

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

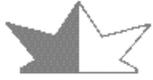
L'industrie canadienne du capital de risque

Les sources de capital et leurs répercussions
sur la structure de l'industrie

par
Macdonald & Associates Limited

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

L'industrie canadienne du capital de risque

Les sources de capital et leurs répercussions
sur la structure de l'industrie

par
Macdonald & Associates Limited

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.**

Numéro de catalogue : BT22-61/3-1998F-18
ISBN 0-662-83169-1

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

Introduction	5
Contexte entourant la structure de l'industrie :	5
Structure de l'industrie canadienne :	7
Les sources de capital	10
Le montant des investissements	12
L'industrie pourra-t-elle maintenir son allure?	14

Introduction

Le présent rapport a été préparé en réponse à une demande du Groupe de travail sur les services financiers. Il a pour but de jeter de la lumière sur le contexte dans lequel ont évolué les sources canadiennes de capital de risque au cours des dernières années, et sur les répercussions qu'elles ont eues sur la structure de l'industrie et ses pratiques de placement.

Nous avons donc défini, dans les sections qui suivent, les tendances en matière de nouveaux engagement de capitaux selon la source et le type de fonds pour la période allant de 1991 à 1997 inclusivement, ainsi que les divers types de fonds de capital de risque créés pendant cette même période.

Contexte entourant la structure de l'industrie :

À la différence des É.-U. et de l'Europe, où la majorité des fonds de capital de risque sont des sociétés en commandite endossées par une institution et dont le capital de risque est géré par un administrateur professionnel, le marché au Canada est constitué de plusieurs types différents de fonds de capital de risque. Le fait que la position relative de ces fonds différents a changé considérablement au cours de la dernière décennie rend particulièrement complexe l'analyse du marché canadien d'une perspective axée sur l'intérêt public. Il s'avère donc utile, dès le début, de comprendre les divers types d'intervenants et la place qu'ils occupent dans le marché.

Les fonds de capital de risque privés et indépendants (PI) étaient dans le passé la pièce maîtresse de l'industrie et ils continuent aux É.-U. d'occuper une place dominante. Ces fonds sont habituellement gérés par une équipe d'administrateurs professionnels qui réunissent, à partir de diverses sources, principalement des fonds de pension, compagnies d'assurance et à l'occasion, des personnes morales, un montant prédéterminé de capital (généralement entre 40 et 200 millions de dollars au Canada). Ces fonds prennent généralement la forme de sociétés en commandite dont l'existence est de 10 ans. Les administrateurs ont tendance à investir le capital qu'ils mobilisent dans de nouvelles transactions au cours des 3 ou 4 premières années du fonds et à garder peut-être 30 pour 100 du capital en réserve pour des financements subséquents dans ces mêmes entreprises. Les entreprises de technologie en croissance rapide, en particulier, nécessitent ordinairement plusieurs tranches de financement pendant la durée du placement qui, au total, dépasse souvent 10 millions de dollars (ou 20 millions de dollars dans le cas des entreprises de biotechnologie) avant d'être prêtes à faire un appel public à l'épargne; la capacité de réserver une partie du capital pour des financements subséquents est donc de première importance. Les administrateurs de ces fonds retournent sur le marché mobiliser de nouveaux capitaux après 3 ou 4 ans lorsque les conditions le permettent, et le cycle se répète.

Les fonds de capital de risque patronnés par les travailleurs (FCRPT), qui sont propres au Canada, ont vu le jour au Québec, au début des années 1980, avec l'établissement du Fonds de solidarité des travailleurs du Québec (Solidarité). Le gouvernement provincial adopta une loi autorisant Solidarité à vendre des unités de son Fonds à de petits investisseurs particuliers en échange d'un crédit d'impôt provincial de 20 pour 100 sur tout placement de 3 500 dollars ou moins. En retour, le fonds devait investir la majorité de son actif dans le capital-actions de

petites et moyennes entreprises qui répondaient aux critères établis. Le gouvernement fédéral accepta subséquemment d'accorder un crédit d'impôt parallèle de 20 pour 100 à ces investisseurs. À la fin des années 80, le gouvernement fédéral adopta une loi autorisant la création de fonds de capital de risque de travailleurs à charte canadienne; Working Ventures fut établi peu après et s'empressa d'obtenir des crédits d'impôt correspondants de la Saskatchewan. En 1992, plusieurs autres provinces adoptèrent des lois pour accorder des crédits d'impôt semblables, entraînant la création du Working Opportunity Fund en C.-B., du Crocus Fund au Manitoba, de quelque 18 FCRPT individuels en Ontario, et d'un rayonnement national pour Working Ventures.

La réglementation touchant les fonds de travailleurs varie d'une province à l'autre, ce qui influence les pratiques de placement. Au Québec, par exemple, les actionnaires doivent généralement conserver leurs unités jusqu'à l'âge de 65 ans (ou rembourser leurs crédits d'impôt). Jusqu'à récemment, les unités vendues en Ontario devaient être conservées pendant 5 ans seulement avant de pouvoir être rachetées sans pénalité, ce qui avait des conséquences évidentes sur les stratégies d'investissements et liquidités obligatoires.

Les fonds de personnes morales (PM) sont des filiales à part entière ou des divisions opérationnelles de sociétés financières ou industrielles. Parmi les groupes bancaires, plusieurs ont une longue association avec l'industrie du capital de risque, particulièrement la Banque Royale (Corporation Placements Banque Royale) et la Banque Toronto-Dominion (TD Capital). En faisant l'acquisition de Montréal Trust, la Banque Scotia a acquis Roynat, une entreprise depuis longtemps associée à l'industrie du capital de risque. La Banque de Montréal et la CIBC sont relativement de nouveaux venus dans l'industrie du capital de risque (quoique la CIBC ait une forte présence dans certaines opérations sur fonds propres privés plus importantes). Plusieurs autres sociétés, notamment BCE et Bell, et institutions financières, par exemple, la Caisse de dépôt, participent activement à des opérations officielles de capital de risque. Les «groupes bancaires» actifs dans l'industrie du capital de risque qui figurent dans notre base de données comprennent Corporation Placements Banque Royale, TD Capital, Roynat, Investissement Desjardins, LBC Capital (Banque Laurentienne), HSBC Capital (HongKong Bank) et CIBC Innovation Fund. La Banque de Montréal a confié ses activités liées au capital de risque à Ventures West; elle n'en demeure pas moins la source de capital, mais c'est un fonds privé et indépendant qui s'occupe de l'investir.

Les fonds d'État se limitent aujourd'hui à la Division du capital de risque de la Banque de développement du Canada et à quelques fonds du Québec (comme Innovatech) établis principalement pour faciliter le financement de petites entreprises du secteur technologique.

Les fonds hybrides sont des groupes qui ont obtenu au moins 50 pour 100 de leur capital du gouvernement ou des fonds qui bénéficient d'incitatifs fiscaux (fonds patronnés par les travailleurs) ou qui découlent directement d'une politique d'État (les fonds d'immigrants-investisseurs qui fonctionnent comme des fonds de capital de risque).

Pour chacun de ces types d'investisseurs et pour l'industrie dans son ensemble, il y a trois domaines d'activité qui sont importants aux fins de l'analyse.

Les capitaux gérés représentent la valeur totale des ressources gérées par un groupe d'investisseurs ou par l'industrie en général. Cet indicateur est depuis longtemps utilisé pour exprimer la taille de l'industrie et il inclut le montant total des fonds propres gérés par ces fonds, quelle que soit la part de capitaux liquides et disponibles aux fins de placement. À mesure que les fonds de capital de risque patronnés par les travailleurs ont gagné en importance dans l'industrie, le montant des capitaux gérés a eu pour effet de surestimer en quelque sorte les ressources de l'industrie puisque ces fonds sont tenus d'investir seulement une partie de leur capital (60 à 80 pour 100 dépendant de la juridiction) dans des opérations de capital de risque.

La liquidité représente le montant effectif de capital immédiatement accessible et pouvant être investi dans de futures entreprises. Pour calculer la liquidité, on soustrait le montant du capital investi dans une année donnée et le montant remis aux investisseurs la même année du montant du capital liquide au début de l'année pour ensuite additionner l'apport total de nouveaux capitaux cette année-là. Une comparaison du montant du capital liquide dont dispose l'industrie à un moment précis avec les tendances récentes en matière d'investissement donne une idée de la position de l'industrie quant à sa capacité de continuer d'investir aux taux courants.

L'activité de placement (versements) représente le montant des placements de capital de risque au cours d'une année. Cette activité, qui se définit ordinairement comme le montant total des dollars investis et le nombre de transactions (financements) conclues, peut être analysée selon la région, selon le secteur d'activité, selon l'étape du cycle de développement des entreprises de portefeuille, selon l'importance de l'opération ou selon d'autres variables clés.

Structure de l'industrie canadienne

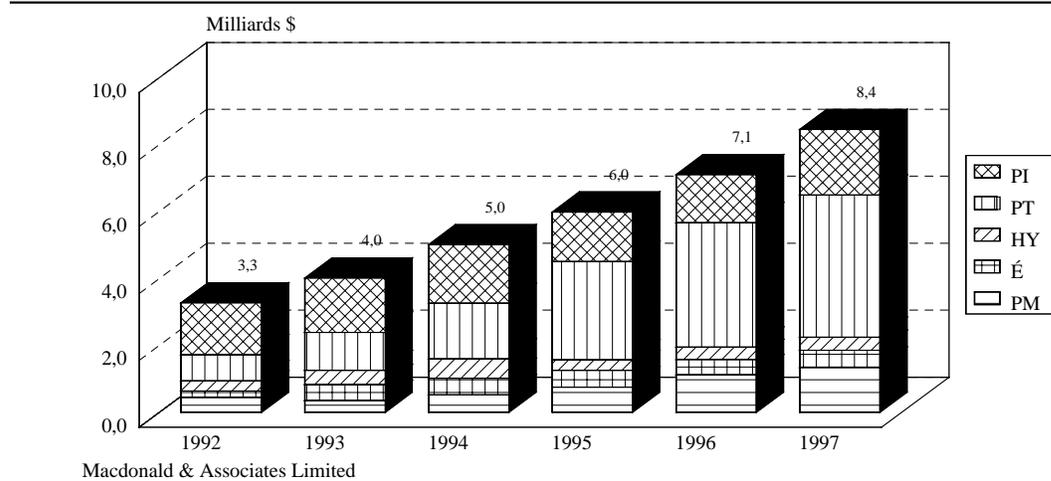
La valeur totale des capitaux gérés par l'industrie canadienne du capital de risque augmente rapidement depuis quelques années; elle atteignait 8,4 milliards de dollars au début de 1998.¹ Le Diagramme 1 montre qu'une bonne partie de cette augmentation est attribuable à la croissance des FCRPT qui, au début de cette année, géraient collectivement pour 4,2 milliards de dollars de ressources de l'industrie, soit la moitié. Les fonds privés et indépendants, qui tenaient le haut du pavé dans les années 80, représentent aujourd'hui un peu moins du quart des ressources de l'industrie et les fonds de personnes morales (y compris les groupes bancaires) représentent 16 pour 100 des capitaux gérés.

¹ Les capitaux gérés et les nouveaux capitaux réunis sont calculés au 31 décembre pour tous les fonds sauf les FCRPT qui sont mesurés du 1^{er} mars au 28 février pour tenir compte de la saison des REER.

Diagramme 1

Le pool de capital de risque continue de s'accroître

Capitaux gérés par type d'investisseur; Canada

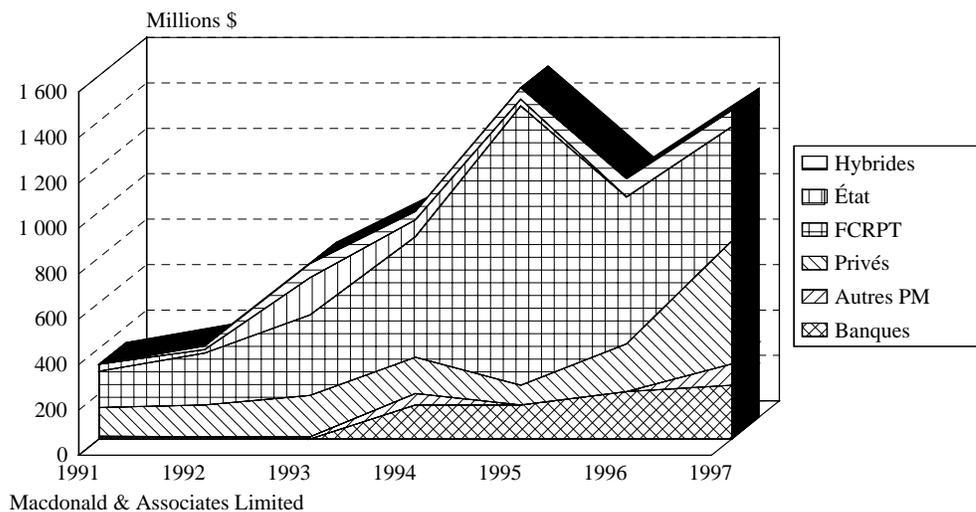


La composition de l'industrie est manifestement déterminée par le montant des capitaux réunis par les divers types de fonds de capital de risque au cours d'une période donnée. Comme l'illustre le Diagramme 2, des changements importants se sont produits au cours des dernières années entre les types de fonds.

Diagramme 2

Mouvement des capitaux engagés par les différents types de fonds

Nouveaux engagements de capital par type de fonds; Canada



Pour diverses raisons, au début des années 90, les nouveaux capitaux engagés dans les fonds canadiens de capital de risque étaient modestes, au mieux. Pendant les années 80, un grand nombre d'investisseurs institutionnels avaient été déçus de leur expérience dans ce secteur, principalement à cause du rendement, et avaient cessé d'appuyer les fonds privés, comme d'ailleurs leurs homologues américains. Les FCRPT ne faisaient que commencer à se développer (sauf pour Solidarité) et ils n'attiraient pas beaucoup de capitaux. Les sociétés canadiennes, sauf les banques, faisaient face à une récession grave et montraient donc peu d'intérêt pour les activités de capital de risque.

Des 329 millions \$ réunis par l'industrie globale en 1991, 40 pour 100 environ furent absorbés par les fonds privés, et 40 pour 100 par les FCRPT. Les quatre années suivantes furent une période d'expansion pour l'industrie grâce à la croissance rapide des FCRPT. En 1995, les investisseurs injectèrent pour 1,5 milliard de dollars dans l'industrie, les FCRPT s'emparant de 1,2 milliard de dollars (80 pour 100) de ces nouveaux capitaux. L'intérêt des investisseurs pour les FCRPT semble toutefois s'affaiblir maintenant. Après leur année bannière en 1995, les FCRPT n'ont réussi à mobiliser que 647 millions de dollars en 1996, et 504 millions en 1997. La situation est particulièrement grave en Ontario où le montant des nouveaux capitaux injectés dans les FCRPT a chuté de 625 millions de dollars en 1995 à 125 millions l'année dernière.

Après une période de quasi-désintéressement de leurs activités de financement à risque pendant la deuxième moitié des années 80 et le début des années 90, les groupes bancaires ont commencé à renouer avec ce secteur en 1994. À la fin de 1997, les groupes bancaires avaient collectivement engagé une somme additionnelle de 740 millions de dollars dans leurs opérations de capital de risque, représentant environ 15 pour 100 de tous les nouveaux capitaux dirigés vers tous les types de fonds pendant cette période. Les fonds d'État et les fonds hybrides jouent un rôle secondaire dans l'industrie et ils ne représentent pas une part importante des nouveaux capitaux mobilisés par l'industrie au cours des dernières années.

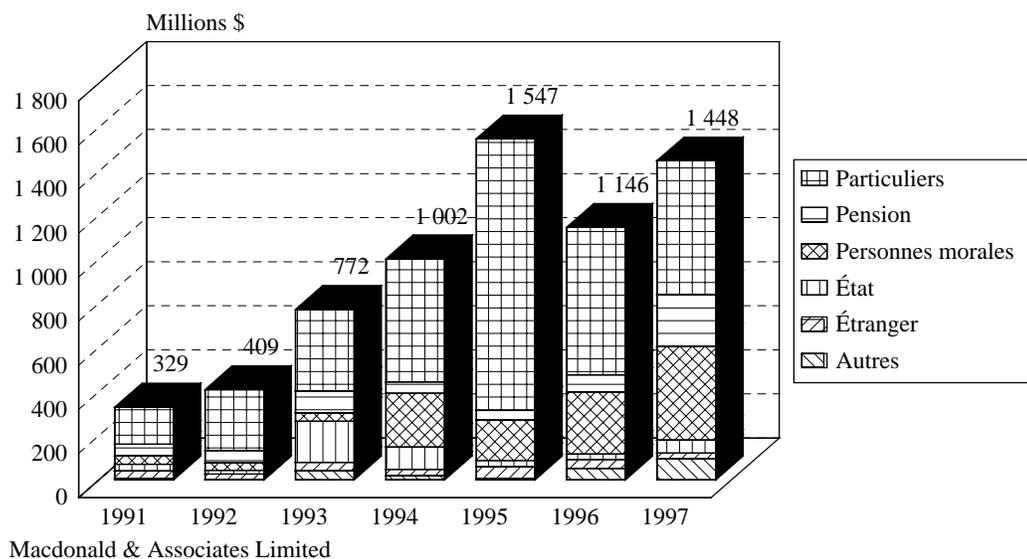
Les sources de capital

Comme on peut s'y attendre vu la présence sans cesse grandissante des FCRPT, la part du lion des nouveaux capitaux injectés dans l'industrie du capital de risque au cours des dernières années provient des particuliers, comme l'illustre le diagramme 3 ci-dessous.

Diagramme 3

Importance des capitaux apportés par les particuliers et personnes morales

Nouveaux engagements de capital selon la source; Canada



Lorsqu'ils étaient au sommet de leur popularité en 1995, les FCRPT mobilisèrent plus de 1,2 milliard de dollars auprès des particuliers canadiens. La réduction des crédits d'impôt mise en oeuvre cette année-là associée à la réduction du placement maximum (de 5000 \$ à 3500 \$) et à l'allongement de la période minimum de conservation (de 5 ans à 8 ans) ont eu pour effet de miner considérablement l'intérêt des investisseurs pour ces fonds. Il est toutefois intéressant de noter qu'en 1997, les particuliers ayant une valeur nette élevée ont commencé à investir dans d'autres types de fonds de capital de risque (principalement des fonds privés et indépendants). XDL Capital (administré par le fondateur de Delrina) et McLean Watson (administré par deux anciens dirigeants de SoftImage) sont deux exemples de fonds qui ont attiré des sommes considérables de particuliers.

En plus des 740 millions de dollars qu'elles ont affectés à leurs activités internes de capital de risque entre 1994 et 1997, les banques ont injecté 150 millions de dollars de plus, au cours de cette période, dans les fonds privés et indépendants, portant à 900 millions de dollars leur engagement total dans les activités de capital de risque au cours des quatre dernières années.

Quoique les fonds de pension, les compagnies d'assurance et les fondations soient les principales sources de capital des fonds de capital de risque aux É.-U., ces investisseurs institutionnels ont effectivement, tel qu'indiqué plus haut, délaissé le marché du capital de risque au Canada au cours des 10 dernières années (voir le Diagramme 4). Après avoir affecté collectivement 185 millions de dollars et 176 millions de dollars aux fonds de capital de risque canadiens en 1987 et 1988 respectivement, les fonds de pension ont réduit considérablement leurs engagements qui ont chuté à 20 millions de dollars en 1990 et qui sont restés à un niveau symbolique jusqu'à l'an dernier. Un ou deux fonds de pension seulement ont engagé des capitaux importants au cours de cette période.

À notre avis, la baisse initiale marquée des engagements des fonds de pension a été en grande partie attribuable à des facteurs cycliques. Les données de rendement commençaient à indiquer que les fonds constitués dans les années 1983 à 1986 n'étaient pas très rentables, et les investisseurs institutionnels cessèrent d'appuyer les nouveaux fonds. On a constaté une situation semblable aux É.-U. où les engagements des fonds de pension ont connu une baisse prononcée à la fin des années 80 et sont restés faibles jusqu'à 1992 environ. Mais, pendant que les fonds privés indépendants aux É.-U. recommençaient à gagner la faveur des investisseurs institutionnels en 1992, leurs homologues, au Canada, ne parvenaient pas, eux, à raviver l'intérêt des institutions. À cause de certains obstacles d'ordre structurel (petit marché et nombre limité de gestionnaires de fonds expérimentés), il était difficile pour plusieurs de ces fonds de conclure de nouveaux engagements, particulièrement parce qu'ils étaient encore aux prises avec quelques-uns des placements moins lucratifs qu'ils avaient faits au milieu des années 80.

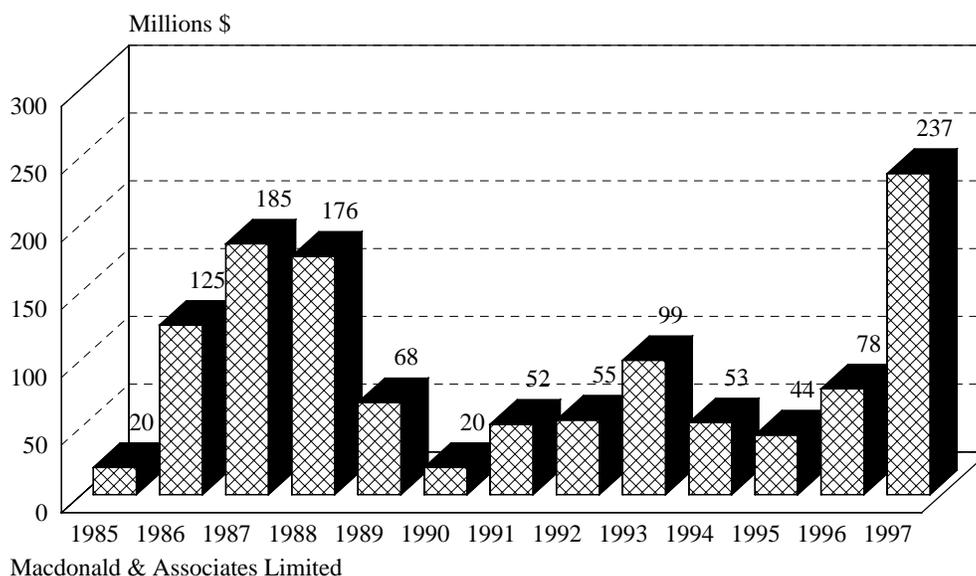
Par ailleurs, un grand nombre d'investisseurs institutionnels estimaient (et estiment toujours) qu'il n'y a simplement pas suffisamment de débouchés intéressants dans le marché canadien pour justifier leur retour au secteur du capital de risque, et ce, malgré la tournure phénoménale de l'économie et le recours à de nouvelles sources pour favoriser la création de richesses. Les fonds de capital de risque privés et indépendants ont, comme résultat net, réuni moins de 200 millions de dollars par année de toutes les sources jusqu'à 1996, lorsqu'ils ont franchi cette barrière (par un fil) pour la première fois en 10 ans, en mobilisant 211 millions de dollars. Il semblerait que l'attitude des institutions commence à changer depuis que les fonds privés ont mobilisé une somme totale de 542 millions de dollars l'an dernier, représentant 37 pour 100 de tous les nouveaux capitaux injectés dans l'industrie.

Les 237 millions de dollars de nouveaux capitaux engagés par les fonds de pension l'an dernier marquent un nouveau record, mais ils n'indiquent pas nécessairement le début d'une tendance à la hausse. Même avec le changement d'attitude, la taille du marché demeure un problème. Si aux É.-U., les fonds de pension importants peuvent affecter confortablement 2 à 3 pour 100 de leur actif dans des fonds de capital de risque et de rachat, au Canada, cela est nettement plus difficile vu la taille réduite du marché.

Diagramme 4

Absence de 10 ans des fonds de pension

Engagements des fonds de pension envers les gestionnaires de CR; Canada



Le montant des investissements

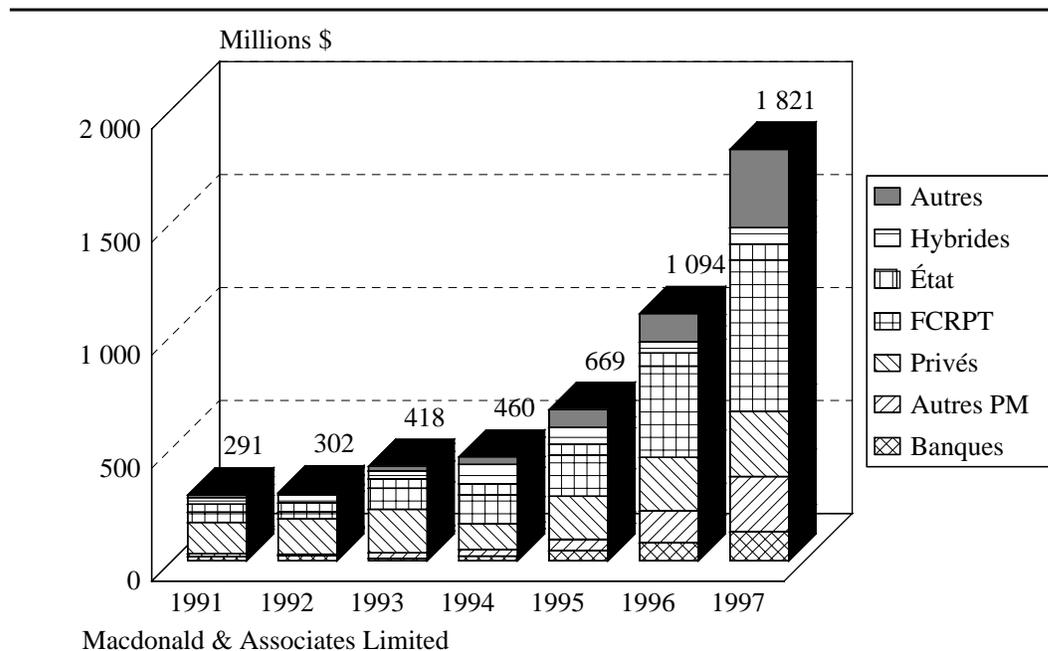
La demande de capital de risque au Canada croît à un rythme équivalent ou supérieur à celui de l'offre. En 1991, l'industrie globale a investi 291 millions de dollars. Après une douce montée au cours des années suivantes, l'augmentation des investissements s'est accélérée pour atteindre 669 millions de dollars en 1995, 1,1 milliard en 1996 et 1,8 milliard en 1997. À notre avis, trois facteurs prédominants ont contribué à cette croissance. Premièrement, le nombre d'entrepreneurs au Canada ayant de l'expérience dans la gestion d'entreprises à forte croissance s'est multiplié au cours des dernières années avec la création d'une industrie de logiciels solide et dynamique ainsi qu'une présence de plus en plus grande dans le secteur des sciences et sur l'échiquier technologique mondial. Deuxièmement, le nombre d'investisseurs informés et expérimentés dans le secteur du capital de risque, capables d'apporter une «expertise» grandissante à la table, a aussi augmenté. Et troisièmement, le pool de capitaux de risque s'est enrichi considérablement au cours des dernières années, une condition préalable essentielle pour permettre aux entrepreneurs de prendre les risques que posent les affaires, la technologie, et le marché pour assurer l'essor et la réussite de leur entreprise.

Des fonds de capital de risque de toutes sortes ont contribué à cette croissance de l'activité de placement (voir le Diagramme 5). Les groupes de capital de risque des banques, qui investissaient de 10 à 20 millions de dollars par année au début des années 90, ont investi collectivement 129 millions de dollars en 1997. Tandis que la majorité des autres types de fonds ont réparti leurs investissements presque également entre les nouvelles transactions et les transactions subséquentes, les groupes bancaires, eux, ont affecté près de 70 pour 100 de leurs

Diagramme 5

Accélération des placements par tous les types de fonds

Versements par type de fonds; Canada



capitaux à des premiers financements. Les autres groupes de fonds appartenant à des personnes morales ont investi 244 millions de dollars en plus, accaparant ainsi 20 pour 100 du total de l'activité de placement par rapport à leur 10 pour 100 en 1991 lorsque le marché était relativement plus petit.

Les FCRPT ont eux aussi intensifié leur activité de placement en fonction de la croissance de leurs ressources; ils ont investi 671 millions de dollars l'an dernier par rapport à 404 millions l'année précédente et seulement 46 millions en 1991. Les fonds privés et indépendants ont connu une progression mitigée de leur activité de placement au cours des dernières années, dû au fait que ce n'est que l'année dernière qu'ils ont commencé à augmenter sensiblement l'apport de nouveaux capitaux. Il est donc probable que ces fonds verront un accroissement considérable de leurs versements cette année.

Pour finir, il faut mentionner que tous les membres de l'industrie ont commencé à recruter «d'autres» investisseurs en dehors de leur rang pour investir avec eux dans leurs opérations. Les versements effectués par ces autres investisseurs l'an dernier sont évalués à 346 millions de dollars, soit 19 pour 100 de l'activité de l'industrie.

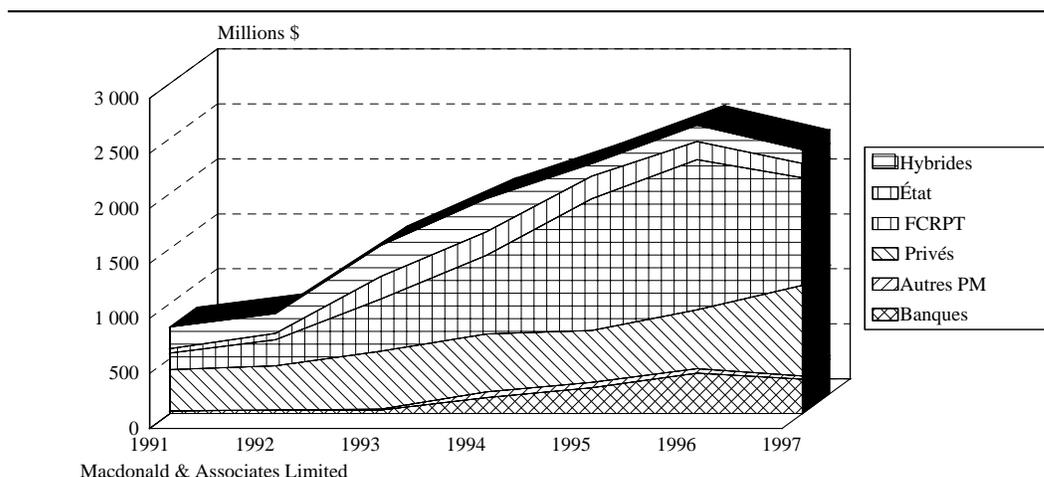
L'industrie pourra-t-elle maintenir son allure?

Après s'être constitué, au milieu des années 90, un coussin de liquidités bien supérieures à la demande du marché, la montée en flèche de l'activité de placement au cours des deux dernières années met en question la capacité de l'industrie de soutenir son rythme d'investissement. En fait, les liquidités nettes en 1997 ont baissé pour la première fois au cours de la présente décennie (voir le Diagramme 6).

Diagramme 6

Baisse des liquidités nettes en 1997

Capital disponible par type de fonds; Canada



L'avenir des FCRPT est une des principales variables influant sur les liquidités, du moins, à court terme. En dépit de leur stabilité relative en C.-B., au Québec et au Manitoba, l'avenir des FCRPT est très incertain en Ontario. À l'échelon national, ces fonds représentaient un peu moins seulement de la moitié des liquidités de l'industrie. Mais, en Ontario, certains des fonds, qui ont mobilisé peu ou pas de nouveaux capitaux au cours des dernières années, commencent à faire face à des rachats importants, ce qui réduira inévitablement leur capacité d'effectuer de nouveaux placements à moins qu'ils ne réunissent de nouveaux capitaux. La valeur des capitaux liquides qu'ont entre eux les FCRPT en Ontario est inférieure au montant des investissements collectifs qu'ils ont faits l'an dernier, ce qui donne à penser qu'ils ne pourront pas continuer d'investir au même rythme que l'année dernière. À l'échelle nationale, les FCRPT disposent présentement d'un an et demi de capitaux.

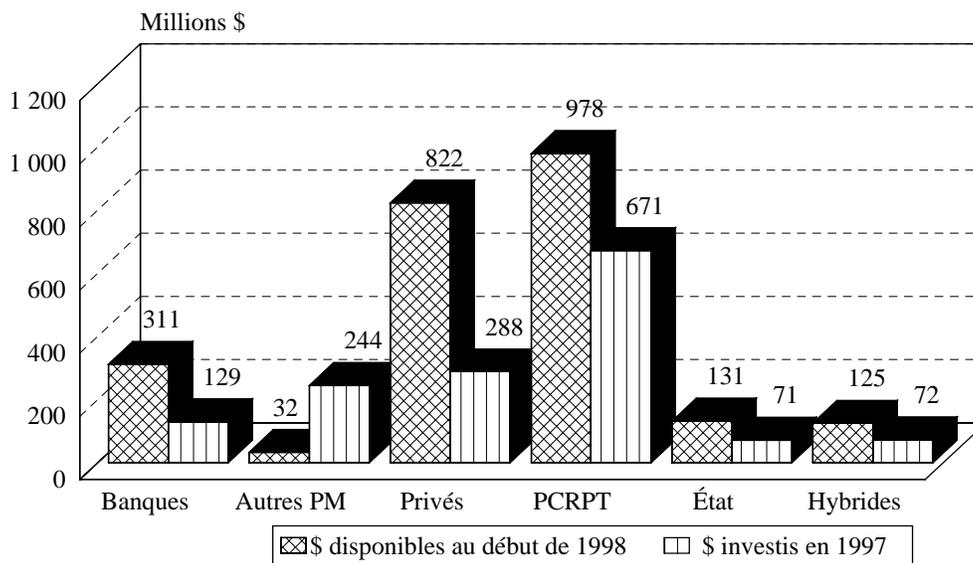
Il y a lieu de s'attendre à ce que les groupes bancaires continuent d'investir énergiquement et d'augmenter leur engagements de capitaux en fonction des besoins. À la lumière de leurs versements l'an dernier, leurs liquidités actuelles représentent pour environ deux ans et demi de ressources, quoique les groupes bancaires continueront probablement d'accroître leur rythme d'investissement. Les fonds privés et indépendants ont connu en 1997 une hausse de leurs liquidités pour la première fois depuis plusieurs années, ce qui leur permettra, dans un avenir prévisible, d'investir plus activement dans le marché.

En 1995, les liquidités dont disposait l'industrie à l'échelon national représentaient une source de capital d'environ quatre ans. Au début de cette année, les 2,4 milliards de dollars liquides dont disposait l'industrie représentaient une réserve d'un peu plus d'un an. On a peu de raison de présumer que la demande de capital de risque va se modifier dans un avenir rapproché. Il est vrai que les pressions exercées sur certains FCRPT afin qu'ils déploient leurs capitaux pourraient avoir accéléré les versements, mais si c'était le cas, nous croyons que l'impact aurait été ressenti bien au-delà de la marge. À mesure que l'économie prend de l'expansion et que les entreprises continuent de prospérer, la demande de capital de risque va continuer de s'intensifier. Il est clair que cette croissance rapide de la demande crée des pressions au niveau de l'offre et force l'industrie à aller de l'avant.

Diagramme 7

Les fonds privés : source principale du capital liquide

Liquidité par rapport aux tendances récentes liées aux placements



Macdonald & Associates Limited

La capacité de l'industrie à réagir à ces pressions sera, à notre avis, déterminée dans une certaine mesure par la capacité des fonds privés et indépendant de continuer d'accroître leurs ressources et de s'implanter solidement dans le marché. Leur réussite à cet égard sera influencée, pour une bonne part, par la volonté des investisseurs institutionnels d'accroître leurs engagements de capitaux destinés à cette catégorie d'actif. Malgré qu'il y ait présentement quelques fonds de pension qui investissent activement dans des fonds de capital de risque, la vaste majorité continue de garder ses distances. Il reste à voir si ces fonds réussiront à surmonter les obstacles pratiques et psychologiques qui les empêchent de jouer un rôle plus actif dans le marché du capital de risque.

