur ratio du dividende au bénéfice net) et étudient le comportement de ces entreprises en matière d'investissement compte tenu de l'insuffisance de liquidités à laquelle elles sont confrontées. Sur un marché des capitaux comportant des imperfections qui font en sorte que l'utilisation des fonds internes coûte plus cher que le recours au financement externe, les entreprises qui épuisent la quasi-totalité de leurs fonds internes, moins coûteux, devraient être plus vulnérables aux fluctuations de leur situation de trésorerie. Par contre, l'étude conclut que dans les entreprises qui conservent la quasi-totalité de leur bénéfice net, les investissements sont plus sensibles à la situation de trésorerie et aux liquidités de l'entreprise. Les entreprises plus jeunes, qui ne sont pas encore établies auprès des créanciers, semblent ressentir plus durement les effets de l'insuffisance de liquidités.

**Gale, Douglas et Martin Hellwig, « Incentive-Compatible Debt Contracts: The One-Period Problem », *Review of Economic Studies*, 52 (1), 1985, pp. 647 à 663.**

Les auteurs analysent un modèle de contrats de crédit afin d'établir quel est le contrat optimal dans une situation d'asymétrie informationnelle. Dans ce modèle, l'asymétrie informationnelle prend la forme suivante : l'entreprise connaît son « état véritable » sans qu'il lui en coûte un cent et le prêteur ne peut observer la situation de l'entreprise que moyennant des coûts importants. Tous les agents dans ce modèle sont neutres envers le risque et interagissent les uns avec les autres à l'intérieur de deux périodes. Les auteurs de l'étude en arrivent aux conclusions suivantes : (1) dans certaines circonstances, le contrat de crédit optimal prend la forme d'un contrat d'emprunt standard suivi d'une faillite de l'entreprise; (2) les niveaux optimaux d'investissement ne dépassent jamais le niveau de l'investissement idéal et se situent habituellement sous ce niveau; (3) en situation d'équilibre, les contrats comportent habituellement une forme de rationnement du crédit; (4) le manque de liquidités est à l'origine même du problème de rationnement du crédit.

**Gale, William G., « Economic Effects of Federal Credit Programs », *American Economic Review*, 81 (1), 1991, pp. 133 à 152.**

Cet article décrit un modèle de marché du crédit et simule les effets d'une intervention fédérale sur ce marché. Le modèle proposé est une variante de celui de Stiglitz et Weiss (1981) et analyse un marché des emprunts concurrentiel qui se caractérise par un genre particulier d'asymétrie informationnelle. Ici, l'asymétrie en question est telle que la banque sait à quel « groupe » un emprunteur appartient (par exemple, un producteur agricole, un étudiant, un consommateur, etc.), mais ne possède aucune autre donnée quant à la place que l'entreprise occupe au sein de ce groupe (probabilité que l'entreprise remboursera la dette). L'économie est de type concurrentiel et de libre marché, mais les banques se soucient de l'identité du demandeur de crédit. Dans une situation d'équilibre, les banques sélectionnent les emprunteurs en fonction du taux de rendement maximal qu'elles peuvent en obtenir et les servent dans cet ordre. Par conséquent, un groupe cible peut faire l'objet d'un refus de crédit systématique ou d'un rationnement tandis que d'autres groupes ne sont touchés par aucune mesure de cette sorte. L'article se penche aussi sur les effets des programmes fédéraux de crédit sur le bien-être collectif. L'auteur en vient à la conclusion que, selon l'élasticité de l'offre, les subventions actuelles au crédit haussent l'ensemble des investissements de zéro à 4 % et que l'effet d'éviction est limité à un maximum de 5 % des emprunts originaux dans les secteurs non ciblés. Les effets sur certains groupes particuliers échantillonnés sont décrits.

**Hellwig, Martin, « Some Recent Developments in the Theory of Competition in Markets with Adverse Selection », *European Economic Review*, 31, 1987, pp. 319 à 325.**

La plupart des études effectuées sur les marchés comportant de l'antisélection n'expliquent pas précisément la structure de la théorie des jeux en ce qui concerne les interactions stratégiques entre les agents informés et les agents non informés sur un marché donné. La plupart ramènent le concept de la « concurrence » à un modèle précis de la théorie des jeux. L'auteur tente de démontrer que les conclusions auxquelles on en arrive au moyen de cette étude sont très sensibles aux détails des caractéristiques du jeu qui est proposé. Les études sur les marchés où existe une

asymétrie informationnelle sont comparées au moyen de trois jeux : (1) un jeu du type de celui de Rothschild et Stiglitz (1976) ou de celui de Wilson (1977), qui se caractérise par ses deux étapes au cours desquelles les agents non informés offrent d'abord des contrats, parmi lesquels les agents informés effectuent ensuite leur choix; (2) un jeu en trois étapes du type de celui de Hellwig, qui pousse plus loin le modèle décrit en (1) et analyse le refus ou l'acceptation des agents non informés après la deuxième étape et (3) un jeu en trois étapes du type de celui de Cho et Kreps (1986), dans le cadre duquel les agents informés manifestent le désir de conclure un contrat, les agents non informés offrent le contrat et les agents informés choisissent parmi les contrats offerts. L'étude en vient à la conclusion que des jeux différents génèrent des conclusions différentes.

**Hillier, Brian et Tim Worrall, « The Welfare Implication of Costly Monitoring in the Credit Market », *The Economic Journal*, 104 (423), 1994, pp. 350 à 362.**

Les auteurs de cet article se penchent sur les répercussions de l'asymétrie informationnelle sur le bien-être collectif et posent la question de savoir si le rationnement du crédit constitue en soi un motif suffisant pour justifier une intervention de l'État. Les auteurs utilisent un modèle à deux périodes similaire à celui de Williams (1986), dans lequel le contrat optimal est obtenu à la suite d'une surveillance coûteuse. Les entrepreneurs sont neutres envers le risque, ne possèdent aucun budget et sont seuls à connaître le rendement de leur projet *ex post*. Les bailleurs de fonds possèdent un budget qu'ils peuvent placer à la banque, investir eux-mêmes ou prêter directement à un entrepreneur. Les banques fonctionnent en grande partie de la même manière que dans le modèle de Williams (1986), sans bénéficier de quelque information que ce soit sur le rendement *ex post* de l'entreprise à moins d'engager une surveillance coûteuse. Les auteurs en viennent à la conclusion que si le crédit est rationné, il ne l'est pas assez strictement. Dans une situation d'équilibre, les demandeurs de prêt assument des coûts de surveillance moyens. Toutefois, ils devraient aussi assumer des coûts supplémentaires de surveillance de leur efficacité parce que les coûts moyens de surveillance augmentent en fonction du nombre de prêts supplémentaires consentis, car ces prêts s'accompagnant d'une hausse des taux d'intérêt qui entraîne à son tour une hausse du nombre de défauts de paiement.

**Hoshi, T., A. Kashyap et D. Scharfstein, « Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups », *The Quarterly Journal of Economics*, 106 (1), 1991, pp. 33 à 60.**

Les auteurs étudient la relation empirique qui existe entre la structure d'une entreprise et ses investissements. Plus particulièrement, les entreprises éprouvant des problèmes d'asymétrie informationnelle doivent s'appuyer sur leurs liquidités pour répondre à leurs besoins d'investissement et surmonter les difficultés qu'elles éprouvent à obtenir du financement sur les marchés financiers. Les auteurs se penchent sur le cas particulier des *keiretsu* japonais, des groupes industriels qui négocient souvent avec les banques afin de combler tous les besoins de financement de leurs membres. Dans un tel cas, on peut penser que les entreprises indépendantes sont confrontées à des problèmes d'asymétrie informationnelle beaucoup plus importants que les entreprises affiliées à un *keiretsu* parce qu'elles n'entretiennent pas avec les banques des relations aussi suivies que les *keiretsu*. L'étude est menée d'une manière similaire à celle de Fazzari et coll. (1988), dans laquelle les entreprises sont réparties en deux groupes : celles dont

on prévoit qu'elles éprouveront davantage de problèmes de financement interne et celles qui en éprouveront moins. Ensuite les auteurs comparent les données sur l'importance de l'insuffisance de liquidités dans le classement de l'entreprise. Les auteurs de l'étude en viennent à la conclusion que l'asymétrie informationnelle a un effet significatif sur les investissements des sociétés, parce que les investissements des entreprises qui appartiennent à un groupe industriel sont beaucoup moins sensibles à leur situation sur le plan des liquidités que ce n'est le cas pour les entreprises qui ne sont affiliées à aucun groupe.

**Igawa, Kazuhiro et George Kanatas, « Asymmetric Information, Collateral, and Moral Hazard », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (4), 1990, pp. 469 à 490.**

L'article présente un examen (1) du financement des projets tout en tenant compte de la possibilité que les emprunteurs aient accès à du crédit garanti comme solution de rechange (2) de l'origine des frais de transaction substantiels qui sont généralement associés au crédit garanti. Les auteurs prennent en considération le problème de risque moral présent lorsqu'une entreprise est tenue d'assumer les frais élevés d'entretien d'un élément d'actif que la banque détient en garantie ou que l'entreprise loue à un tiers. Dans ce modèle, un entrepreneur neutre envers le risque dispose de trois options pour réunir les fonds nécessaires au lancement d'un projet : (1) vendre son élément d'actif initial, puis louer un élément d'actif de remplacement, (2) obtenir un prêt garanti ou (3) obtenir un prêt non garanti. Si l'entreprise décide de louer, le locateur lui imposera d'assumer les frais d'entretien. Si l'entreprise décide d'emprunter, elle peut choisir un prêt garanti à faible taux d'intérêt qui suppose qu'elle doit assumer les frais d'entretien du bien donné en garantie ou un prêt à taux d'intérêt plus élevé, mais non garanti. Les auteurs de l'étude en viennent à la conclusion que dans une situation de symétrie informationnelle, les prêts non garantis dominent. Dans les situations d'asymétrie informationnelle, les entreprises se situant au bas de l'échelle de qualité du crédit sont regroupées et ne se voient offrir que du crédit non garanti. Si les coûts de location de l'actif sont suffisamment bas, les entreprises se situant au milieu de l'échelle financent leur projet en vendant leur actif, puis louent un actif de remplacement. À défaut, elles financent leur projet au moyen de prêts garantis ou non garantis. Les entreprises se situant au sommet de l'échelle ont recours aux emprunts garantis, ce qui donne souvent lieu à un surnantissement. Il y a aussi sous-investissement par rapport à la situation idéale en ce qui concerne l'entretien de l'élément d'actif donné en nantissement, mais surinvestissement par rapport à l'entretien qui serait effectué si ce n'était de la surveillance exercée par la banque.

**Innes, Robert, « Investment and Government Intervention in Credit Markets when there is Asymmetric Information », *Journal of Public Economics*, 46 (3), 1991, pp. 347 à 381.**

Dans cet article, l'auteur plaide en faveur du subventionnement par l'État des prêts consentis aux entreprises de qualité inférieure. Il fait valoir que les subventions diminuent la propension des entreprises de qualité inférieure à se présenter comme des entreprises de qualité supérieure et permet d'améliorer la sélection jusqu'à des niveaux d'efficacité intéressants. Le modèle présenté dans cet article fait appel à deux catégories d'entrepreneurs (de qualité inférieure et de qualité supérieure) et à des investisseurs concurrentiels neutres envers le risque. Les investisseurs reçoivent un budget initial égal et ont besoin du même montant pour lancer leur projet. L'étude permet de conclure que, dans un contexte d'asymétrie informationnelle, les subventions

constituent souvent la meilleure option possible pour favoriser une sélection optimale sur le marché du crédit.

**Innes, Robert, « Financial Contracting under Risk Neutrality, Limited Liability and Ex ante Asymmetric Information », *Economica*, 60 (237), 1993, pp. 27 à 40.**

Cet article tente d'établir quelles seraient les caractéristiques d'obligations financières contractuelles optimales dans un contexte d'asymétrie informationnelle *ex ante*. Dans ce modèle, les marchés financiers sont neutres envers le risque et sont concurrentiels. Chaque entrepreneur dispose de renseignements exclusifs sur la qualité de la distribution des rendements *ex post*. Ce modèle étudie d'abord la dynamique d'un marché dans lequel le montant des investissements de l'entrepreneur est fixe et les formes que peut prendre le contrat de crédit sont limitées à la fois par les obligations légales et par une condition clé de monotonie qui exige que les gains des investisseurs n'entraînent pas de baisse du bénéfice de l'entreprise. Ensuite, l'auteur approfondit son analyse (1) en ajoutant la variable du choix d'investissement effectué par l'entrepreneur, qui constitue une manière d'indiquer à quelle catégorie il appartient et (2) en éliminant la contrainte de « contrat monotone », ce qui révèle que cette contrainte est essentielle à la caractérisation de formes de contrat équilibrées. Ce modèle est une généralisation de celui de Meza et Webb (1987), car il permet une distribution arbitraire des profits, des formes de contrat et des choix d'investissement variables. L'auteur en vient à la conclusion que lorsque des entrepreneurs de qualité supérieure procèdent à une « meilleure » distribution *ex post* (allant dans le sens de la propriété monotone du rapport des vraisemblances), les contrats équilibrés adoptent une forme standard tant que les fonctions de paiement admissibles de l'investisseur sont monotones et non décroissantes par rapport au profit de l'entreprise. Sans la contrainte du « contrat monotone », les contrats prennent souvent une forme de « tout ou rien », accordant aux investisseurs la totalité des bénéfices de l'entreprise lorsque ce bénéfice est inférieur à un seuil critique et rien du tout lorsque le bénéfice dépasse ce seuil.

**Jaffee, D. et T. Russell, « Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing » *The Quarterly Journal of Economics*, 90, 1976, pp. 651 à 666.**

Afin d'expliquer le rationnement du crédit, les auteurs élaborent un modèle comportant deux types d'emprunteurs : les emprunteurs « honnêtes » et les emprunteurs « malhonnêtes » et faisant appel à des banques en concurrence neutres envers le risque. Les personnes « honnêtes » sont celles qui se placeront en défaut de paiement uniquement si elles ne sont pas en mesure de rembourser le prêt. Par contre, les emprunteurs « malhonnêtes » sont ceux qui se placeront en défaut de paiement chaque fois qu'il est économiquement avantageux pour eux de le faire. Dans une situation d'équilibre, les banques ne tirent aucun avantage et accordent « intégralement » les prêts demandés et les emprunteurs honnêtes se trouvent donc à subventionner les emprunteurs malhonnêtes. Une banque peut encaisser un bénéfice additionnel si elle restreint le montant des prêts qu'elle consent, ce qui limitera le coût des créances irrécouvrables (et en fera passer la responsabilité aux emprunteurs honnêtes). Jaffee et Russell démontrent qu'une banque peut être tentée de rationner le crédit en limitant le montant de ses prêts, mais soulignent que cet équilibre n'est pas stable. Selon les prévisions que l'on peut faire au moyen du modèle, on se trouvera plutôt dans une situation d'équilibre oscillant entre le non-rationnement et le rationnement des montants prêtés. Il a été démontré que ce modèle peut aussi s'appliquer en fonction d'une

variable de « chance » (les emprunteurs « chanceux » et « malchanceux » plutôt que « honnêtes » et « malhonnêtes »). L'étude permet de prédire que les banques bénéficiant d'un pouvoir monopolistique ne rationneront pas le crédit parce qu'il n'est pas rentable de le faire et les auteurs proposent donc à l'État d'accorder des pouvoirs de type monopolistique aux banques afin de remédier au rationnement du crédit.

**Koskela, Erkki, « Credit Rationing and Non-Price Loan Terms: A Re-Examination », *Journal of Banking and Finance*, 7 (3), 1983, pp. 651 à 666.**

Dans cette étude, l'auteur tente d'établir dans quelles circonstances les banques vont choisir de rationner le crédit en limitant le montant des prêts. Pour intégrer des conditions hors-prix au modèle, l'auteur considère le ratio des fonds propres aux capitaux empruntés comme la condition hors-prix sur un marché des prêts bancaires concurrentiel. Les auteurs supposent en effet que les emprunteurs cherchent à financer leur projet d'investissement au moyen de leurs propres fonds et en empruntant aux banques et considèrent que le ratio entre les fonds propres et le montant du prêt comme une condition hors-prix du prêt. Dans ce modèle, tous les emprunteurs sont homogènes. L'étude permet de conclure que, sur un marché des prêts bancaires concurrentiel, dans une situation d'équilibre, chaque banque procédera à un rationnement en fournissant à ses emprunteurs des prêts de moindre importance et en exigeant un ratio plus élevé des fonds propres par rapport aux capitaux empruntés. Le risque de défaut de paiement fait en sorte que le bénéfice prévu par les banques dépendra de la manière dont le crédit est réparti, même si tous les emprunteurs sont identiques. Pour les emprunteurs, il est possible d'en venir à un compromis entre le montant du prêt demandé et le taux espéré et ceux-ci préfèrent l'équilibre apporté par le rationnement parce que les inconvénients liés à un prêt d'un montant inférieur sont plus que contrebalancés par le taux plus avantageux obtenu.

**Lombra, Raymond E. et Michael Wasylenko, « The Subsidization of Small Business Through Federal Credit Programs: Analytical Foundations », *Journal of Economics and Business*, 36, 1984, pp. 263 à 274.**

Cette étude visait à mettre au point un cadre permettant d'analyser les motifs à l'origine des nombreuses tentatives du gouvernement américain pour subventionner la petite entreprise. Plus précisément, l'étude démontre que pour corriger de manière optimale les imperfections du marché du crédit, le taux d'imposition des entreprises devrait varier en fonction des taux qu'elles paient pour se financer. Le modèle a été élaboré en s'inspirant d'un modèle de croissance néoclassique mis au point par Auerbach (1979) afin d'étudier les choix d'investissement effectués dans une économie caractérisée par deux catégories d'entreprises (les grandes et les petites) qui utilisent une quantité similaire de capital. Les auteurs en viennent à la conclusion que le régime fiscal constitue l'outil idéal pour corriger les imperfections du marché. Ils estiment aussi que les autres mécanismes (comme les cautions) qui contribuent à atténuer les imperfections du marché sont difficiles à évaluer et pourraient être des substituts « boiteux » à un régime fiscal approprié.

**Mankiw, N. Gregory, « The Allocation of Credit and Financial Collapse », *The Quarterly Journal of Economics*, 101 (3), 1986, pp. 455 à 470.**

L'article pose deux postulats sur l'attribution du crédit dans un contexte d'asymétrie informationnelle : (1) l'équilibre résultant d'un marché sans entrave est inefficace et peut être amélioré par une intervention de l'État et (2) l'équilibre d'un marché est précaire et de très légères modifications des taux d'intérêt exogènes qui ne présentent aucun risque peuvent entraîner des changements importants susceptibles de créer des inefficacités dans les mécanismes d'attribution du crédit. Mankiw élabore un modèle s'appuyant sur les prêts étudiants. Les étudiants n'ont aucune garantie à offrir, sont neutres envers le risque et sont les seuls à connaître le rendement prévu du prêt et les probabilités de remboursement. Pour simplifier le modèle, la probabilité de remboursement est considérée comme exogène. La banque est neutre envers le risque et ne recevra rien si l'étudiant se trouve en défaut de paiement. L'article montre que certaines formes d'intervention gouvernementale peuvent, dans des conditions raisonnables, améliorer le mode d'attribution du crédit sur le marché. Une des conditions requises pour qu'une intervention soit réussie est l'hétérogénéité de la probabilité de défaut de paiement parmi les emprunteurs éventuels. Plus cette hétérogénéité est grande, plus l'efficacité possible de l'intervention le sera.

**Martin, C., « Corporate Borrowing and Credit Constraints: Structural Disequilibrium Estimates for the U.K. », *The Review of Economics and Statistics*, 72, 1990, pp. 78 à 86.**

L'auteur de cette étude se demande si les entreprises du Royaume-Uni sont confrontées à un rationnement du crédit de la part des banques. En outre, l'auteur tente d'établir quels sont les effets des débordements de la demande de prêts attribuables au rationnement du crédit. Le modèle utilisé permet d'estimer simultanément les fonctions de demande et d'offre effectives d'emprunt tout en prenant en considération une fonction de taux d'intérêt qui, selon l'auteur, peut contribuer à évaluer l'importance de la demande excédentaire. On présume que les caractéristiques des entreprises sont différentes et que les préférences d'emprunt varieront d'une entreprise à l'autre. Le marché des emprunts est divisé en sous-marchés et le montant prêté dans chaque sous-marché sera inférieur à la demande et à l'offre de crédit. L'étude en vient à la conclusion qu'il existe un rationnement du crédit pour les entreprises du Royaume-Uni qui désirent emprunter auprès d'une banque. L'offre de prêts dépend des taux d'intérêt et du niveau de crédit dans l'économie, mais les taux d'intérêt à eux seuls ne permettent pas d'équilibrer le marché. Entre autres retombées du rationnement du crédit, mentionnons une pénurie de capacité, une demande réduite de main-d'œuvre et une offre réduite de produits. L'étude constate toutefois qu'il est difficile de procéder à des estimations au moyen de modèles reflétant une situation de déséquilibre sur des marchés multiples.

**Milne, Alistair et Daniel Robertson, « Firm Behaviour Under the Threat of Liquidation », *Journal of Economic Dynamics and Control*, 20, 1996, pp. 1427 à 1449.**

Les auteurs étudient les décisions dynamiques optimales d'une entreprise exerçant ses activités dans un environnement stochastique sous une menace exogène de liquidation. Suivant une méthode similaire à celle de Greenwald et Stiglitz (1993) et de Gross (1995), une restriction est imposée à la disponibilité de financement extérieur pour l'entreprise de ce modèle afin de

pouvoir se pencher sur la stratégie optimale que peut adopter une entreprise dans cette situation. Dans ce modèle, la seule décision que doit prendre l'entreprise est de savoir si elle versera ou non des dividendes. Plutôt que la programmation dynamique stochastique en temps discret, l'auteur applique ici la théorie de contrôle optimal des processus de diffusion en temps continu. Les auteurs estiment que la présence d'une contrainte financière influe sur le comportement de l'entreprise bien après que le seuil de liquidation est franchi, que ces contraintes augmentent le coût du capital et qu'elles introduisent un facteur d'aversion pour le risque. Les auteurs estiment également que l'importance de l'écart entre ce comportement par rapport à un autre où aucune contrainte n'est exercée va en s'accroissant à mesure que l'entreprise se rapproche du seuil de liquidation.

**Pagano, Marco et Tullio Jappelli, « Information Sharing in Credit Markets », *Journal of Finance*, 48 (5), 1993, pp. 1693 à 1717.**

Dans cet article, les auteurs se penchent sur les effets du partage de l'information générée de manière endogène sur les marchés du crédit où prévaut l'antisélection. Les chercheurs ont élaboré un modèle comprenant plusieurs villes et plusieurs ménages où le degré de risque et la nécessité d'emprunter varient. Les ménages peuvent changer de ville s'ils le désirent. Les prêteurs sont confrontés à une clientèle locale au sein de laquelle il existe un taux de roulement —certaines personnes quittent une ville et s'en vont dans une autre. La banque peut distinguer différents genres de risques chez les emprunteurs qui ont précédemment vécu dans la ville où elle est active, mais elle ne sait rien des personnes nouvellement arrivées. Le modèle donne aussi aux banques la capacité de partager de l'information. Les auteurs de l'étude concluent que les probabilités que l'information soit partagée sont plus grandes lorsque la mobilité des ménages est élevée, que les emprunteurs sont hétérogènes, que le marché sous-jacent du crédit est important et que le coût du partage de l'information est peu élevé. En outre, les auteurs en viennent à la conclusion que le partage de l'information amène une augmentation du volume de prêts lorsque les emprunteurs sûrs sont chassés du marché (à cause du phénomène d'antisélection) et que cette augmentation est encore plus importante lorsque l'adhésion à un bureau de crédit suppose des coûts (d'où une perte des avantages que procure l'information) et des avantages (davantage d'information) pour la banque.

**Plaut, Steven E., « The Theory of Collateral », *Journal of Banking and Finance*, 9 (3), 1985, pp. 401-419.**

Cet article document modélise un marché du crédit où les garanties jouent un rôle central. L'auteur démontre comment les garanties, en combinaison avec d'autres facteurs, peuvent influencer sur le prix des emprunts et sur le rationnement du crédit. Le modèle présenté fait état d'un marché du crédit purement concurrentiel, dans lequel tous les prêteurs possèdent le même budget, les mêmes attentes et les mêmes goûts. Cinq caractéristiques principales s'appliquent à tous les prêts consentis : (1) le montant initial du prêt, (2) le taux d'intérêt promis, (3) le rythme auquel le remboursement est effectué, (4) la durée de la période de remboursement et (5) la valeur de la garantie. Les emprunteurs se trouvent en défaut de paiement lorsque leur obligation excède la valeur totale de la garantie ou le coût du défaut de paiement. Dans son modèle, Plaut présume que le défaut de paiement est fonction de la garantie seulement. Les capitaux propres de l'emprunteur ne peuvent être un facteur expliquant le défaut de paiement. L'auteur étudie les

rappports mutuels entre les cinq variables susmentionnées dans le cadre de la fonction d'utilité du prêteur. Sur la question du rationnement du crédit, cette étude se distingue de celle de Stiglitz et de Weiss (1981) en ce que le rationnement du crédit n'y est pas une fonction de l'utilité de la banque par rapport au taux d'intérêt. Plaut conclut que pour une garantie, une période de remboursement ou un montant donné, il existe un taux d'intérêt au-delà duquel le crédit sera rationné. Toutefois, si l'un des trois facteurs susmentionnés varie, le taux maximal variera aussi. D'autres questions sont aussi étudiées, dont l'utilité de l'emprunteur et la qualité de la garantie fournie.

**Schaller, Huntley, « Asymmetric Information, Liquidity Constraints, and Canadian Investment », *Canadian Journal of Economics*, 26 (3), 1993, pp. 552 à 573.**

L'auteur élabore une stratégie pour analyser l'importance de l'insuffisance de liquidités des entreprises, facteur utilisé par Fazzari et coll. (1988a) et Hoshi et coll. (1989). Conformément à cette stratégie, il classe les entreprises en fonction de l'acuité probable de leurs problèmes d'asymétrie informationnelle et en fonction de leur comportement en matière d'investissement. Les entreprises sont regroupées par catégories dans le cadre de différents tests. Les regroupements sont fondés sur le degré de maturité des entreprises, la concentration de leur propriété, leur secteur d'activité et la disponibilité de garanties. Chaque test mène à la création de deux groupes : un où l'on peut vraisemblablement s'attendre à des problèmes de liquidités et un autre où l'on peut vraisemblablement s'attendre à ce qu'il n'y ait pas de problème de liquidités. Les entreprises canadiennes sont échantillonnées et classées et leurs comportements en matière d'investissement sont comparés. Schaller en conclut que les entreprises dont on prévoit qu'elles éprouveront des difficultés à cause de l'asymétrie informationnelle ressentent les effets des limites de leurs liquidités. Ceci contredit la théorie de Modigliani et Miller (1958, 1961) selon laquelle les décisions en matière d'investissement et celles en matière de financement sont indépendantes les unes des autres. L'étude conclut que le fait de disposer de liquidités limitées influe sur les décisions d'investissement d'une entreprise.

**Selby, M.J.P., J.R. Franks et J.P. Karki, « Loan Guarantees, Wealth Transfers, and Incentives to Invest », *The Journal of Industrial Economics*, 37 (1), 1988, pp. 47 à 65.**

Cet article porte sur les aspects financiers et économiques des garanties d'emprunt gouvernementales, sur l'évaluation des garanties d'emprunt et sur le transfert des richesses des détenteurs d'obligations qui peut découler des changements apportés à la structure du capital d'une entreprise après l'obtention d'un prêt garanti. Les auteurs tentent d'expliquer pourquoi les gestionnaires permettent ces transferts de richesse, comment ces transferts influent sur une structure de nature à favoriser les investissements et ils se demandent si les garanties d'emprunt constituent la manière la plus efficace d'avancer des fonds lorsque l'on désire empêcher la « contraction » des entreprises.

**Smith, B., « Limited Information, Credit Rationing, and Optimal Government Lending Policy », *The American Economic Review*, 73 (3), 1983, pp. 305 à 317.**

L'auteur tente d'analyser les effets du rationnement du crédit dans une économie et d'établir quelle pourrait être la politique gouvernementale optimale pour régler ce problème. Le modèle

présenté s'inspire de celui de Jaffee et Russell (1976), mais est élaboré en fonction d'un monde en temps discret qui est peuplé d'agents qui vivent pendant deux périodes. Trois catégories d'agents existent dans cette économie : les prêteurs, les emprunteurs qui ne sont jamais en défaut de paiement et les emprunteurs à qui il peut arriver de se trouver en défaut de paiement. Le modèle exige que le marché soit en équilibre au taux d'intérêt énoncé pour la combinaison de prêt et de taux d'intérêt offerts. Le modèle permet de conclure qu'il n'existe aucun équilibre complet de l'information et démontre qu'un équilibre peut exister à certaines conditions dans une situation monopsonistique où la quantité d'information est limitée. L'auteur propose que les gouvernements répondent eux-mêmes à la demande excédentaire sur le marché des emprunts en offrant du crédit au taux du marché, parce que cette politique est susceptible d'améliorer le bien-être collectif. L'auteur souligne également que cette politique peut être déflationniste, conforme au critère de Pareto et influencer sur les taux du marché du crédit.

**Stiglitz, J. E. et A. Weiss, « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, 71 (3), 1981, pp. 393 à 411.**

Les auteurs démontrent que le marché du crédit pourrait se caractériser par un rationnement en situation d'équilibre. Premièrement, les auteurs expliquent pour quelle raison les banques pourraient ne pas ajuster les taux d'intérêt de manière à rétablir l'équilibre sur le marché. Dans un contexte d'antisélection dans le cadre duquel les banques se trouvent confrontées à une situation d'asymétrie informationnelle quant à la probabilité de succès d'un demandeur de crédit, l'augmentation du taux d'intérêt peut dissuader les entrepreneurs présentant de faibles risques de demander un prêt. De cette manière, la banque se trouve à assumer un portefeuille de prêts comportant des risques plus élevés et ses prévisions de bénéfice sont inférieures. De la même manière, une combinaison de risque moral, qui fait en sorte que la banque n'est pas en mesure d'exercer un contrôle sur les fonds qu'elle a avancés à un emprunteur, et de taux d'intérêt plus élevé peut inciter les emprunteurs à entreprendre des projets plus risqués dont le rendement potentiel est plus élevé, d'où une diminution possible du bénéfice prévu par la banque. Par conséquent, même si les banques sont en concurrence, l'équilibre du marché se situe peut-être à un point où l'offre ne répond pas nécessairement à la demande. Il se peut qu'il soit impossible de recourir aux garanties pour rétablir l'équilibre sur le marché parce qu'une augmentation des exigences en matière de garantie entraînerait une hausse des risques sous-jacents au portefeuille de prêts de la banque, car celle-ci attirerait alors des personnes susceptibles, par exemple, d'aimer un peu trop le risque. Les effets du risque moral et de l'antisélection font en sorte qu'il est possible que les banques, en situation de concurrence, répondent mieux à la demande en augmentant les taux d'intérêt ou les exigences relatives aux garanties, mais que ces mesures n'améliorent en rien leur rentabilité.

**Stiglitz, Joseph E. et Andrew Weiss, « Incentive Effects of Terminations: Applications to the Credit and Labor Markets », *American Economic Review*, 73 (5), 1983, pp. 912 à 927.**

Les auteurs étudient les contrats de financement de sauvegarde, l'équilibre sur ce marché particulier et les effets d'incitation que peuvent avoir des contrats de cette nature. Les auteurs se penchent d'abord sur les motifs pour lesquels les banques refusent de prêter aux demandeurs qui ont déjà été en défaut de paiement, puis approfondissent leur analyse afin d'y inclure le marché du travail et le marché du métayage. Au départ, le modèle s'appuie sur l'hypothèse que

l'emprunteur et le prêteur sont neutres envers le risque (l'emprunteur devient peu enclin à prendre des risques par la suite), que tous les emprunteurs sont identiques et existent au cours des deux périodes et qu'ils deviennent des demandeurs de crédit de meilleure qualité, compte tenu de l'expérience acquise. De plus, les questions de nantissement ne sont pas prises en considération et un emprunteur doit rembourser le prêt dans la mesure où il le peut. La banque offre des contrats de prêt aux nouveaux clients en contrepartie d'un taux d'intérêt et de la probabilité de se faire rembourser le prêt de la première et de la deuxième périodes. Les auteurs tentent de démontrer qu'il peut y avoir un équilibre de Nash en vertu duquel les banques ne prêtent pas aux emprunteurs qui ne remboursent pas leur prêt de la première période, même si le mandant prévoit tirer un rendement inférieur en prêtant à un nouveau client plutôt qu'à un emprunteur qui a déjà été en défaut de paiement. Dans une situation d'équilibre, les contrats comportant des clauses de financement de sauvegarde en vertu desquelles il est possible de mettre fin à la relation mandant-mandataire existent même si un arrangement de cette nature peut empirer la situation du mandant et du mandataire même sur des marchés où les mandants se livrent concurrence pour attirer les mandataires.

**Stiglitz, Joseph E. et Andrew Weiss, « Asymmetric Information in Credit Markets and Its Implications for Macro-Economics », *Oxford Economic Papers*, 44, 1992, pp. 694 à 724.**

Dans Stiglitz et Weiss (1981), les effets de la sélection et des mesures d'incitation ont été étudiés isolément. Le modèle permettait aux prêteurs de faire varier les taux d'intérêt ou le montant des garanties, mais pas les deux. Cet article décrit plutôt un modèle micro-économique où sont présents les problèmes d'antisélection et de risque moral et où les prêteurs peuvent simultanément jouer sur les taux d'intérêt et les garanties exigées. Dans ce modèle, les emprunteurs peuvent utiliser les fonds empruntés de l'une ou l'autre de deux manières : dans un projet risqué ou dans un projet sûr. Les emprunteurs sont peu enclins au risque et la valeur du risque absolu est décroissante. Les banques sont neutres envers le risque et ne sont pas en mesure de faire la différence entre les projets de leurs emprunteurs éventuels. En utilisant un modèle de cette nature, les auteurs concluent qu'il peut y avoir rationnement du crédit lorsqu'il y a dans un même modèle antisélection et risque moral. L'équilibre peut être caractérisé par une mise en commun complète ou partielle, il peut y avoir des mesures d'autosélection et de rationnement et il peut aussi y avoir rationnement dans tous les contrats.

**Watson, Harry, « Credit Markets and Borrower Effort », *Southern Journal of Economics*, 50 (3), 1984, pp. 802 à 813.**

Cette étude porte sur les effets de la prise en considération de l'effort de l'emprunteur dans la modélisation des marchés de crédit. Le modèle décrit est similaire à celui de Stiglitz et Weiss (1981), mais considère l'effort déployé par l'emprunteur comme un facteur dans le succès de son projet. L'auteur conclut que, si la banque fixe le taux d'intérêt et ses exigences en matière de garantie d'une manière telle que la probabilité de défaut soit nulle, les emprunteurs récoltent tous les bénéfices de leur effort accru. Il découle implicitement de cette conclusion que des restrictions de taux d'intérêt ne peuvent à elles seules générer une situation où les efforts déployés par l'entrepreneur n'auraient aucun effet, mais que des restrictions de garantie auront cet effet. Les autres accords de partage des risques conclus entre les prêteurs et les emprunteurs exigent habituellement une surveillance de l'effort de l'emprunteur, ce qui est coûteux. Si les

emprunteurs éventuels ont la possibilité d'intégrer le marché du travail, les personnes qui tendent à déployer le plus d'efforts seront attirées parce que le rendement éventuel y est supérieur. En abaissant le taux d'intérêt, les personnes « dures à l'effort » peuvent demeurer indifférentes au choix entre emprunter ou travailler. Il y a donc rationnement du crédit parce que le rendement pour les prêteurs n'augmente pas nécessairement en fonction des taux. Par conséquent, l'offre de crédit n'augmente pas nécessairement simultanément au taux d'intérêt.

**Webb, David C., « Imperfect Information and Credit Market Equilibrium », *European Economic Review*, 26, 1984, pp. 247 à 258.**

L'auteur procède à une modélisation du marché du crédit s'inspirant du modèle de Jaffee et Russell (1976), dans lequel il existe des asymétries informationnelles, afin de démontrer que des équilibres séparateurs et mélangeants sont possibles sur des marchés concurrentiels. Ce modèle présente des différences par rapport à celui de J-R : (1) le revenu futur des emprunteurs est établi de manière aléatoire; (2) la consommation est fixe et le montant reçu par le prêteur est une variable aléatoire; (3) J-R considèrent qu'il y a équilibre de Nash alors que la présente étude permet des équilibres séparateurs et mélangeants. L'auteur conclut que des équilibres de ce genre peuvent exister sur des marchés du crédit qui se distinguent par une asymétrie informationnelle, où les banques jouent un rôle actif dans l'élaboration de contrats qui permettent de classer les emprunteurs par catégories de risque et où, en situation d'équilibre, les banques offrent les mêmes contrats.

**Webb, David C., « Long-term Financial Contracts Can Mitigate the Adverse Selection Problem in Project Financing », *International Economic Review*, 32, 1991, pp. 305 à 320.**

Dans cet article, l'auteur suggère que le problème d'antisélection peut être surmonté par la conclusion de contrats à long terme. En rendant les conditions des contrats subséquents conditionnelles aux résultats du premier contrat, il peut être possible de sélectionner différents types d'emprunteurs. Dans ce modèle, chaque entrepreneur est neutre envers le risque, présente deux projets à réaliser de manière séquentielle et possède une probabilité de succès connue qui fait de lui un emprunteur de « qualité inférieure » ou de « qualité supérieure ». Lorsque le premier projet est terminé, l'entrepreneur peut financer le deuxième avec les profits réalisés dans le cadre du premier projet ou au moyen d'un prêt dont les conditions varieront en fonction de ses antécédents auprès de la banque. Ce modèle à deux périodes et à deux types d'entrepreneurs a permis de procéder à une sélection idéale. Les auteurs en viennent à la conclusion qu'il est toujours possible de distinguer le meilleur entrepreneur des autres et de procéder à une répartition supérieure des investissements.

**Wette, Hildergard C., « Collateral in Credit Rationing in Markets with Imperfect Information: Note », *The American Economic Review*, 73 (3), 1983, pp. 442 à 445.**

Ce court article est un prolongement de l'étude de Stiglitz et Weiss (1981). L'auteur démontre qu'il peut arriver que les prêteurs ne soient pas disposés à recourir aux garanties comme méthode de rationnement même lorsque les emprunteurs sont neutres envers le risque. Cela s'explique par le fait qu'une augmentation des garanties peut entraîner un effet d'antisélection qui diminue le rendement prévu sur les prêts pour l'emprunteur.

**Whited, T. M., « Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investments: Evidence from Panel Data », *The Journal of Finance*, 47 (4), 1992, pp. 1425 à 1456.**

Cet article étudie la question de l'interdépendance des finances et des investissements en utilisant une équation d'Euler pour isoler le rôle précis des contraintes financières dans le processus d'investissement. Dans ce modèle, les entreprises maximisent leur valeur sous réserve des contraintes d'emprunt auxquelles elles sont soumises. Le modèle est ensuite comparé à un échantillon de données recueillies au moyen d'un panel. L'auteur de l'étude en conclut que les difficultés d'obtenir du financement par emprunt ont un effet sur les investissements. En outre, l'effet de ces contraintes semble être davantage ressenti par les entreprises qui ne sont pas actives sur le marché des obligations.

**Williamson, Stephen D., « Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing », *Journal of Monetary Economics*, 18, 1986, pp. 159 à 179.**

Cette analyse tente de démontrer qu'un rationnement du crédit en situation d'équilibre peut survenir dans un environnement où l'intermédiation financière est motivée par des principes fondamentaux. Les auteurs de l'étude concluent que l'intermédiation et le rationnement sont des phénomènes liés puisque les deux phénomènes peuvent résulter de la même combinaison d'hypothèses. Au moyen de modèles comportant une asymétrie informationnelle, des coûts de surveillance importants, l'indivisibilité des projets et des périodes multiples, les auteurs démontrent que le rationnement du crédit peut survenir dans une économie avec ou sans intermédiaires. Contrairement à des études antérieures [Stiglitz et Weiss (1981)], le modèle confirme que le rationnement du crédit ne découle pas du risque moral ni de l'antisélection (même si l'asymétrie informationnelle y joue un rôle crucial). Ce sont plutôt les coûts importants de surveillance qui créent une asymétrie dans les fonctions de paiement des emprunteurs et des prêteurs, asymétrie qui engendre à son tour le rationnement du crédit.

**Williamson, Stephen D., « Cost Monitoring, Loan Contracts, and Equilibrium Credit Rationing », *Quarterly Journal of Economics*, 102 (1), 1987, pp. 135 à 145.**

Cet article vise à démontrer que le rationnement du crédit en situation d'équilibre défini dans Stiglitz et Weiss (1981) et Keeton (1979) existe. Contrairement à ces études, l'auteur arrive à ces résultats au moyen d'un modèle fondé sur les coûts de surveillance des emprunteurs. Ce modèle à deux périodes est constitué d'une population de prêteurs possédant chacun un avoir qui peut être prêté à un entrepreneur ou qui peut être investi ailleurs, et d'un ensemble d'entrepreneurs homogènes, sans avoir, et dont le potentiel de succès établi de manière aléatoire est identique. L'antisélection n'est pas un enjeu dans ce modèle parce qu'il n'existe aucune asymétrie d'information *ex ante* pas plus que le fait qu'elle soit *ex ante* ne représente un risque accru parce que les actes de l'entrepreneur n'ont aucun effet sur le résultat de son projet. Toutefois, le risque moral *ex post* est un facteur important dans ce modèle. Une variable aléatoire qui mesure les coûts de surveillance engagés par le prêteur est introduite. Le modèle génère deux résultats possibles : un rationnement du crédit en situation d'équilibre et un équilibre sans rationnement du crédit. L'article en vient à la conclusion qu'un rationnement du crédit en situation d'équilibre peut survenir sans qu'il y ait antisélection ni risque moral *ex ante*.

## **Annexe B : Bibliographie annotée**

**Amit, Raphael, Brander, James et Zott, Christoph, *Venture Capital Financing of Entrepreneurship in Canada*, rapport initial de la *Conférence sur les enjeux du marché financier* d'Industrie Canada tenue les 31 janvier et 1<sup>er</sup> février 1996.**

### *Objet :*

Cet article présente surtout de l'information sur les investissements en capital de risque au Canada. De plus, les auteurs y interprètent d'importants phénomènes empiriques réguliers concernant le marché du capital de risque au Canada.

### *Méthodologie :*

Les données ayant servi à cette étude ont été fournies par Macdonald & Associates Ltd et provenaient de deux sondages importants : un sur les investissements comme tels et l'autre sur leurs répercussions économiques. Toutes les données utilisées aux fins de ce rapport sont à jour et comprennent des renseignements sur les entreprises ayant bénéficié des investissements ainsi que sur les décisions prises et les pratiques appliquées par les sociétés d'investissement en capital de risque.

### *Conclusions :*

Les investissements en capital de risque ne semblent pas être répartis uniformément au Canada, ce qui pourrait signifier que les PME installées dans une région où on trouve moins de capital de risque éprouveront davantage de difficultés à réunir les capitaux dont elles ont besoin. De plus, les entreprises en démarrage trouvent plus difficilement que les autres du capital de risque. Les auteurs font valoir que ces données justifient des recherches plus approfondies sur l'industrie du capital de risque, particulièrement aux fins de l'analyse de la politique gouvernementale.

**Andrews, Michael et Iqbal, Mahmood, *Issues Related to Provisions of a Small Business Loan Act-Type Guarantee for Leasing*, rapport du Conference Board du Canada, novembre 1996.**

### *Objet :*

Ce rapport donne un bref aperçu du secteur du crédit-bail au Canada. Les auteurs y définissent et décrivent les problèmes de fonctionnement qu'il faudrait régler si le gouvernement décidait d'étendre au crédit-bail les garanties offertes en vertu de la LPPE.

### *Méthodologie :*

Aux fins de ce rapport, on a analysé les résultats de travaux antérieurs du Conference Board sur le financement des PME et sur le financement fondé sur l'actif et on a rencontré en entrevue confidentielle plusieurs hauts dirigeants d'entreprises.

*Conclusions :*

Les dirigeants d'entreprises estiment de manière générale que le fait d'étendre les garanties de la LPPE aux contrats de location-exploitation n'est pas vraiment susceptible de stimuler le recours au crédit-bail par les PME. Ils estiment en revanche que si cette garantie gouvernementale était offerte dans le cas des contrats de location-acquisition, les PME auraient ainsi accès à un financement accru. L'auteur recommande que les questions opérationnelles soulevées par l'industrie soient réglées d'une manière qui répond aux préoccupations des entreprises parce que si un éventuel programme de garantie était perçu par ces dernières comme pratique et facile d'accès, l'atteinte des objectifs de la politique s'en trouverait facilitée.

**Anonyme, « Canadian Provinces Boost Funding Support for Exports », *International Trade Finance*, n° 190, 2 juillet 1993, pp. 4 et 5.**

*Objet :*

Cet article explique comment les provinces canadiennes participent de plus en plus au financement des projets d'exportation.

*Conclusions :*

La création de ces programmes provinciaux constitue une reconnaissance implicite par les gouvernements des provinces en question des problèmes auxquels sont confrontées les PME lorsqu'elles tentent d'obtenir le financement nécessaire à leur croissance. Les gouvernements s'efforcent de combler cette lacune, mais il est permis de croire que ces efforts n'ont qu'un effet très marginal.

**Anonyme, « EDC Eases Access to Finance for Smaller Canadian Exporters », *International Trade Finance*, n° 255, 16 février 1996, pp. 5 et 6.**

*Objet :*

L'article présente de l'information sur un nouvel outil de financement destiné aux petites entreprises canadiennes.

*Conclusions :*

Les éléments probants confirmant le manque de financement dont souffrent les PME témoignent bien que la simple mise en œuvre de ce programme tend à démontrer sa nécessité. L'article laisse entendre que les PME qui désirent suivre le mouvement de la « mondialisation » peuvent maintenant accéder plus facilement au financement dont elles ont besoin pour poursuivre leur expansion sur d'autres marchés.

**Anonyme, « Support Customers Can Bank On », *The Canadian Business Review*, vol. 23, n° 3, p. 19.**

*Objet :*

Cet article présente de l'information concernant la nouvelle Garantie générale sur les créances (programme MARG).

*Conclusions :*

On peut penser que la nécessité d'un tel programme découle des difficultés de financement éprouvées par les PME.

**Beach, Sandy, « Under CRA's Shadow », *Credit Union Magazine*, août 1994, pp. 14, 16 et 17.**

*Objet :*

Cet article fait état des effets possibles des modifications apportées à la *Community Reinvestment Act* sur les « *credit unions* ».

*Conclusions :*

Cet article souligne le problème éventuel de l'assujettissement des *credit unions* à la CRA.

**Besanko, David, *Banking Deregulation: Allocational Consequences of Relaxing Entry Barriers*.**

*Objet :*

Dans cet article, l'auteur tente de prédire quels seront les effets de la déréglementation dans le secteur bancaire sur le risque et sur la répartition des fonds à long terme. Il analyse aussi les répercussions des normes de capital, formule les résultats de cette analyse et décrit les effets que ces normes sont susceptibles d'avoir sur les emprunteurs et les prêteurs.

*Méthodologie :*

Une analyse des activités du secteur bancaire a été effectuée aux États-Unis, au Canada, au Japon et en Grande-Bretagne. Le document présente un modèle théorique analysant les conséquences éventuelles de mesures visant à rendre moins difficile l'accès au marché bancaire sur la répartition des fonds. Pour étudier cette question, un modèle spatial a été élaboré en vertu duquel l'emplacement et les produits d'une banque la distinguent de ses concurrentes.

*Conclusions :*

On fait valoir que le contexte actuel est favorable au regroupement des banques et que par conséquent, il faut s'attendre à ce qu'elles soient moins nombreuses dans l'avenir et à ce que les taux d'intérêt sur les prêts augmentent. Par conséquent, en plus des difficultés que les propriétaires de petites entreprises éprouvent actuellement à se former du capital, le financement auxquels les PME ont accès deviendra plus coûteux.

**Botting, Dale, directeur de la région des Prairies (FCEI), *CFIB Presentation on Small Business Lending Issues, Charts and Graphs*, présentation donnée à l'occasion de la conférence sur les prêts des *credit unions* tenue à Winnipeg au Manitoba les 2 et 3 décembre 1992.**

*Objet :*

Cette présentation visait à donner aux *credit unions* du Manitoba un aperçu des tendances et des perceptions dans le milieu de la petite entreprise au Manitoba.

*Méthodologie :*

Ce document contient plusieurs des schémas et graphiques utilisés dans la présentation donnée aux *credit unions* manitobaines en décembre 1992.

*Conclusions :*

Cette présentation révèle qu'il existe des obstacles au financement des petites entreprises manitobaines et que la majorité de ces problèmes peuvent être imputés aux politiques de l'État et à la réglementation. Par conséquent, on fait valoir qu'une réforme de la législation canadienne actuelle s'impose afin d'aplanir ces obstacles pour les propriétaires de petites et moyennes entreprises.

**Chambre de Commerce du Canada, *Breaking Down the Barriers*, rapport final sur le projet Viser le million, (Environics-DRZ), 1994.**

*Objet :*

Le projet Viser le million avait pour objet de répertorier les obstacles qui empêchent les entrepreneurs de procéder à l'expansion de leur exploitation et d'embaucher davantage. Ce rapport fait état des résultats d'un sondage mené auprès des entrepreneurs afin d'analyser ces questions et présente un plan d'action sur le rôle que l'État pourrait jouer dans la création d'emplois, particulièrement dans le secteur de la petite entreprise.

*Méthodologie :*

Un questionnaire a été conçu en s'appuyant sur l'examen de la littérature effectué par Environics-DRZ. La Chambre de Commerce a ensuite mis la dernière main au questionnaire, puis l'a présenté et distribué à 6 000 entreprises. Les résultats sont fondés sur les 1 238 questionnaires remplis reçus au plus tard le 28 février 1994.

*Conclusions :*

Il est permis de croire qu'il y a place à une amélioration importante de la part du gouvernement si l'on tient compte des répercussions négatives du déficit des finances publiques, de la rançon élevée des affaires au Canada et des difficultés à rassembler des capitaux suffisants. Il est recommandé que les entreprises, l'État, les organisations syndicales, les institutions financières et les établissements d'enseignement prennent tous des mesures pour aplanir les obstacles et créer un environnement favorable à la croissance économique et à la création d'emplois.

**Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, *Capitalizing on Opportunities in the Small Business Market*, document présenté à l'assemblée annuelle de la Credit Union Central of Canada tenue à Halifax le 23 octobre 1995.**

*Objet :*

Ce rapport met en évidence les enjeux liés au financement des dettes des petites entreprises canadiennes.

*Conclusions :*

Le secteur canadien de la petite entreprise ne peut croître et prospérer que si les gouvernements et les institutions financières canadiennes lui apportent une aide substantielle et si leurs politiques favorisent cette croissance. Par conséquent, la FCEI recommande que l'on tienne compte du besoin de la petite entreprise d'obtenir du financement à des conditions raisonnables.

**Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, *Financing the Recovery: Measures to Assist Small and Medium Sized Business*, rapport présenté au Comité permanent de l'industrie le 10 mai 1994.**

*Objet :*

Ce rapport démontre pourquoi l'acquisition de capital par emprunt ou par émission d'actions est perçue comme un problème important en ce qui concerne le financement de la petite entreprise.

*Conclusions :*

Selon les conclusions de ce rapport, la possibilité de former du capital semble être une préoccupation majeure des petites et moyennes entreprises au Canada. Par conséquent, il est recommandé que des initiatives soient entreprises afin d'aplanir les obstacles qui nuisent au financement des PME et de permettre aux petites entreprises de prospérer et de contribuer à la revitalisation de l'économie canadienne.

**Fédération canadienne de l'entreprise indépendante (FCEI), *1997 Review of Financial Sector Legislation to the Senate Committee on Banking, Trade and Commerce*, mémoire présenté le 2 octobre 1996.**

*Objet :*

Ce mémoire fait état de données illustrant les problèmes auxquels sont confrontées les petites entreprises qui tentent d'obtenir du financement.

*Méthodologie :*

La Fédération canadienne de l'entreprise indépendante s'appuie sur les conclusions de sondages menés auprès de ses membres.

*Conclusions :*

Ce rapport fait état d'un problème d'accès au capital pour les petites entreprises qui cherchent à obtenir du financement auprès des institutions financières. La FCEI, par conséquent, se dit heureuse que la Chambre des communes se penche sur la manière dont les banques répondent actuellement aux besoins des petites entreprises. La FCEI recommande également qu'on élargisse l'accès au financement par emprunt pour les petites entreprises et que soient mis en œuvre un régime fiscal et une réglementation plus favorables aux entreprises, afin de leur permettre de conserver une proportion plus importante de leurs gains à des fins d'investissement et d'expansion.

**Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, *Senate Committee Study on Crown Financial Institutions in Canada*, mémoire adressé au Comité sénatorial permanent des banques et du commerce le 17 octobre 1995.**

*Objet :*

Ce rapport traite du rôle des institutions financières et des organismes relevant de la compétence fédérale et des rapports qu'ils entretiennent avec les entreprises du secteur privé. Un accent particulier est placé sur le financement de la petite entreprise.

*Méthodologie :*

Les observations formulées par la FCEI sont fondées sur des sondages que l'organisation effectue de temps à autre, sur des commentaires formulés par ses membres et sur les perceptions des agents de services aux membres de la FCEI d'un peu partout au Canada.

*Conclusions :*

La plus grande partie des recherches effectuées par la FCEI dans le passé a porté sur le rôle crucial que jouent les banques dans la satisfaction des besoins de crédit des entreprises et sur le régime fiscal et ses effets sur la vitalité financière des petites entreprises. Toutes ces recherches révèlent implicitement que les petites entreprises éprouvent des problèmes de financement. Même si on ne sait pas clairement quel rôle jouent exactement les institutions financières de compétence fédérale ni quel rôle elles devraient jouer, les problèmes de financement dont on impute la responsabilité aux banques doivent être réglés. Ce faisant, la FCEI fait valoir que les PME auront une occasion équitable de croître et de contribuer à la vitalité de l'économie canadienne.

**Casey, Allan, « No Pain, Big Gain », *Canadian Business*, vol. 69, n° 3, mars 1996, pp. 83 à 89.**

*Objet :*

Ce rapport illustre les effets de la réglementation gouvernementale sur la petite entreprise en Saskatchewan.

*Conclusions :*

Selon l'information probante recueillie, il semble que le taux de la taxe de vente provinciale en vigueur en Saskatchewan nuise aux affaires des PME. De plus, les écarts entre le régime provincial de la taxe de vente en Saskatchewan et celui de l'Alberta permettent de croire à un écart dans la répartition des fonds aux petites entreprises d'une province à l'autre. Compte tenu de ces enjeux et d'autres enjeux connexes, l'auteur soutient que des efforts particuliers doivent être déployés afin de procéder à une réforme globale des exigences liées à la perception de la taxe de vente au Canada.

**Chen, Duanjie et McKenzie, Kenneth J., *The Impact of Taxation on Capital Markets and Competitiveness*, rapport initial de la Conférence sur les enjeux du marché financier d'Industrie Canada tenue les 31 janvier et 1<sup>er</sup> février 1996.**

*Objet :*

Cet article étudie les répercussions de la fiscalité sur la formation du stock de capital, les risques que ces répercussions font peser sur l'investissement et le caractère éventuellement irréversible de ces répercussions.

*Méthodologie :*

Aux fins de cette étude, des taux effectifs marginaux d'imposition (TEMI) ont été calculés pour le Canada et d'autres pays sélectionnés (ceux appartenant au groupe du G7). Dans ce cas, le TEMI sur le capital était représentatif de la distorsion introduite dans le taux de rendement du capital par l'impôt des particuliers et celui des sociétés.

*Conclusions :*

Comme le régime fiscal canadien semble être discriminatoire à l'endroit des investissements plus risqués, les auteurs soutiennent que les lois fiscales nuisent à la formation de capital dans les PME. Pour la plupart, les PME présentent en effet un degré élevé de risque et d'incertitude. Les anomalies que cause le régime fiscal canadien dans la formation de capital d'une province et d'un secteur à l'autre révèlent, selon les auteurs, que le régime actuel contribue à une répartition inefficace du capital et empêche la croissance économique du Canada en faussant le jeu de la formation de capital. La conséquence implicite en est que le régime fiscal dresse devant les PME installées dans les régions moins peuplées du pays des obstacles additionnels qui leur bloquent l'accès aux capitaux dont elles ont besoin. Même si le régime fiscal canadien se compare avantageusement à celui d'autres pays en ce qui concerne l'acquisition de capital, il reste encore beaucoup de place à amélioration.

**Christensen, Sandra L., « Is There a Role for Small Business in the North America Free Trade Area? », *Business Forum*, vol. 18, n<sup>os</sup> 1 et 2, hiver/printemps 1993, pp. 44 à 46.**

*Objet :*

Cet article étudie l'inquiétude que cause au sein de la population les effets possibles de l'Accord de libre-échange nord-américain sur les petites entreprises canadiennes.

*Conclusions :*

L'auteur de l'article soutient que l'Accord de libre-échange actuellement en vigueur ne limite pas la capacité de formation de capital dans les PME, car il procure à ces entreprises des occasions nouvelles et moins risquées d'accéder à l'économie internationale grâce à l'exportation. Toutefois, l'auteur oublie de mentionner l'effet que peut avoir sur les entreprises canadiennes

l'octroi de privilèges équivalents aux PME américaines. Les obstacles qui empêchaient les entreprises américaines d'accéder librement au marché canadien ont en effet aussi été éliminés, ce qui aura un effet négatif sur la capacité des PME canadiennes de se former du capital par l'entremise de leurs ventes. L'Accord de libre-échange pourrait donc ne pas être aussi bénéfique à l'économie canadienne que l'on ne l'a d'abord cru.

**Clark, David, « Lending a Helping Hand to Exporters » *Le Banquier*, vol. 102, n° 2, mars et avril 1995, pp. 28 à 34.**

*Objet :*

Cet article présente de l'information sur les nouvelles initiatives du ministère des Affaires étrangères et du Commerce extérieur en vue d'améliorer le financement offert aux petites et moyennes entreprises exportatrices.

*Conclusions :*

Le gouvernement reconnaît les problèmes auxquels sont confrontées les PME et des efforts sont déployés afin de tenter d'alléger leur fardeau.

**Cooper, A.C., « Initial Human and Financial Capital as Predictors of New Venture Performance », *Journal of Business Venturing*, vol. 9, n° 5, septembre 1994, pp. 371 à 395.**

*Objet :*

Cette recherche avait pour objet de prédire le rendement de nouvelles entreprises en s'appuyant sur certains facteurs observables au moment de leur lancement. La recherche visait à coter le rendement des nouvelles entreprises en les classant dans l'une ou l'autre des catégories suivantes : échec, survie ou croissance élevée.

*Méthodologie :*

Mille cinquante-trois nouvelles entreprises de tous les secteurs d'activité et de toutes les régions ont été étudiées. Pour ce faire, l'auteur a élaboré un modèle permettant d'analyser quatre types de capital financier et humain initial : capital humain général, savoir-faire de la direction, capital financier et connaissances sectorielles particulières.

*Conclusions :*

Le fait que les entreprises appartenant à des femmes sont moins susceptibles de croître ne fait que souligner la discrimination dont les femmes font l'objet en ce qui concerne l'accès au financement nécessaire à leurs petites entreprises. Cet obstacle à la formation de capital pourrait être la cause de l'échec de nombreuses PME canadiennes.

Le fait que leurs parents aient eu de l'expérience dans les affaires peut procurer aux propriétaires d'une nouvelle entreprise une compréhension de ce qui est nécessaire pour garder leur petite entreprise en vie. Toutefois, la croissance réelle dépend de l'acquisition de capital et le fait que les PME éprouvent des problèmes de croissance même lorsque le propriétaire bénéficie d'un savoir-faire qui lui a été transmis par sa famille dénote de manière implicite que l'accès au capital constitue peut-être le problème véritable.

Plus le nombre d'associés augmente, plus la probabilité que la PME connaisse une croissance intéressante s'accroît. On peut donc en déduire que si le capital initial est plus considérable grâce à la multiplicité des associés, la PME a de meilleures chances de prospérer même si les obstacles à la formation de capital provenant de sources externes demeurent.

De plus, les PME qui disposent de capitaux plus importants au moment de leur lancement ont une meilleure chance de survie. La raison en est que ces entreprises sont moins susceptibles d'avoir besoin de financement à un moment ultérieur, un financement qu'elle ne serait alors peut-être pas en mesure d'obtenir.

**Cowie, Joe, Curtis, Dave, Minicola, Michael, Nehring, Christine, *In search of Angels: Supporting Small Business through the Informal Risk Capital Market*, rapport du projet de recherche sur les investisseurs informels de la Banque Royale et de l'université de Calgary, septembre 1995.**

*Objet :*

Ce rapport tente de démontrer la nécessité d'un service efficace d'intermédiaires en matière d'investissement afin de favoriser l'établissement de liens entre les nouvelles entreprises et des investisseurs éventuels, et présente de l'information sur un service de cette nature.

*Méthodologie :*

Une enquête pratique a été effectuée sur le fonctionnement du marché informel des capitaux. Cette enquête comprenait une analyse de la littérature existante et des entrevues approfondies avec des universitaires et des investisseurs privés et institutionnels.

*Conclusions :*

Les bailleurs de fonds souhaitent investir, mais ils éprouvent des problèmes de communication avec les entrepreneurs en puissance. On fait valoir qu'il est donc nécessaire de créer un « service de rencontre » à l'intention des PME qui ont besoin de financement. De plus, puisque pour la plupart, les bailleurs de fonds n'investissent que dans des entreprises ou des projets se situant relativement près de leur lieu de résidence (c'est-à-dire dans un rayon de 500 kilomètres), il s'ensuit que des disparités sont possibles d'une province ou d'un secteur d'activité à l'autre. Il peut arriver que plusieurs PME installées dans des villes ou des régions de moindre importance soient confrontées à des obstacles les empêchant d'accéder à des capitaux.

**de Laurentiis, Joanne, « Beyond the Bounds of Traditional Lending », *Canadian Business Review*, vol. 21, n° 1, printemps 1994, pp. 19 à 21.**

*Objet :*

Cet article traite des problèmes associés aux méthodes de financement non bancaire utilisées par les petites entreprises.

*Conclusions :*

Selon l'auteur, les problèmes d'accès au financement par actions constituent la principale raison susceptible d'expliquer les difficultés des PME canadiennes à obtenir du financement. Toutefois, d'autres recherches indiquent que le problème ne réside pas nécessairement dans le manque de capitaux, mais plutôt dans le fait qu'il n'existe aucun mécanisme capable de mettre en contact les investisseurs éventuels et les propriétaires de petites entreprises à la recherche de financement. Par conséquent, les auteurs font valoir que le financement par actions est probablement la solution que les PME devraient privilégier, mais que des efforts devraient être déployés afin de mettre un système de ce genre en place.

**Duxbury, L., Haines, G., Riding, A », « A Personality Profile of Canadian Informal Investors », *Journal of Small Business Management*, avril 1996, pp. 44 à 55.**

*Objet :*

Cet article décrit les conclusions d'une étude transversale cherchant à établir les traits psychologiques des investisseurs informels (les bailleurs de fonds), et à comparer ces traits à ceux des non-investisseurs.

*Méthodologie :*

Une étude transversale a été effectuée : groupes de discussion d'investisseurs et de non-investisseurs; formulation d'hypothèses; conception d'un questionnaire, prétest et administration du questionnaire à un échantillon de bailleurs de fonds et analyse des données.

*Conclusions :*

Comme d'autres études concluaient au fait que les propriétaires de petites entreprises étaient confrontés à des obstacles dans le financement de leur petite entreprise, ce profil propose plusieurs stratégies auxquelles les entrepreneurs pourraient avoir recours pour maximiser leur chance d'obtenir du capital de risque informel. Les auteurs proposent ainsi aux entrepreneurs de présenter l'investissement comme un défi, d'offrir aux investisseurs éventuels un poste officiel au sein de la direction de l'organisation et de leur proposer des mesures d'incitation autres que financières. Lorsqu'ils s'engagent personnellement, les investisseurs déploient davantage d'efforts au nom de l'entreprise et y investissent souvent des ressources (financières et autres)

additionnelles afin de rentabiliser leur investissement initial, ce qui amoindrit les obstacles auxquels est confrontée la petite entreprise qui a besoin de capitaux.

**Fabowale, L., Orser, B., Riding, A., « Gender, Structural Factors, and Credit Terms between Canadian Small Business and Financial Institutions », *Entrepreneurship, Theory and Practice*, vol. 19, n° 4, été 1995, pp. 41 à 65.**

*Objet :*

Cet article présente une analyse effectuée afin d'établir s'il existe une différence entre les conditions de crédit accordées aux hommes propriétaires d'entreprises et aux femmes dans la même situation.

*Conclusions :*

La perception générale est qu'il existe dans notre société un degré important de discrimination à l'égard des femmes propriétaires d'entreprises qui tentent d'obtenir du financement commercial. Cependant, selon les données issues d'un sondage de la FCEI, aucune différence liée au sexe dans l'accès au crédit ou dans les conditions de crédit accordées n'a pu être confirmée. Les auteurs de l'analyse concluent cependant que les femmes propriétaires d'entreprises ont véritablement le sentiment que les directeurs de compte des banques ne les traitent pas avec le même respect qu'ils accordent aux hommes.

**Fay, Michael et Williams, Leslie, « Gender Bias and the Availability of Business Loans », *Journal of Business Venturing*, vol. 8, n° 5, sept. 1993, pp. 363 à 376.**

*Objet :*

Cet article cherche à démontrer que les femmes propriétaires d'entreprise ou entrepreneurs font l'objet de discrimination de la part des institutions financières.

*Méthodologie :*

Des expériences ont été effectuées afin de mettre à l'épreuve la croyance que les femmes font l'objet d'une discrimination lorsqu'elles demandent un prêt pour lancer une entreprise. Des demandes de prêt ont donc été acheminées à des agents de crédit d'importantes succursales bancaires dans le but de demander le financement nécessaire à l'achat d'une entreprise. Deux demandes ont été acheminées à chaque agent de prêt, la seule différence entre les deux demandes étant le sexe du requérant et son niveau de scolarité. On demandait aux prêteurs d'indiquer si oui ou non ils approuveraient le prêt et d'expliquer les motifs de leur décision.

*Conclusions :*

Cette étude conclut à la possibilité d'une discrimination fondée sur le sexe de la part des institutions prêteuses à l'endroit des femmes propriétaires d'entreprises.

**Fishbein, Allen J., « The Ongoing Experiment with ' Regulation and Below ' : Expanding Reporting Requirements for HMDA and CRA », *Housing Policy Debate*, vol. 3, n° 2, 1992, pp. 601 à 636.**

*Objet :*

Cet article dresse un premier bilan des effets de la *HMDA* et de la *CRA* et analyse les exigences nouvelles établies en vertu de ces lois.

*Conclusions :*

Cet article soulève une question importante en ce qui concerne la formation de capital dans les petites et moyennes entreprises canadiennes. Toutefois, on peut se demander si la discrimination financière exercée à l'endroit d'une collectivité est un facteur qui contribue aux difficultés éprouvées par les petites entreprises au Canada.

**Fogarty, Mark, « Questions Persist Over the CRA », *US Banker*, août 1996, pp. 68 à 70.**

*Objet :*

Cet article traite de certaines questions liées à la *CRA* révisée et remet en question son efficacité.

*Conclusions :*

En plus de remettre en question la pertinence de l'adoption d'une loi similaire à la *CRA* au Canada, les problèmes soulevés par plusieurs groupes aux États-Unis supposent implicitement que la *Community Reinvestment Act* comporte toujours de nombreuses lacunes. Ces problèmes doivent être réglés avant de mettre en œuvre une loi similaire au Canada.

**Garwood, Griffith L., Smith, Dolores S., « The Community Reinvestment Act: Evolution and Current Issues », *Federal Reserve Bulletin*, vol. 79, n° 4, avril 1993, pp. 251 à 267.**

*Objet :*

Ce rapport présente de l'information sur l'évolution des enjeux entourant la *Community Reinvestment Act*.

*Conclusions :*

Cet article décrit plusieurs avantages et inconvénients associés à la *Community Reinvestment Act*. Si une loi similaire devait être mise en œuvre au Canada, il est permis de croire qu'elle n'aurait pas des effets aussi nuisibles pour les institutions financières canadiennes. Le secteur bancaire canadien, par exemple, est beaucoup plus concentré et donc mieux équipé pour faire face aux aspects négatifs d'une loi comme la *CRA*. De plus, si les avantages que la *CRA* a pu générer aux États-Unis sont largement reconnus, on ne sait toujours pas avec certitude s'il existe au Canada suffisamment de collectivités à faible revenu peuplées en majorité de personnes appartenant à des minorités susceptibles de bénéficier de l'adoption d'une version canadienne de la *CRA*.

**Gopinath, C., « Bank Strategies Towards Firms in Decline: », *Journal of Business Venturing*, vol. 10, n° 5, 1995, pp. 75 à 92.**

*Objet :*

Cet article cerne les stratégies adoptées par les banques lorsqu'elles procèdent à l'évaluation financière d'une entreprise en déclin et décrit ces stratégies.

*Méthodologie :*

Une étude préliminaire a été effectuée afin d'analyser les réponses données par les banques aux demandes émanant des entreprises clientes. L'étude portait sur 192 entreprises qui ont été classées comme étant en défaut de paiement véritable ou dans une situation où la banque percevait qu'il y avait possibilité de défaut de paiement. Au nombre des banques ayant participé à l'étude, six banques commerciales du nord-ouest des États-Unis et trois banques commerciales du Canada.

*Conclusions :*

Comme les banques préfèrent en règle générale collaborer avec leurs clients au rétablissement de leur situation plutôt que d'engager des procédures judiciaires, les entreprises doivent démontrer leur volonté de collaborer afin d'obtenir des conditions de crédit favorables. Cela peut être difficile pour les propriétaires de petites entreprises qui craignent d'éprouver des ennuis financiers.

Comme la stratégie adoptée par la banque dépend de sa perception des causes sous-jacentes aux problèmes financiers éprouvés par l'entreprise, les gestionnaires de cette dernière doivent reconnaître l'importance de produire une information satisfaisante afin de créer une perception positive. Cela aussi est difficile compte tenu que de nombreux propriétaires de petites entreprises ne possèdent pas l'expérience ni le savoir nécessaires pour déceler le recours à ces stratégies de la part de la banque et pour élaborer leur propre stratégie de demande de financement.

Les petites entreprises éprouvent habituellement un besoin constant de fonds. Lorsqu'elles sont en déclin, elles se trouvent dans une position encore plus désavantageuse parce que, à ce stade de

leur développement, les possibilités d'obtenir des investissements additionnels provenant de sources externes diminuent de manière importante. Avec l'aide financière appropriée, certaines de ces entreprises pourraient peut-être être sauvées. Toutefois, compte tenu de la difficulté inhérente pour ce genre d'entreprise d'obtenir des fonds, la majorité des PME se trouvant en déclin financier ne s'en remettent jamais et disparaissent.

**Gray, Brian G. (FCEI), *Getting to Yes: Overcoming the Challenges to Small Business Financing in the 90's*, rapport de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, 8 novembre 1993.**

*Objet :*

Ce rapport répertorie les obstacles au financement que doivent surmonter les petites entreprises et présente des méthodes possibles pour y arriver. Un accent particulier est accordé à la plate-forme électorale du gouvernement libéral, soit le *Livre rouge*.

*Méthodologie :*

Aux fins de ce rapport, la FCEI a effectué des sondages auprès de ses membres. Les données issues de ces sondages ont ensuite été communiquées à des analystes comme Allan Riding et Mary Jane Grant qui les ont analysées en collaboration avec la FCEI.

*Conclusions :*

Selon la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, trois problèmes d'accès au capital doivent être réglés. Le premier est le maintien des marges de crédit existantes. Le deuxième est l'incapacité des petites entreprises d'obtenir les fonds nécessaires à l'acquisition de nouvel équipement, à leur croissance et à la rénovation de leurs installations. Le troisième est la pénurie de capital de risque pour financer l'innovation. Il est clair que les gouvernements et les institutions financières devraient collaborer pour tenter de résoudre les problèmes qui marquent actuellement les relations entre les banques et les propriétaires de petites entreprises. En éliminant, ou à tout le moins en atténuant, les obstacles qui empêchent les petites entreprises d'accéder au capital, on contribuera à la création d'un environnement financier plus sain non seulement pour les petites entreprises, mais aussi pour l'ensemble de l'économie canadienne.

**Grimaud, Andrea E., « The Evolution of Small Business Financing », *Le Banquier*, vol. 102, n° 3; mai-juin 1995, pp. 36 et 37.**

*Objet :*

Dans cet article, l'auteur explique comment les changements survenus au cours des dernières années ont influé sur le financement des petites entreprises.

*Conclusions :*

Bien que les progrès de la technologie, la mondialisation des marchés et la déréglementation n'aient aucune incidence directe comme telle sur le financement des entreprises, il existe pourtant une corrélation évidente entre ces facteurs et la capacité d'une entreprise commerciale d'obtenir des capitaux. De plus, s'il en avait la volonté, le gouvernement canadien pourrait fort bien adopter des lois susceptibles d'influer dans une certaine mesure sur ces trois facteurs. Il pourrait notamment, peut-être en modifiant sa réglementation actuelle et en imposant de nouveaux obstacles pour protéger le marché canadien, jouer un rôle, ne serait-ce que partiel, pour procurer aux PME canadiennes la sécurité financière dont elles ont besoin pour croître et prospérer.

**Gruben, William C., Neuberger, Jonathon A., Schmidt, Ronald H., « Imperfect Information and the Community Reinvestment Act », *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, vol. 0, n° 3, été 1990, pp. 27 à 46.**

*Objet :*

Cet article décrit les effets de la *Community Reinvestment Act (CRA)* sur les portefeuilles de prêts des banques.

*Méthodologie :*

Aux fins de cet article, un cadre conceptuel a été élaboré afin de tester les effets de la *CRA*. Dans ce modèle, on tient pour acquis qu'une banque exerce ses activités de prêts sur un marché comprenant deux quartiers : un riche et un pauvre.

*Conclusions :*

L'article laisse entendre qu'au bout du compte l'effet de la courbe d'apprentissage se fait sentir et que les coûts élevés liés à l'attribution de prêts aux utilisateurs à faible risque finissent à la longue par être absorbés. Les auteurs se demandent toutefois si, au Canada, une loi de ce genre est nécessaire. Ils avancent qu'il ne semble pas y avoir au Canada de concentrations massives de personnes à faible revenu appartenant à une minorité ethnique, comme c'est le cas aux États-Unis.

**Hally, Simon, « Le micro-crédit : secteur d'avenir? », *Le Banquier*, vol. 103, n° 1, janvier-février 1996, p. 5.**

*Objet :*

Cet article traite de certaines questions liées au micro-crédit accordé aux petites et moyennes entreprises.

*Conclusions :*

Même en ayant accès au micro-crédit, les PME restent confrontées à certains obstacles dont les coûts élevés de cette méthode de financement.

**Harris, Richard, « Moneycare: Ignoring the Environment is Bad for Business », *Canadian Manager*, vol. 18, n° 3, septembre 1993, p. 11.**

*Objet :*

Dans cet article, l'auteur explique comment les lois environnementales influent sur la croissance des entreprises au Canada.

*Conclusions :*

Au cours des années quatre-vingt-dix, les institutions financières devront relever un nombre sans cesse croissant de défis liés aux questions de logement et de développement économique communautaire. Les institutions qui deviendront des agents de changement positif desserviront les villes, les municipalités et les régions rurales du pays, ce qui leur sera tout autant bénéfique qu'aux collectivités où elles sont actives. Il semble que les banques canadiennes auraient intérêt à adopter un comportement similaire si une loi du genre de la *CRA* était adoptée au Canada. Encore une fois, il convient cependant de s'interroger sur la nécessité d'une telle loi au Canada.

**Hatch, J. L. Wynant, « A Complex Relationship », *Le Banquier* – vol. 98, n° 4, juillet-août 1991, pp. 8 à 15.**

*Objet :*

L'auteur commente la relation entre les banques et les propriétaires de petites entreprises et donne de l'information sur les difficultés éprouvées par les petites entreprises dans leurs relations avec les banques.

*Méthodologie :*

Les conclusions de cet article sont fondées sur une étude menée pour le compte de l'Association des banquiers canadiens.

*Conclusions :*

Il est recommandé que les banques décrivent clairement à leurs clients les risques de financement qu'elles sont disposées à prendre ainsi que les techniques qu'elles utilisent pour évaluer, structurer et surveiller les prêts.

**Haynes, George W., « Credit Access for High-Risk Borrowers in Financially Concentrated Markets: Do SBA Loan Guarantees Help? », *Small Business Economics*, vol. 8, 1996, pp. 449 à 461.**

*Objet :*

Cet article décrit les conclusions d'une étude menée en vue d'évaluer l'accès au crédit dont disposent les emprunteurs présentant un degré élevé de risque sur les marchés où il existe une concentration financière et d'établir si les prêts garantis en vertu de la LPPE bénéficient de quelque manière à cette catégorie d'emprunteurs.

*Méthodologie :*

Un modèle fondé sur l'échec éventuel d'un marché où les institutions prêteuses disposeraient d'un pouvoir monopolistique est élaboré par dérivation afin d'évaluer le comportement des institutions prêteuses et des emprunteurs sur les marchés financiers. L'étude compare les caractéristiques financières des petites entreprises emprunteuses ayant obtenu ou non une garantie en vertu de la LPPE et comprend une évaluation qualitative de la capacité de la LPPE de corriger les inefficacités du marché des capitaux.

*Conclusions :*

Cette étude crée une crise d'identité pour le programme de prêts garantis en vertu de la LPPE, principalement parce qu'elle n'établit pas de distinctions nettes entre les emprunteurs ayant obtenu une garantie en vertu de la LPPE et les autres emprunteurs sur le marché. Cette étude devrait normalement donner aux décideurs l'assurance que le programme permet d'établir des distinctions entre les deux pôles que sont le risque élevé et la forte concentration financière d'une part, et le faible risque et la faible concentration financière, d'autre part. Or, elle ne fait que laisser entendre de manière tacite que le programme peut éventuellement corriger certaines inefficacités des marchés financiers. Il existe en tant que tel très peu d'éléments concrets confirmant que les garanties offertes sur les prêts aplanissent les obstacles au financement auxquels se heurtent les petites et moyennes entreprises.

**Lindsay, Lawrence B., « Statement to the US House Subcommittee on Consumer Credit and Insurance of the Committee on Banking, Finance, and Urban Affairs », *Federal Reserve Bulletin*, vol. 79, n° 4, avril 1993, pp. 285 à 292.**

*Objet :*

Ce rapport explique le point de vue de la Réserve fédérale américaine sur la situation actuelle créée par la *Community Reinvestment Act (CRA)*.

*Conclusions :*

L'auteur laisse entendre implicitement que puisque la *CRA* semble être bénéfique aux États-Unis, elle pourrait aussi être avantageuse pour l'économie canadienne. Si une telle loi devait être adoptée au Canada, les banques et les autres institutions financières déploieraient probablement davantage d'efforts pour mieux répondre aux besoins financiers des petites et moyennes entreprises canadiennes actives dans des régions défavorisées au chapitre des revenus.

**Jog, Vijay, « The Climate for Initial Public Offerings », *Conférence sur les enjeux du marché financier, Industrie Canada, 1997.***

*Objet :*

Dans cet article, l'auteur cherche à démontrer l'existence de quatre phénomènes liés au processus « d'appel public à l'épargne » au Canada. Ces phénomènes sont la sous-évaluation des actions au moment de l'émission initiale, le rendement boursier à long terme des actions issues d'une émission initiale, le rendement financier des entreprises après l'émission initiale d'actions et le processus comme tel d'appel public à l'épargne du point de vue des PME.

*Méthodologie :*

L'auteur de cet article a eu recours à un éventail de méthodes. Il a notamment utilisé la méthode standard pour établir s'il y a eu sous-évaluation (soit la comparaison du prix des actions à l'émission par rapport à leur cote le premier jour de négociation). Les taux de rendement accumulés ont aussi été comparés à ceux d'un portefeuille témoin. Les états financiers des entreprises de l'échantillon ont été analysés et on a aussi eu recours à des questionnaires.

*Conclusions :*

Les propriétaires de PME sont très fiers de leurs accomplissements et se montrent très protecteurs à l'endroit de leur entreprise. Pour cette raison, ils préfèrent souvent ne pas recourir à l'épargne publique. Comme de nombreuses PME envisagent actuellement une première émission d'actions, il faut nécessairement en conclure qu'elles ne parviennent pas à obtenir autrement le financement dont elles ont besoin. De plus, comme les PME maintiennent leur intention de recourir à ce mode de financement même après avoir été mises au courant que les capitaux qu'elles obtiendront ainsi seront limités compte tenu de la sous-évaluation initiale inévitable des

actions, il faut en conclure qu'elles se heurtent à des obstacles insurmontables lorsqu'elles cherchent à se financer d'une autre manière.

**Kopeinig, William F., « Helping Foreign Banks Face CRA Challenges », *The Bankers Magazine*, novembre-décembre 1996, pp. 99.54 à 57.**

*Objet :*

Cet article démontre comment les banques étrangères peuvent répondre aux exigences de la *CRA* et accroître leurs revenus en prêtant à des petites entreprises installées au sein des collectivités où elles sont actives.

*Méthodologie :*

Les activités de la Banque Canadienne Impériale de Commerce (CIBC) sur le marché bancaire américain sont étudiées.

*Conclusions :*

Comme la totalité des six grandes banques canadiennes sont toutes actives à l'échelle internationale et entretiennent des liens étroits avec les milieux d'affaires américains, la *Community Reinvestment Act* a eu et continue d'avoir des répercussions directes sur leurs résultats. Ainsi, même si le Canada n'a pas encore adopté de loi similaire à la *CRA*, il n'en demeure pas moins que les filiales des banques canadiennes actives sur le marché américain doivent se conformer aux exigences de la *CRA*. Cet article démontre comment la CIBC, en particulier, est parvenue à s'acquitter avec succès de ses responsabilités à cet égard. L'auteur laisse donc entendre que si une loi similaire à la *CRA* devait être adoptée au Canada, les banques canadiennes seraient prêtes à s'adapter à ses effets.

**Kutner, Lorne, « Creative Financing for Small Businesses », *CMA Magazine*, vol. 68, n° 4, mai 1994, p. 29.**

*Objet :*

Cet article explique comment a été mis en œuvre le Programme de financement des petites entreprises et démontre pourquoi il est avantageux pour les propriétaires de petites entreprises au Canada.

*Conclusions :*

Le fait que l'État fédéral canadien lance des initiatives de ce genre confirme implicitement qu'il existe bel et bien des obstacles à la formation de capital dans les petites entreprises. Même si des initiatives de ce genre semblent théoriquement appropriées, les avantages qu'on en tire sont

toutefois de courte durée. C'est donc dire que des objectifs à long terme doivent être établis afin de trouver une solution permanente à ce problème plutôt que de se contenter d'y apporter des correctifs à court terme.

**Lacker, Jeffrey M., « Neighborhoods and Banking », *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 81, n° 2, printemps 1995, pp. 13 à 38.**

*Objet :*

Présenter de l'information sur la révision récente, par les organismes fédéraux de réglementation du secteur bancaire, de la réglementation d'application de la *Community Reinvestment Act*.

*Conclusions :*

L'article laisse entendre que la *CRA* est inutile. Puisqu'il semble que la situation géographique et ethnique canadienne se prête encore moins à une loi de ce genre, en comparaison avec les États-Unis, on peut donc faire valoir que l'adoption d'une loi similaire à la *CRA* au Canada est tout à fait inutile.

**Lamy, Robert E. et Moyer, R. Charles, « Financial Services Marketing and Banking Regulation: The Case of the Community reinvestment Act », *Psychology and Marketing*, vol. 12, n° 8, 1995, pp. 721 à 733.**

*Objet :*

Dans cet article, les auteurs étudient les questions de marketing liées au respect des exigences de la *Community Reinvestment Act*. Ils accordent une importance particulière aux répercussions de cette loi et de ses règlements sur la commercialisation des services financiers.

*Méthodologie :*

Aux fins de l'article, les auteurs se livrent à une analyse clinique des méthodes suivies par deux banques, soit la Wachovia Corporation, une importante société régionale de portefeuille bancaire, et Enterprise National Bank, une petite banque communautaire située dans la même région.

*Conclusions :*

Les auteurs soulignent comment différentes banques, en utilisant des moyens différents, parviennent à minimiser les effets négatifs que des lois comme la *CRA* peuvent avoir sur leurs activités. Compte tenu de la concentration du secteur bancaire au Canada, si une loi similaire à la *CRA* y était adoptée, il serait probablement dans l'intérêt des institutions financières canadiennes d'adopter une stratégie similaire à celle de la Wachovia aux États-Unis. La *CRA* semble limiter la

consolidation au sein du secteur bancaire et certains de ses effets pourraient donc être perdus dans le contexte canadien.

**Leonard, Kevin J., « Whose Keeping Score? A Credit Scoring Model for Commercial Loan Applications », *Business Credit*, vol. 95, n° 10, novembre-décembre 1993, pp. 8 à 12.**

*Objet :*

L'auteur commente un modèle décisionnel qui a été récemment créé et qui est utilisé par une division d'une importante banque canadienne.

*Conclusions :*

En approuvant les prêts en fonction des données financières historiques, l'auteur soutient que les banques et les autres institutions financières ont souvent tendance à négliger les nouvelles entreprises, ce qui nuit à la croissance et à la survie de celles-ci.

**Lindsey, Lawrence B., « Statement to the US House Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit of the Committee on Banking and Financial Services », *Federal Reserve Bulletin*, vol. 81, n° 5, 8 mars 1995, pp. 424 à 430.**

*Objet :*

Dans ce rapport, la Réserve fédérale américaine formule son point de vue sur le statut de la *Community Reinvestment Act (CRA)* et fait le point sur les efforts qu'elle déploie elle-même dans le cadre de cette loi.

*Conclusions :*

Il semblerait que la *Community Reinvestment Act*, bien qu'elle ait été souvent critiquée, ait démontré son efficacité. L'auteur souligne plusieurs avantages importants découlant de l'adoption de la *CRA* et laisse entendre que l'adoption d'une loi de ce genre pourrait être bénéfique à l'économie canadienne. Toutefois, la question à savoir si une telle loi est nécessaire au Canada demeure sans réponse. De plus, il semble qu'il soit nécessaire d'approfondir les recherches afin d'établir si des effets semblables ou similaires pourraient être obtenus dans le contexte canadien.

**Lorinc, John, « The Outlaw Advantage », *Canadian Business*, vol. 65, n° 4, avril 1992, pp. 38 à 43.**

*Objet :*

Cet article traite des effets du régime fiscal canadien actuel sur les petites et moyennes entreprises.

*Conclusions :*

La TPS et les autres augmentations de taxes et d'impôts nuisent de toute évidence aux propriétaires de petites entreprises respectueux de la loi, et pourraient même mener à l'extinction de la petite entreprise au Canada. Des efforts devraient donc être déployés afin de mettre en œuvre des politiques fiscales dont les effets négatifs sur les bénéfices éventuels des PME seront moins dommageables, ce qui permettrait à ces petites entreprises de se former du capital en conservant leurs gains.

**Loungani, Prakash et Rush, Mark, « The Effects of Changes on Reserve Requirements on Investment and GNP », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 27, n° 2, mai 1995, pp. 511 à 526.**

*Objet :*

Cet article étudie les effets que les changements apportés aux montants des réserves obligatoires ont sur les investissements et le PIB. Certains faits semblent aussi démontrer que l'effet de ces changements sur les investissements sont attribuables, au moins en partie, aux changements dans le volume de prêts commerciaux et industriels accordés par les banques.

*Méthodologie :*

Un modèle théorique a été élaboré afin de générer une corrélation entre les changements dans le montant des réserves obligatoires et l'activité réelle. D'autres documents de recherche et cadres théoriques ont été consultés.

*Conclusions :*

Puisque les PME sont en règle générale incapables d'emprunter directement en émettant des valeurs mobilières sur le libre marché, elles dépendent du crédit bancaire. Lorsque des modifications sont apportées au montant des réserves que doivent obligatoirement posséder les banques, ces changements influent sur la quantité de capitaux à prêter dont disposent les banques. Il s'ensuit donc que la quantité d'argent que peuvent emprunter les PME dépend de ces changements. Par conséquent, de manière générale, les fluctuations de l'offre de crédit bancaire peuvent avoir des conséquences néfastes sur les investissements, privant ainsi les PME emprunteuses des fonds dont elles ont besoin.

**MacIntosh, Jeffrey, « Venture Capital Exits in Canada and the US », rapport initial de la Conférence sur les enjeux du marché financier d'Industrie Canada tenue les 31 janvier et 1<sup>er</sup> février 1996.**

*Objet :*

Cet article vise principalement à établir comment, par rapport à leur homologues américains, les investisseurs en capital de risque canadiens se désengagent de leurs investissements et comment les techniques des uns et des autres se comparent du point de vue de la rentabilité. L'auteur souligne également d'autres différences entre les secteurs du capital de risque dans les deux pays.

*Méthodologie :*

L'étude sur laquelle se fonde cet article s'appuie sur des données de deux études antérieures sur le désengagement des capitaux de risque (Macdonald & Associates; Venture Economics). Pour actualiser les résultats de ces deux études, de nouveaux questionnaires ont été acheminés aux investisseurs en capital de risque canadiens et américains. Il convient de signaler que seuls les résultats des questionnaires envoyés aux investisseurs en capital de risque canadiens étaient disponibles au moment où cet article a été rédigé.

*Conclusions :*

Les résultats de la recherche semblent indiquer que dans l'ensemble, les PME canadiennes éprouvent beaucoup plus de difficultés à obtenir du financement que les PME américaines, particulièrement si elles sont en phase de démarrage ou d'expansion. De plus, puisque l'offre de capitaux de risque est tributaire de la conjoncture économique, les auteurs font valoir que le gouvernement canadien doit faire preuve d'une planification budgétaire plus serrée, y aller d'interventions plus efficaces. L'article propose également une réforme du régime fiscal actuel.

**MacIntosh, Jeffrey G., « The Capital Market for Small and Medium Sized High Tech Firms, Chapter 3 », Report - Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprises in Canada, Université de Toronto, 29 avril 1994.**

*Objet :*

Ce chapitre du rapport donne de l'information sur les différentes sources de financement qui s'offrent aux petites et moyennes entreprises et décrit certains des obstacles qui nuisent aux PME à la recherche de financement.

*Méthodologie :*

L'auteur tire dans ce chapitre des conclusions en s'inspirant de documents de recherche antérieurs sur le sujet, et de données collectées sur le financement de la haute technologie.

*Conclusions :*

Comme les données collectées laissent entendre qu'en vertu des lois actuelles sur le commerce des valeurs mobilières, de nombreux investissements conviviaux et investissements en capitaux de risque informels sont effectués illégalement afin de combler les besoins financiers des PME, l'auteur fait valoir que les lois actuelles devraient être modifiées afin de faciliter la formation de capital dans les petites entreprises.

Compte tenu des problèmes que posent le risque élevé qu'elles représentent et le peu de garanties qu'elles ont à offrir, les PME actives dans le secteur de la technologie de pointe devraient adopter une structure de capital se caractérisant par une plus forte proportion de capitaux propres.

Les PME semblent éprouver des difficultés à accéder aux capitaux de risque informels si l'on se fie au pourcentage élevé de projets rejetés par les investisseurs informels. De plus, l'auteur avance que comme le marché des capitaux informels est très personnalisé, de nombreuses PME ayant besoin de financement éprouvent des difficultés à trouver des bailleurs de fonds.

Il arrive aussi que les PME hésitent à recourir aux investissements informels à cause des restrictions que les bailleurs de fonds peuvent leur imposer.

Compte tenu que l'investissement en capital formel moyen est beaucoup plus important que l'investissement en capital informel, les petites entreprises actives dans le secteur de la technologie de pointe éprouvent de la difficulté à s'approvisionner aux sources formelles de capital de risque.

Les PME trouvent également difficile d'accéder aux investissements en capital de risque formel à cause de la réglementation actuelle qui augmente le coût des capitaux.

Les difficultés associées au financement par actions nuisent également à la croissance des PME canadiennes du secteur de la technologie de pointe.

Comme les gains non répartis constituent une source importante de capital pour les PME, des efforts devraient être déployés afin de modifier le régime fiscal d'une manière susceptible de ne pas nuire à la conservation dans l'entreprise des bénéfices accumulés.

**MacIntosh, Jeffrey G., « Regulatory Barriers to raising Capital for Small Firms », *Canadian Financial Services Alert*, vol. 6, n° 8, juillet 1994.**

*Objet :*

Cet article analyse les difficultés éprouvées par les petites entreprises qui tentent d'accéder au marché des capitaux et propose une refonte de la réglementation.

*Méthodologie :*

L'auteur s'appuie sur les conclusions de travaux antérieurs effectués par le professeur Allan Riding et des collègues de l'Université Carleton concernant le marché du capital de risque informel et sur d'autres données non scientifiques.

*Conclusions :*

Ce document confirme les prévisions selon lesquelles les petites et moyennes entreprises, et particulièrement celles actives dans le secteur de la technologie de pointe, se heurtent à des obstacles importants dans leurs efforts pour réunir les capitaux dont elles ont besoin. Pour la plupart, ces problèmes sont attribuables à des imperfections des lois et règlements. Une réforme de la réglementation semble donc souhaitable afin de réduire les effets négatifs des restrictions financières auxquelles sont astreintes les PME.

**Maley, Dianne, « Peter's Principles », *Le Banquier*, vol. 101, n° 3, mai-juin 1994, pp. 12 à 16.**

*Objet :*

Cet article traite de l'hostilité politique à laquelle sont confrontés le secteur bancaire canadien et les PME.

*Méthodologie :*

Cet article s'appuie sur une entrevue avec Doug Peters, secrétaire d'État (Institutions financières internationales).

*Conclusions :*

Selon l'auteur, il semble évident que les banques sont en partie responsables de l'accès limité qu'ont les petites et moyennes entreprises à des sources de financement. Pendant l'entrevue, M<sup>me</sup> Maley réaffirme sa recommandation que de nouveaux titres de créance soient créés afin de réduire en partie les coûts d'emprunt des PME. Toutefois, compte tenu de la déréglementation, les banques canadiennes sont au contraire encouragées à ériger de nouveaux obstacles au financement des PME. Par conséquent, le gouvernement canadien devrait remettre en cause sa politique de déréglementation, particulièrement en ce qui concerne le secteur bancaire canadien. Ce faisant, on encouragera des propriétaires éventuels de petites entreprises à se lancer en affaires et les propriétaires de petites entreprises seraient plus optimistes à l'égard de la survie de leur entreprise. Cette réforme stimulerait l'économie canadienne.

**Mallett, Ted (FCEI), « Report Card on Bank Service Charges », document de la FCEI, décembre 1992.**

*Objet :*

Ce rapport se veut un recueil de commentaires sur les frais de services bancaires imposés aux petites entreprises.

*Méthodologie :*

Aux fins de ce rapport, la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante a effectué au troisième trimestre de 1992 un sondage auprès de 8 000 petites entreprises. Le sondage consistait exclusivement en entrevues personnelles.

*Conclusions :*

Non seulement les petites entreprises ont-elles de la difficulté à former du capital, mais la hausse des frais de services bancaires prive les propriétaires de ces entreprises d'une proportion importante de leurs gains. Compte tenu des résultats du sondage, la FCEI estime que les institutions financières ont encore des progrès à effectuer afin de répondre aux besoins des plus petits membres du milieu des affaires.

**Mallett, Ted (FCEI), « National Business Watch: Results from Our Members' Opinions Survey #26 », rapport de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, janvier à juin 1990.**

*Objet :*

Le rapport fait état des résultats d'un sondage sur les principaux problèmes auxquels sont confrontés les membres de la FCEI.

*Méthodologie :*

Dans ce numéro, on fait état de plusieurs sondages menés auprès des 22 000 membres de la FCEI entre janvier et juin 1990. Le sondage dont il est plus particulièrement question comporte deux volets. Le premier est une question à huit choix sur les problèmes les plus importants auxquels sont confrontées les entreprises membres. Le deuxième volet du sondage porte sur certaines questions politiques actuelles.

*Conclusions :*

Les résultats indiquent que comme les entreprises indépendantes sont assujetties à un régime fiscal inefficace, à une réglementation assommante, à des relations rigides avec la main-d'œuvre et à des taux d'intérêt élevés, elles éprouvent des difficultés à accéder aux capitaux dont elles ont besoin. Plutôt que de tenter de corriger le problème, le gouvernement canadien a amplifié les

iniquités du régime fiscal en créant la TPS et en modifiant les différentes taxes foncières et autres charges sociales. Selon la FCEI, il y aurait beaucoup à dire sur les coûts qu'entraînent les administrations municipales et sur le manque de responsabilisation qui existe à ce palier de gouvernement. La FCEI en conclut que de nombreuses politiques auraient besoin d'être complètement revues.

**Mallett, Ted (FCEI), « Small Business: Banking on Job Creation », rapport de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, 9 août 1994.**

*Objet :*

Ce rapport présente de l'information sur la situation financière des PME au Canada, dans le cadre de leurs rapports avec les institutions bancaires, et tente d'en dégager des tendances.

*Méthodologie :*

Pour recueillir l'information présentée dans ce rapport, la FCEI a procédé à un sondage auprès de ses membres. Au total, 10 903 réponses ont été reçues et compilées.

*Conclusions :*

Les banques utilisent de nouveau le pouvoir qui leur est attribué par le gouvernement pour restreindre le financement aux petites entreprises. En exigeant des garanties excessives, des taux d'intérêt élevés et des frais de services intolérables, les banques canadiennes érigent de nouveaux obstacles à la formation de capital dans les petites et moyennes entreprises. L'écart dans les politiques de prêt d'une province à l'autre révèle aussi l'existence d'une certaine discrimination en vertu de laquelle les banques permettent aux régions les plus riches du pays de s'enrichir davantage en les finançant, et laissent les entreprises des autres régions dans un état voisin de l'asphyxie financière. Dans le rapport, il est recommandé que les institutions financières accordent davantage d'attention aux besoins de la petite entreprise et que le gouvernement modifie la structure fiscale et ses autres politiques afin de faciliter le financement des PME. De plus, la FCEI recommande que l'on trouve des méthodes afin d'atténuer la concentration de pouvoirs se trouvant actuellement entre les mains des grandes banques canadiennes et d'accentuer la concurrence au sein du secteur bancaire privé canadien sur le marché des prêts aux PME.

**Marleau, Martine (FCEI), « Double Standard: Financing Problems Faced by Women Business Owners », rapport de la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, mars 1995.**

*Objet :*

Ce rapport cherche à établir si le sexe du propriétaire d'une entreprise a des répercussions sur l'accès au crédit dont bénéficie celle-ci et, dans l'affirmative, veut mesurer l'ampleur de cette discrimination.

*Méthodologie :*

Un sondage a été effectué auprès de 85 000 PME au printemps 1994. Les questions portaient sur le taux de refus des prêts, les taux d'intérêt et la valeur des garanties exigées.

*Conclusions :*

S'appuyant sur les résultats de ce sondage, la FCEI conclut que de nombreuses petites entreprises risquent de disparaître parce que comme elles appartiennent à des femmes ou sont dirigées par des femmes, elles doivent assumer le fardeau additionnel de la discrimination fondée sur le sexe. L'accès au financement est déjà suffisamment difficile pour les petites entreprises sans qu'on y ajoute cette discrimination.

**Mason, C.M., Harrison, R.T., « Closing the Regional Equity Gap: The Role of Informal Venture Capital », *Small Business Economics*, vol. 7, n° 2, avril 1995, pp. 153 à 172.**

*Objet :*

Cet article décrit le rôle des investisseurs en capital de risque informels et les problèmes associés aux investissements des bailleurs de fonds informels.

*Conclusions :*

Les auteurs soutiennent que le moyen le plus rentable de rétrécir l'écart dans l'accès aux capitaux consiste pour le secteur public à assumer les frais de fonctionnement d'un « service de rencontre » entre investisseurs et entreprises à la recherche de financement. De cette manière, il sera moins difficile pour les PME, particulièrement celles en démarrage et celles qui en sont aux premières étapes de leur développement, d'accéder aux fonds dont elles ont besoin.

**Matt, Green, « Small Talk », *PEM: Plant Engineering and Maintenance*, vol. 19, n° 3, juin 1996, pp. 18 à 24.**

*Objet :*

L'article présente de l'information sur les difficultés actuelles de financement éprouvées par les petites et moyennes entreprises.

*Conclusions :*

L'auteur avance que les institutions financières canadiennes semblent causer des problèmes importants aux PME canadiennes. De plus, pour que les PME aient la possibilité de croître et de prospérer, des efforts doivent être déployés afin de modifier la réglementation actuelle ainsi que les lois fiscales canadiennes.

**McInnes, David, « Can Self-Regulation Succeed? », *World of Banking*, vol. 15, n° 2, été 1996, pp. 19 à 22.**

*Objet :*

Dans cet article, l'auteur commente les effets de l'autoréglementation des banques sur les petites entreprises et sur l'ensemble de l'économie.

*Conclusions :*

La question sous-jacente ici consiste à établir si oui ou non les petites entreprises n'obtiennent que des miettes en ce qui concerne leur financement. Les effets positifs de l'autoréglementation sont douteux. On peut se demander si en resserrant par voie de législation le contrôle exercé sur les banques et les autres institutions financières, on pourrait rendre l'accès au capital un petit peu moins difficile pour les petites et moyennes entreprises.

**Mitchell, Andy, *Federal Ontario Liberal Caucus Task Force on Access to Capital by Small Firms*, Groupe de travail du caucus ontarien du Parti libéral du Canada, août 1994.**

*Objet :*

Dans le cadre de ses audiences, le groupe de travail s'est penché sur les besoins en capitaux des petites entreprises dans une économie en évolution rapide. La conférence souhaitait aussi évaluer dans quelle mesure le manque d'accessibilité des capitaux constituait un obstacle de nature à empêcher les entrepreneurs de lancer de nouvelles initiatives.

*Méthodologie :*

Un groupe de travail a été créé afin d'évaluer les besoins en capitaux des petites entreprises. Des audiences ont eu lieu dans 16 collectivités ontariennes au cours desquelles on a entendu des témoignages de petits entrepreneurs, d'institutions financières, de prêteurs de capitaux, d'institutions gouvernementales prêteuses et de représentants des petites entreprises dont des chambres de commerce locales. Les points soulevés et les témoignages entendus au cours de ces audiences ont ensuite été abordés dans le rapport.

*Conclusions :*

Les conclusions de ce rapport indiquent que les obstacles qui empêchent les PME de se constituer du capital sont le fait autant des banques que des décideurs gouvernementaux. L'auteur du rapport préconise l'instauration d'une concurrence accrue entre les institutions financières. On favoriserait ainsi l'accès des PME au financement et on leur donnerait accès à des taux d'intérêt plus favorables. En ce qui concerne l'accroissement du financement par capitaux propres, des répertoires locaux d'entrepreneurs et d'investisseurs en capital de risque devraient être créés. Les petites entreprises devraient également être autorisées à emprunter jusqu'à 20 p. 100 des sommes détenues dans le REER de leurs propriétaires pour accroître la proportion de capitaux propres dans l'entreprise ou pour essayer les pertes d'exploitation. Le gouvernement devrait aussi déployer des efforts substantiels en vue de modifier la *Loi sur les prêts aux petites entreprises* (LPPE) et créer des allègements fiscaux susceptibles de favoriser les investissements dans les petites entreprises. Le gouvernement devrait aussi permettre à la BDC de jouer un rôle plus important dans le financement des petites entreprises. De plus, sur le plan communautaire, il conviendrait de s'efforcer d'établir des réseaux de petits entrepreneurs, d'institutions prêteuses du secteur privé et d'institutions gouvernementales de prêt. Des stratégies devraient également être élaborées afin d'améliorer les connaissances en gestion des propriétaires de petites entreprises et ainsi rendre les PME plus attrayantes pour les investisseurs.

**O'Brien, Peter, directeur exécutif de la région de l'Atlantique de la FCEI, « Financing the Team: Small business Looks at Financing Difficulties in Atlantic Canada », rapport, mars 1996.**

*Objet :*

Ce rapport fait état de données sur les difficultés financières éprouvées par les propriétaires de petites entreprises dans la région de l'Atlantique.

*Conclusions :*

Le financement est un facteur de succès très important pour une entreprise et c'est donc dire que non seulement l'insuffisance de financement empêche la croissance des petites entreprises, mais elle diminue aussi leurs chances de survie. Compte tenu de l'importance croissante du travail autonome et de la nécessité pour les petites entreprises de créer les emplois dont la nouvelle économie en émergence a tant besoin, on devrait se soucier davantage d'éliminer les obstacles

qui nuisent au financement des petites entreprises. Le gouvernement devrait donc envisager de réformer les lois actuelles et d'interdire au moins en partie aux banques et aux institutions financières d'établir des critères qui accentuent les obstacles à la formation du capital nécessaire au financement des petites et moyennes entreprises.

**Riding, A. et Blatt, R., « ...Where Angels Fear to Tread : Some Lessons from the Canada Opportunities Investment Network Experience », compte rendu des délibérations du congrès canadien du Conseil international de la petite entreprise tenu à Victoria (C.-B.) en 1992.**

*Objet :*

Ce document analyse la théorie avancée pour justifier la création d'intermédiaires comme le Réseau de possibilités d'investissement au Canada (REPIC) et dresse l'historique du REPIC. Le document présente aussi les conclusions d'une analyse sur l'efficacité de ce réseau.

*Méthodologie :*

Afin de procéder à l'analyse externe, un sondage a été effectué auprès des investisseurs informels. Les résultats de ce sondage sont mis en corrélation avec les exigences théoriques d'une intermédiation réussie.

*Conclusions :*

Le système du REPIC a été mis en œuvre au Canada en s'inspirant d'autres systèmes, comme le VCN, qui avaient été mis en œuvre aux États-Unis. L'objectif visé par le REPIC consistait à atténuer les obstacles à la formation de capitaux propres dans les petites et moyennes entreprises. Cependant, les systèmes mis de l'avant aux États-Unis demeuraient d'une portée beaucoup plus locale, ont été mis en œuvre dans un cadre légal beaucoup moins restrictif, étaient habituellement associés à des centres de recherche sur la petite entreprise et possédaient une capacité de services conseils beaucoup plus importante que ce qui est autorisé en vertu des lois canadiennes. Dans la mise en œuvre du REPIC, on n'a pas tenu suffisamment compte des particularités du cadre juridique et réglementaire canadien. Une réforme des lois et de la réglementation doit donc être mise en œuvre afin de réduire les coûts de conformité à la réglementation auxquels sont actuellement assujetties les entreprises canadiennes axées sur la croissance.

**Roberts, Peter J., « OSC Proposal to Promote Small Business », *International Financial Law Review*, vol. 14, n° 10, octobre 1995, pp. 16 et 17.**

*Objet :*

Cet article tente de répondre aux questions soulevées dans un rapport récent sur la levée de capitaux propres par les petites et moyennes entreprises.

*Méthodologie :*

Cet article est fondé sur les conclusions du Groupe de travail sur le financement des petites entreprises de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO).

*Conclusions :*

Ce groupe de travail fournit des éléments de preuve additionnels confirmant l'existence de problèmes dans le processus de formation de capitaux par les petites et moyennes entreprises. Le Groupe de travail recommande avec insistance que diverses modifications soient apportées aux dispositions actuelles de la *Loi sur les valeurs mobilières* de l'Ontario de manière à faciliter l'acquisition de capital par les PME.

**Robinson, Michael J., « Raising Equity Capital for Small and Medium Sized Enterprises Using Canada's Public Equity Markets », rapport initial de la *Conférence sur les enjeux du marché financier* d'Industrie Canada, projet de recherche, université de Calgary, novembre 1995.**

*Objet :*

Ce projet vise à établir si les marchés boursiers canadiens constituent un moyen efficace pour les petites et moyennes entreprises d'accéder à des capitaux.

*Méthodologie :*

Un examen des coûts que doit engager une entreprise qui souhaite s'inscrire à la bourse a été effectué. On a accordé une attention particulière aux dépenses en espèces et à la sous-évaluation de l'action d'une entreprise dans le cadre d'une émission initiale d'actions. Une étude a également été effectuée sur les exigences que les bourses canadiennes imposent aux entreprises qui souhaitent s'inscrire à la cote.

*Conclusions :*

Les entreprises en démarrage sont des candidates prédestinées au financement par actions, car dans la plupart des cas, elles ne disposent pas de données financières historiques suffisantes pour être admissibles au financement par emprunt. Toutefois, l'étude démontre que les coûts associés à l'inscription à la bourse d'une entreprise sont élevés. Puisque la plupart de ces coûts sont

relativement fixes, les plus petites entreprises n'ont pas les reins suffisamment solides pour recourir à ce mode de financement, car elles ne bénéficient d'aucune économie d'échelle. Il s'ensuit que de toute évidence, les PME (et particulièrement celles en démarrage) éprouvent des difficultés à accéder aussi bien au financement par emprunt qu'au financement par actions. Le groupe recommande que des programmes soient lancés par les bourses régionales afin de permettre aux PME de réunir les capitaux propres dont elles ont besoin.

**Rose, Peter S, « The Performance of Outstanding CRA-Rated Banks », *The Bankers Magazine*, septembre-octobre 1994, pp. 53 à 59.**

*Objet :*

Dans cet article, l'auteur évalue le fardeau qu'impose aux banques la *Community Reinvestment Act (CRA)* et tente de voir comment les banquiers s'adaptent à la situation que crée cette loi.

*Méthodologie :*

Aux fins de cet article, l'auteur a sondé 300 banques américaines ayant reçu la cote « exceptionnelle » de la part des examinateurs chargés d'évaluer la conformité des banques à la *CRA* au cours de la période comprise entre juin 1992 et décembre 1993. L'actif des banques sondées variait de plus de cinq milliards de dollars à aussi peu que 15 millions de dollars. Le formulaire du sondage comportait 15 questions numérotées séparément, chacune de ces questions comportant plusieurs parties.

*Conclusions :*

Les conclusions de cet article semblent indiquer que l'adoption au Canada d'une loi similaire à la *CRA* pourrait être avantageuse. On peut faire valoir que puisque la concurrence est beaucoup moins forte au sein du secteur bancaire canadien, par rapport au secteur bancaire américain, les banques canadiennes ont besoin d'une forme ou d'une autre de mesure d'incitation pour aider de manière plus active les collectivités à faible revenu. Si une politique similaire était mise en œuvre au Canada, il est toutefois fortement suggéré d'y apporter des modifications, puisque les banques américaines semblent éprouver des ennuis à appliquer la totalité des dispositions actuelles de la *CRA*. De plus, il ne faut pas oublier la question à savoir si oui ou non il existe au Canada des poches de personnes à faible revenu appartenant à des minorités ethniques concentrées dans une région ou dans une autre et justifiant l'adoption d'une loi de ce genre.

**Rosman, A.J., « Comparing the Information Acquisition Strategies of Venture Capital and Commercial Lenders: A Computer Based Experiment », *Journal of Business Venturing*, vol. 8, n° 5, septembre 1993, pp. 371 à 395.**

*Objet :*

Cet article présente de l'information sur les stratégies des sociétés d'investissement en capital de risque et des banques dans le but d'atténuer l'incertitude à laquelle sont confrontées les PME ou les nouvelles entreprises à la recherche de sources externes de financement. L'article tente également de préciser les effets de la participation d'une tierce partie sur les activités de ces entreprises.

*Méthodologie :*

Au moyen d'un logiciel, on a exercé un suivi sur les données concernant le processus d'acquisition des sociétés en capital de risque et des banques. Les chercheurs ont comparé les différences de comportement décisionnel entre les sociétés d'investissement en capital de risque et les banques.

*Conclusions :*

Les propriétaires de nouvelles entreprises et leurs planificateurs financiers préfèrent avoir recours à des sources internes de capital dans la mesure du possible, parce qu'ils ne sont pas familiers avec la procédure à suivre pour obtenir du financement de sources externes et parce que les répercussions de la présence d'autres investisseurs dans leur entreprise constituent pour eux une inconnue.

Puisque les sociétés d'investissement en capital de risque ont toutes le même processus décisionnel, les petites entreprises pourraient améliorer leurs chances d'obtenir le capital dont elles ont besoin si elles en apprenaient davantage sur ce processus.

Si les sociétés d'investissement en capital de risque et les banques savaient que leur processus décisionnel est faussé, elles pourraient l'améliorer et prêter davantage de capitaux à des petites entreprises qui, en vertu de ce processus faussé, n'ont pu obtenir de financement.

Comme les banques accordent beaucoup d'importance aux données financières historiques, il s'ensuit que les entreprises en démarrage ne devraient pas considérer le financement bancaire comme la seule source de financement possible. Les propriétaires de PME devraient plutôt avoir recours à des sources de financement de remplacement jusqu'à ce que leurs entreprises soient mieux établies et ce n'est qu'alors qu'ils devraient se tourner vers les banques pour combler leurs besoins de financement additionnels.

La conclusion globale qui découle de l'étude est que les sociétés d'investissement en capital de risque constituent de meilleurs fournisseurs de capitaux initiaux pour les PME que les banques.

**Sharwood, Gordon, « Financing Your Organization », *CMA Magazine*, vol. 7, n° 7, septembre 1996, pp. 9 à 13.**

*Objet :*

Cet article démontre que les PME peuvent réunir les capitaux dont elles ont besoin. L'auteur y traite des questions entourant l'obtention de prêts à terme, de financement secondaire, de financement par crédit-bail, de logiciels de financement et de contrats de financement.

*Conclusions :*

S'appuyant sur l'information présente dans cet article, il semblerait que le problème de financement des PME ne découle pas d'un manque de capitaux disponibles, mais plutôt des coûts que les petites et moyennes entreprises doivent assumer pour obtenir les capitaux disponibles.

**Swift, Catherine (FCEI), *Small Business and the 1997 Bank Act Review: Once More with Feeling*, rapport à l'Association canadienne des compagnies d'assurances de personnes, séminaire CEO 1995, 16 novembre 1995.**

*Objet :*

Ce rapport traite de l'accès au financement, le problème le plus important auquel sont confrontées les petites entreprises.

*Conclusions :*

Ce rapport décrit comment les lois canadiennes et la déréglementation du secteur des services financiers créent des problèmes de financement aux petites entreprises. La FCEI reconnaît qu'il y a encore place à une amélioration considérable de la part des gouvernements, des propriétaires d'entreprises et des institutions financières. Elle recommande que les gouvernements assouplissent le régime fiscal et la réglementation et que les propriétaires de petites entreprises accroissent leur connaissance et partent à la recherche de nouveaux débouchés. Les institutions financières ont aussi un rôle crucial à jouer en offrant aux entreprises les capitaux et les services financiers dont elles ont besoin afin que toutes ces améliorations puissent se concrétiser.

**Swift, Catherine (FCEI), *The Growth Financing for Small and Medium Sized Businesses*, notes pour une allocution prononcée à la conférence du *Financial Post* le 14 juin 1990.**

*Objet :*

Dans ce discours prononcé à la conférence du *Financial Post* à Toronto, l'auteur présentait le point de vue de la FCEI sur le financement de la croissance des PME.

*Méthodologie :*

La plus grande partie des données présentées étaient issues de recherches antérieures effectuées par la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante.

*Conclusions :*

Selon l'auteur, les petites entreprises ne seront jamais en mesure de démontrer leur valeur si les banques et les autres institutions financières n'aplanissent pas quelque peu les obstacles qui nuisent à leur financement. La diminution de la concurrence au sein du secteur bancaire canadien signifie que les banques pourront plus que jamais exiger les frais qu'elles veulent sans avoir à en subir de conséquences. M<sup>me</sup> Swift soutient que les institutions financières sont réputées pour accorder toutes sortes de faveurs à leurs clients riches et aux grandes sociétés afin de conserver leur clientèle. Elles ont souvent tendance par contre à négliger l'effet combiné que les petites entreprises peuvent avoir sur leur bilan et souvent, ce sont les PME qui paient inutilement le prix de cette négligence. Selon M<sup>me</sup> Swift, une évidence s'impose : il faut augmenter graduellement et de manière contrôlée le nombre d'institutions financières au Canada. On pourrait y arriver par une réforme de la réglementation régissant les institutions financières. De plus, elle recommande que des modifications soient apportées au traitement fiscal des investissements effectués dans des entreprises privées au moyen des fonds enregistrés dans des REER, de nouvelles modifications législatives et la divulgation accrue d'information par les deux parties à une transaction financière.

**Rapport du groupe de travail sur le financement des petites entreprises, Toronto  
Bibliography, 1996, iii., 146 p.***Objet :*

Ce rapport analyse le cadre législatif et réglementaire ontarien régissant la mobilisation par les PME de capitaux propres provenant de sources autres que les gouvernements et les institutions financières. Les auteurs formulent des recommandations à cet égard.

*Méthodologie :*

Aux fins de ce rapport, on procède à un examen des activités de certaines PME. Les PME en question affichent un revenu brut de dix millions de dollars et une valeur boursière maximale de 35 millions de dollars.

*Conclusions :*

Ce rapport cerne plusieurs problèmes concernant le cadre réglementaire canadien actuel et ses effets sur la mobilisation de capitaux par les petites et moyennes entreprises. Le groupe de travail indique que les propriétaires de petites entreprises éprouvent des problèmes financiers graves qui ont des effets nuisibles sur le potentiel de croissance et les succès de leurs entreprises.

**Thompson, Gordon, « Leasing-Market Overview », *Canadian Leasing Review*, Association canadienne de financement et de location, avril 1995, pp. 3 à 7.**

*Objet :*

Cet article donne un aperçu général du marché du crédit-bail et traite de certaines percées que l'on prévoit pour ce mode de financement.

*Méthodologie :*

Aux fins de cet article, des données primaires et secondaires ont été extraites principalement de sondages et d'analyses statistiques antérieures.

*Conclusions :*

On prévoit que le crédit-bail deviendra une source de financement de plus en plus importante pour les PME et pourtant, le régime fiscal actuel et la conjoncture rendent le recours à ce mode de financement difficile pour les PME. Par conséquent, il y a place à des modifications législatives et fiscales au Canada en ce domaine. Compte tenu de l'importance accrue de la technologie en milieu de travail, les PME seront immanquablement à la recherche de modes de financement additionnels pour pouvoir survivre et prospérer. La fusion des banques canadiennes avec des sociétés de fiducie peut avoir pour effet d'amener davantage de PME à se tourner vers le crédit-bail et le financement fondé sur l'actif comme méthodes de remplacement aux sources de financement traditionnelles.

**Thompson Lightstone and Company Ltd., *Small and Medium Sized Business in Canada: An Ongoing Perspective of their Needs, Expectations, and Satisfaction with Financial Institutions*, Association des banquiers canadiens, 1996 et 1997.**

*Objet :*

Ce rapport a pour objet :

d'établir les principaux critères d'approbation des prêts et de les analyser afin de cerner les facteurs sous-jacents à l'accès au financement dont bénéficient les PME;

d'établir également quels sont les principaux facteurs de satisfaction des PME en ce qui concerne la relation qu'elles entretiennent avec leurs banques.

*Méthodologie :*

Des entrevues téléphoniques ont été menées auprès d'un échantillon, représentatif à l'échelle nationale, de propriétaires de petites et moyennes entreprises. Un échantillon représentatif à l'échelle nationale de 1 080 directeurs de compte de prêt a aussi été sélectionné parmi l'effectif

de sept grandes banques canadiennes afin de recueillir de l'information sur les demandes de financement des PME clientes et sur les motifs de refus avancés par les banques, le cas échéant.

*Conclusions :*

La baisse du pourcentage de PME sollicitant du financement aux banques pourrait signifier que les PME ont moins besoin de financement. Il se peut aussi que compte tenu de leur inexpérience, de nombreux propriétaires de PME ne s'aperçoivent pas qu'ils éprouvent des ennuis financiers jusqu'au moment où il est trop tard pour qu'un financement éventuel fasse une différence.

Il se peut aussi que de nombreux propriétaires de PME ne croient pas disposer de garanties suffisantes pour obtenir un financement bancaire et qu'ils ne sollicitent donc pas les banques.

Une proportion croissante de demandes de prêt bancaire émanant de PME sont approuvées par rapport aux années passées ce qui, selon cette recherche, suppose implicitement que les PME n'éprouvent pas de difficultés à avoir accès aux capitaux dont elles ont besoin. Cependant, certaines données faussent à l'évidence les résultats de cette recherche. Les prêts qui ont fait l'objet d'un suivi ont en effet été accordés au cours du mois précédant la fin de l'exercice financier et pendant une période où les banques procédaient à des investissements massifs. Puisque ces deux facteurs ont pu contribuer à augmenter le pourcentage de prêts approuvés, les résultats issus de cette recherche ne sont pas nécessairement révélateurs de la situation véritable.

Une détérioration de l'attitude positive des PME à l'endroit des directeurs de compte a aussi été constatée. Puisque le taux de roulement du personnel s'accroît à ce poste, les propriétaires de PME estiment qu'il est difficile d'établir une relation avec les institutions prêteuses. Les PME sont en général à la recherche d'un service de qualité et désirent être considérées comme des « clients estimés ». Il découle implicitement de cette constatation que les PME pourraient chercher ailleurs le financement dont elles ont besoin à cause de l'insatisfaction qu'elles éprouvent d'avoir toujours à négocier avec un directeur de compte différent.

**Trigger, Leonard, « Seeking the Holy Grail », *CA Magazine*, vol. 126, n° 6, juin-juillet 1993, pp. 44 à 46.**

*Objet :*

Cet article présente d'autres données sur les obstacles au financement auxquels sont confrontés les propriétaires de petites entreprises.

*Conclusions :*

Cet article décrit les obstacles au financement auxquels sont confrontées les PME. Comme les banques constituent la principale source de financement envisagée par les petites et moyennes entreprises, les restrictions qu'elles imposent sur les prêts et les emprunts de leurs petits clients commerciaux peuvent avoir des effets nuisibles sur leurs résultats. On fait valoir que pour la plupart, ces restrictions découlent de la déréglementation du secteur bancaire canadien. Selon la

recherche effectuée, la déréglementation, combinée à une diminution de la concurrence au sein du secteur bancaire, a rendu le financement moins accessible, particulièrement pour les PME. Par conséquent, le groupe de travail propose que le gouvernement révisé les lois afin de mieux répondre aux besoins financiers des propriétaires de petites entreprises au Canada.

**White, Lawrence J, « The CRA: The Bad Results of Good Intentions », *Journal of Retail Banking*, vol. 15, n° 3, automne 1993, pp. 13 à 19.**

*Objet :*

Cet article décrit les effets défavorables de la *Community Reinvestment Act (CRA)*.

*Méthodologie :*

Dans cet article, la *CRA* est examinée. De plus, d'autres recherches et travaux antérieurs sont consultés.

*Conclusions :*

L'article traite du degré accru de concurrence au sein du secteur des services financiers aux États-Unis. Il découle implicitement de l'existence de cette concurrence plus vive que la mise en œuvre de la *CRA* aura nécessairement un effet déterminant sur les décisions des banques de s'installer sur un marché donné ou de s'en retirer. Comme la *CRA* stipule qu'il incombe aux banques d'accorder du financement dans les collectivités au sein desquelles elles sont installées, il est raisonnable de penser que les banques tenteront sûrement d'éviter de s'installer dans les régions où elles craignent que les obligations qui leur sont échues en vertu de la *CRA* soient trop onéreuses. En ce qui concerne l'adoption d'une loi similaire au Canada, on ne sait toujours pas avec certitude si oui ou non la démographie du Canada fait en sorte que certaines de ses collectivités ont vraiment besoin d'une réglementation de ce genre. Cependant, il convient de signaler une chose : le secteur bancaire canadien est dominé par six grandes banques. En tant que tel, la concurrence ne crée pas au Canada les mêmes problèmes qu'aux États-Unis et donc, la mise en œuvre d'une loi similaire à la *CRA* aurait probablement très peu d'effets, voire aucun, sur les décisions des banques canadiennes de s'engager ou non sur un marché donné.