



**Faire croître les entreprises de demain :**

**Les investissements en capital de risque dans  
les entreprises en début de croissance au  
Canada – obstacles et perspectives**

Préparé pour Industrie Canada, le ministère du Développement  
économique et du Commerce de l'Ontario et la banque de  
développement du Canada

Mars 2005

© 2005. Macdonald & Associates Limited. Tous droits réservés.  
*Aucun élément du présent rapport ne peut être reproduit ou transmis sous quelque forme ou par quelque  
moyen que ce soit (graphique, électronique ou mécanique), sans la permission de Macdonald &  
Associates Limited.*

**Faire croître les entreprises de demain :  
Les investissements en capital de risque dans les entreprises en début de  
croissance au Canada – obstacles et perspectives**

**Table des matières**

**Avant-propos**

**Sommaire**

**I. Introduction**

**II. Tendances des investissements en capital de risque dans les entreprises en début de croissance au Canada, 1996-2004**

**II.1 Survol de l'analyse statistique**

**II.2 Analyse des statistiques du capital de risque**

**III. Résultats d'une enquête auprès de professionnels canadiens et américains du CR**

**III.1 Déroulement de l'enquête**

**III.2 Survol des réponses à l'enquête**

**III.3 Commentaires détaillés sur les obstacles aux investissements en CR dans les entreprises en début de croissance au Canada**

**III.4 Recommandations en matière de politique découlant des interviews**

**IV. Conclusion**

**Annexe A : Gestionnaires professionnels du Canada et des États-Unis qui ont été interviewés dans le cadre de la présente étude**

**Annexe B : Brève description des étapes de développement d'une entreprise**

**Annexe C : Données supplémentaires**

## **Avant-propos**

Le présent rapport – qui a été rédigé par Macdonald & Associates Limited pour la Banque de développement du Canada (BDC), Industrie Canada et le ministère du Développement économique et du Commerce de l'Ontario – traite de certaines des grandes questions relatives aux investissements en capital de risque (CR) dans les entreprises en début de croissance (prédémarrage, démarrage, etc.), au terme de presque dix ans d'activités.

L'étude s'articule autour de deux principaux éléments. Premièrement, à l'aide de sa base de données, Macdonald & Associates a analysé brièvement les tendances des marchés canadien et ontarien entre 1996 et 2004, en mettant l'accent sur les investissements dans les entreprises en début de croissance.

Deuxièmement, la société d'experts-conseils a réalisé une série d'interviews auprès de professionnels du CR ayant une expérience pratique, afin de recueillir leurs commentaires sur l'évolution du financement des entreprises en début de croissance au Canada durant les dernières années, sur les obstacles que doivent actuellement surmonter les membres de l'industrie et sur les perspectives qui s'offrent à eux.

Les résultats de l'étude sont résumés dans les sections suivantes du rapport.

La section I consiste en une brève introduction aux investissements en début de croissance dans le contexte de l'industrie du CR.

La section II contient une courte analyse statistique des investissements en début de croissance (prédémarrage, démarrage, etc.) effectués par l'industrie canadienne du CR depuis 1996. Une attention particulière a été accordée aux tendances au cours des cycles du marché, et ce selon le secteur, la région, le type d'investisseur, etc. Ces tendances ont ensuite été comparées à certaines tendances observées dans l'industrie américaine. Dans certains cas, des commentaires sur des questions bien précises ont été recueillies auprès des répondants, et sont mentionnées à l'occasion dans le texte.

À la section III se trouvent les résultats des interviews réalisés avec des professionnels de haut niveau du CR du Canada et des États-Unis à partir d'un questionnaire d'enquête élaboré par Macdonald & Associates. Ces résultats portent sur un large éventail de questions, notamment l'évaluation des obstacles aux investissements en début de croissance dans le contexte canadien par les investisseurs providentiels et les gestionnaires de fonds de CR. Enfin, cette section fait un survol des recommandations en matière de politique publique formulées à partir des commentaires des gestionnaires professionnels.

La conclusion du rapport se trouve à la section IV.

Les termes relatifs aux investissements en début de croissance qui ont été employés dans le présent rapport sont expliqués succinctement à l'annexe B. Pour obtenir des définitions des autres termes techniques, vous pouvez consulter le glossaire (en anglais seulement) du site Internet de Macdonald & Associates ([www.canadavc.com](http://www.canadavc.com)).

Macdonald & Associates tient à remercier les participants du marché et les analystes qui ont généreusement collaboré au projet. Nous remercions tout spécialement les personnes qui ont pris part aux consultations : Gilles Durufle, Andrew Harrison, Claude Haw, Doug Hewson, Stephen Hurwitz, Livia Mahler, Louis Marrett, Rick Norland, Kiera Torkko, Ilse Treurnicht et Sam Znaimer. Nous tenons également à souligner l'attitude coopérative des parrains du projet à la BDC, à Industrie Canada et au ministère du Développement économique et du Commerce de l'Ontario.

## Sommaire

Depuis la fin des années 1990, on assiste à une augmentation du volume de transactions de financement d'entreprises naissantes dans de nombreux secteurs d'innovation, par exemple les technologies propres, les télécommunications, les technologies de l'information et les sciences de la vie, dans l'industrie canadienne du capital de risque (CR). En effet, cette dernière a alors effectué un virage fondamental au profit des entreprises en début de croissance.

C'est pourquoi on considère que durant la période 1996-2004, qui coïncide avec les cycles haussier et baissier du marché du CR, l'industrie canadienne a fait l'apprentissage du financement des entreprises en début de croissance. Cette période est caractérisée par l'émergence d'une nouvelle génération de gestionnaires et de fonds de CR, qui a appris à utiliser des pratiques et des techniques de gestion spécialisées afin de faciliter les transactions avec les entreprises en début de croissance (prédémarrage, démarrage, etc.).

La nouvelle orientation de l'industrie est principalement attribuable à ces nouveaux fonds équilibrés-spécialisés qui mettent l'accent sur ce segment du marché, en partenariat avec des investisseurs providentiels, ainsi que des sources de financement canadiennes et étrangères au sein de consortiums. Comme aux États-Unis, où l'industrie du CR existe depuis plus longtemps, ces fonds ont été les pionniers du développement d'entreprises à valeur ajoutée en début de croissance au Canada.

Bien qu'ils aient manifestement influé sur les tendances de l'industrie, les investisseurs dans les entreprises en début de croissance ont été confrontés à des difficultés de taille, particulièrement le ralentissement prolongé du marché depuis 2001, ainsi qu'à un climat peu propice au financement qui risque d'effacer les progrès réalisés jusqu'à présent et d'entraver leur progression à l'avenir.

De plus, les investisseurs qui ont acquis une vaste expérience dans ce segment sont convaincus que l'on peut tirer des leçons des résultats des dernières années. Essentiellement, ils croient que le processus d'investissement de CR en début de croissance doit être plus stratégique, mieux capitalisé et prospectif, et doit mettre encore plus l'accent sur la valeur ajoutée. À leur avis, pour atteindre ces objectifs, il faut se concentrer sur les aptitudes en gestion propres aux entreprises naissantes en croissance, créer d'autres fonds de plus grande envergure, augmenter la valeur des transactions et poursuivre le développement de l'écosystème canadien du financement par CR. Si l'on s'attaque à ces questions, on peut accroître considérablement la capacité de l'industrie d'investir dans les entreprises en début de croissance.

Ce n'est là qu'un aperçu des principales conclusions de l'étude Faire croître les entreprises de demain : les investissements en capital de risque dans les entreprises en début de croissance au Canada – obstacles et perspectives. Cette analyse des investissements en début de croissance au Canada et en Ontario depuis 1996 a été effectuée à partir des statistiques extraites de la base de données de Macdonald & Associates et de données américaines comparatives (section II du rapport, **Tendances des investissements en capital de risque dans les entreprises en début de croissance au Canada, 1996-2004**). Elle repose également sur les commentaires de professionnels de haut niveau du CR, recueillis lors d'interviews réalisées entre décembre 2004

et janvier 2005 (section III, **Résultats d'une enquête auprès de professionnels canadiens et américains du CR**).

*Principaux résultats de l'analyse statistique*

Les données de Macdonald & Associates montrent que dans l'industrie canadienne du CR les investissements en début de croissance ont connu une croissance exceptionnelle au Canada (et en Ontario) pendant la seconde moitié des années 1990. Durant cette période, les investissements effectués à ce stade de développement des entreprises, entre autres au prédémarrage et au démarrage, ont enregistré une forte progression au chapitre du nombre d'entreprises financées et du capital investi et ont même surpassé les tendances générales du marché lorsque le cycle d'activités a culminé.

Si les investissements en début de croissance ont commencé à diminuer en chiffres absolus lors du ralentissement du marché, leur part du total du financement par CR s'est dans une large mesure maintenue par rapport aux années précédentes. Par exemple, avant 1999, les transactions de prédémarrage représentaient à peine plus de 1 % des montants investis annuellement; cependant, ils ont constamment excédé 2 % depuis. De même, à la fin des années 1990, l'industrie consacrait un peu plus de 10 % de ses ressources aux transactions de démarrage; depuis 2000, cette part a généralement été proche de 18 %.

D'après les données, en parallèle à ce changement de cap observé depuis 1996, l'industrie a mis davantage l'accent sur les secteurs émergents à forte composante technologique (télécommunications, technologies de l'information, sciences de la vie, etc.) ayant atteint une certaine masse critique, dans les grandes régions urbaines du pays.

Les données révèlent également que les sommes relativement élevées investies par entreprise, surtout dans les technologies de l'information, sont un élément indissociable de l'importance des investissements en début de croissance. Les activités de financement de divers membres de l'industrie, notamment les fonds gouvernementaux, les sociétés à capital de risque de travailleurs (SCRT) et d'autres fonds de relance et fonds privés indépendants, ont contribué à cette tendance. Il s'agissait souvent de grands consortiums qui obtenaient d'importantes ressources supplémentaires auprès de fonds de CR américains et d'autres investisseurs étrangers – à tout le moins depuis 1999 – bien que les non-résidents aient eu tendance à investir dans un faible pourcentage seulement (de 5 à 6 %) des entreprises canadiennes en début de croissance.

Les fonds privés indépendants ont été un facteur essentiel de la croissance des investissements de prédémarrage jusqu'en 2000 et sont restés un élément important des activités depuis, et les SCRT/fonds de détail et les fonds gouvernementaux ont constamment accru leur part de marché, surtout après 2001.

Cependant, les données font également ressortir un grand écart persistant entre le Canada et les États-Unis au chapitre du montant moyen investi par entreprise en début de croissance. Par exemple, depuis 2000, le financement accordé à ces entreprises au Canada correspond en moyenne à moins de la moitié du montant versé à leurs homologues américaines.

### *Principales conclusions des interviews*

Invités à commenter les tendances de l'industrie, les gestionnaires professionnels interviewés dans le cadre de la présente étude ont reconnu que l'industrie du CR avait effectué un virage fondamental au profit des entreprises en début de croissance depuis la fin des années 1990. À leur avis, ce changement de cap est attribuable à la création de fonds canadiens spécialisés dans ce segment. (Les données de Macdonald & Associates montrent que la plupart de ces fonds ont été créés entre 1995 et 2001.)

Tout en insistant sur l'importance cruciale de ce virage, les professionnels du CR ont également mis en relief les obstacles aux investissements en début de croissance après trois années de ralentissement du marché. De plus, ils ont indiqué que le contexte est de plus en plus difficile pour tous les membres de l'industrie (un fait confirmé par les données de Macdonald & Associates), principalement en raison du nombre restreint de sources de capital. Cette question est particulièrement déterminante pour les fonds qui, récemment, ont investi la totalité de leur actif ou presque.

Les obstacles créés par le cycle baissier se sont également placés sur la route de partenaires clés des gestionnaires de fonds de CR qui investissent en début de croissance : les investisseurs providentiels. Nombre d'entre eux ont réagi en adoptant une nouvelle stratégie : la « collectivisation » ou création de groupes dans le but d'atténuer les risques et de partager les ressources. À cette fin, des organisations telles que l'Ottawa Angel Alliance et le Toronto Angel Group, qui s'inspirent d'un modèle américain qui a fait ses preuves, ont récemment vu le jour.

Afin de préciser la nature et l'importance des problèmes liés aux investissements en début de croissance, on a demandé aux personnes interviewées d'évaluer une liste de 13 obstacles identifiés lors de consultations préalables tenues par Macdonald & Associates. Leur évaluation (voir la figure 15 à la section III, **Résultats d'une enquête auprès de professionnels canadiens et américains du CR**) était accompagnée de commentaires fondés sur les « leçons apprises » de la période écoulée depuis la fin des années 1990, auxquels se sont greffées les remarques de gestionnaires de fonds américains qui ont examiné des questions similaires sur une plus longue période.

Des treize obstacles, huit ont obtenu une note particulièrement élevée (sur une échelle de 1 à 5, une note moyenne se situant entre 3,2 et 4,4).

L'obstacle qui s'est vu attribué la note la plus élevée est lié aux compétences des professionnels du CR que requièrent les investissements dans les entreprises en début de croissance. Selon les répondants, il faut posséder un ensemble unique de compétences spécialisées en création d'entreprises, entre autres de l'expérience en exploitation. Sans ces compétences, les gestionnaires de fonds de CR peuvent difficilement apporter aux entreprises naissantes une valeur suffisante pour les aider dans leur croissance.

Dans une moindre mesure, les professionnels de l'industrie ont également accordé de l'importance à la connaissance du secteur qu'ont les investisseurs dans les entreprises en début

de croissance. En général, les répondants estiment que cette expertise est surtout pertinente dans le cas des secteurs d'innovation très spécialisés (par ex., les sciences de la vie).

Les répondants ont également soutenu qu'en règle générale, les premières générations de fonds canadiens de CR qui ciblaient les entreprises en début de croissance manquaient d'envergure, car les fonds équilibrés et spécialisés doivent avoir suffisamment de ressources pour réaliser un cycle complet de financement (première mise de fonds et investissements subséquents). C'est pourquoi les nouveaux fonds présents dans ce segment du début de croissance devraient être mieux capitalisés. Cet obstacle s'est classé au deuxième rang.

La sous-capitalisation des transactions de financement des entreprises en début de croissance s'est vue accorder la même importance. Les répondants n'étaient pas étonnés de l'écart entre le Canada et les États-Unis dont font état les données de Macdonald & Associates. À leur avis, cela désavantage nettement les jeunes entreprises canadiennes de technologie, compte tenu de l'importance du « délai de mise en marché » dans le monde du CR, surtout dans certains secteurs.

Les professionnels du CR ont donné beaucoup de poids au nombre de fonds de CR qui investissent actuellement dans les entreprises en début de croissance. Malgré la création récente de fonds et l'élargissement de la gamme de produits en 2005, les répondants estiment que les fonds qui investissent efficacement dans ce segment sont trop peu nombreux au Canada en général et dans certains secteurs et régions.

Au nombre des obstacles qui figurent en tête de liste, le manque de gestionnaires locaux aptes à créer des entreprises a été retenu; selon les répondants, ce problème est dû au caractère très récent des secteurs des technologies au Canada. Sensiblement pour la même raison, ils croient que les entrepreneurs expérimentés susceptibles de lancer des entreprises sont trop peu nombreux, bien que la situation se soit quelque peu améliorée récemment.

Les professionnels du CR sont également préoccupés par le nombre de co-investisseurs nécessaires afin que les entreprises financées parviennent à maturité. À cet égard, les répondants souhaitent vivement améliorer l'accès aux fonds de CR américains en raison de leur grande expérience du marché et de leurs vastes ressources financières.

Dans leurs commentaires, les professionnels canadiens et américains ont proposé diverses stratégies de marché pour surmonter les obstacles à l'étude. Ils ont également tenu à souligner que durant les premières années de financement des entreprises en début de croissance, l'industrie canadienne a formé de nombreux gestionnaires de CR compétents qui ne doivent pas être sacrifiés dans les années à venir, par exemple en raison d'une pénurie de capital.

#### *Recommandations en matière de politique publique*

Les gestionnaires professionnels se sont également prononcés sur le rôle des administrations fédérale et provinciales en matière de commercialisation en début de croissance, soulignant que la politique publique serait des plus efficaces si elle favorisait le développement de l'écosystème plus large qui sert de toile de fond aux activités de financement du marché.



Dans cette optique, ils ont recommandé aux décideurs des administrations publiques plusieurs initiatives visant à soutenir le financement en début de croissance dans l'industrie canadienne du CR : favoriser une plus grande participation des investisseurs institutionnels au marché; amener les gouvernements à participer à des fonds privés en tant que commanditaire, éventuellement par l'entremise de fonds de fonds; investir dans les activités de démonstration des principes à l'amorce des projets d'investissement en début de croissance; faciliter l'acquisition des compétences en gestion d'entreprises; participer à la création d'organisations locales d'investisseurs providentiels; supprimer les barrières fiscales et juridiques qui entravent inutilement les transactions transfrontalières des consortiums de financement des entreprises en début de croissance.

## I. Introduction

### *Rôle unique du capital de risque*

De nombreuses études ont expliqué en détail comment le financement par capital de risque (CR), peut, grâce à une combinaison unique d'investissements et de gestion professionnelle, transformer les innovations de la R-D en valeur et créer de grandes sociétés. (Voir, p. ex., Gompers & Lerner, *The Money of Invention*, Harvard Business School Press, 2001.) Malgré son envergure relativement restreinte, un marché dynamique du CR peut procurer aux investisseurs un rendement supérieur corrigé en fonction du risque, tout en ayant un impact extrêmement important sur la croissance économique, l'emploi et la productivité au pays.

Ces études décrivent souvent le contexte de l'investissement en CR comme un écosystème dynamique en constante évolution. Une partie de cet écosystème alimente la demande, c'est-à-dire celle des chercheurs qui travaillent sur des inventions dans les hôpitaux, laboratoires, établissements postsecondaires et centres de recherche, de transfert de technologie et de commercialisation, et celle des entrepreneurs qui, seuls ou en partenariat, s'emploient à concevoir de nouvelles technologies ou de nouvelles applications de produits existants.

L'autre partie de cet écosystème gère l'offre – les investisseurs providentiels, les gestionnaires de fonds de CR et divers agents qui fournissent non seulement du capital, mais également un encadrement et d'autres services à valeur ajoutée aux participants à l'origine de la demande.

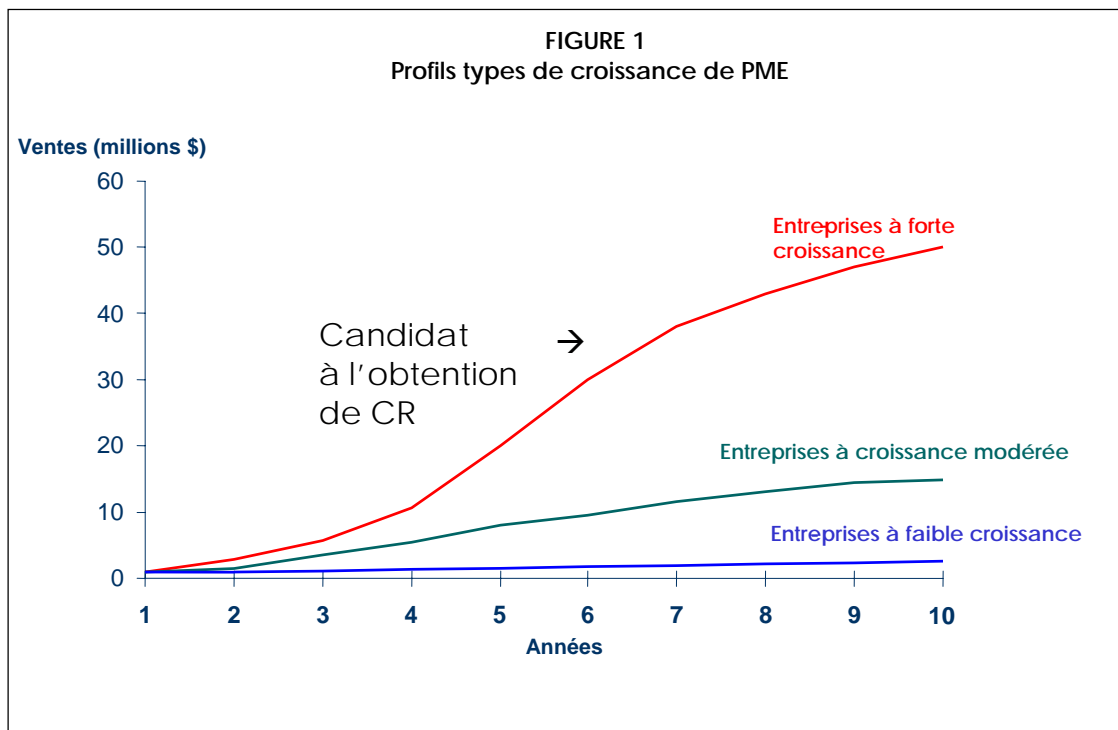
La valeur et la richesse économique produites par le marché du CR dépendent de l'évolution de l'écosystème. C'est aux États-Unis que le CR a été inventé. Après plusieurs décennies d'existence, l'écosystème est devenu un environnement entrepreneurial complexe qui peut compter sur une communauté d'investisseurs fortunés aux pratiques perfectionnées.

### *Le CR au Canada : un marché en évolution*

Des activités de financement par CR se déroulent également au Canada, mais l'industrie est plus jeune.

Le Canada est largement réputé pour la richesse de son système d'innovation, reposant sur des investissements importants en R-D, une classe d'entrepreneurs et de gestionnaires qui sont de plus en plus nombreux dans les secteurs technologiques concurrentiels, et une industrie du CR de plus en plus diversifiée. De plus, on a reconnu que l'écosystème canadien du CR doit continuer à évoluer s'il veut prospérer (voir par exemple Macdonald & Associates, *Finding the Key: Canadian Institutional Investors and Private Equity*, 2004).

## Le CR est principalement destiné aux jeunes entreprises à forte croissance.



Comme le montre le présent rapport, l'augmentation quantitative et qualitative des investissements dans les entreprises en début de croissance est un élément clé de l'évolution récente du marché du CR au Canada. Bien que la base de données de Macdonald & Associates indique qu'au Canada le CR a toujours été canalisé vers la création de grandes entreprises dans les technologies propres, les technologies de l'information et les sciences de la vie, ce n'est qu'à la fin des années 1990 que ces activités de financement ont atteint une certaine envergure (voir la section II, **Tendances des investissements en capital de risque dans les entreprises en début de croissance au Canada, 1996-2004**).

### *Obstacles aux investissements en début de croissance*

L'importance de cette tendance ne doit pas être sous-estimée. Selon un gestionnaire professionnel interrogé dans le cadre de la rédaction du présent rapport, les fonds qui investissent dans les entreprises en début de croissance sont les piliers de l'industrie du CR. Avec les investisseurs providentiels, ils consacrent temps et efforts afin d'aider les entrepreneurs et les inventeurs à concrétiser leurs concepts dans une entreprise. Ces entreprises pourraient un jour créer des marchés ou des créneaux, ou éroder la part de marché de concurrents solidement établis.

Comme les professionnels du CR l'ont répété durant les interviews (voir la section III, **Résultats d'une enquête auprès de professionnels canadiens et américains du CR**), il s'agit d'un processus de longue haleine, à forte composante de gestion et qui comporte des risques. De plus, les gestionnaires de fonds de CR doivent allier compétence et patience, car l'investissement en

début de croissance est un processus par tâtonnement. Cependant, les professionnels de l'industrie ont également convenu que, si on se montre persévérant, le jeu en vaut la chandelle, car de telles activités sont des pépinières d'entreprises à forte croissance (voir la figure 1).

Comme le montre également le présent document, un certain nombre de fonds spécialisés d'investissement en CR en début de croissance ou de fonds équilibrés (c.-à-d. de fonds structurés de manière à cibler de vastes volets du marché) qui ont beaucoup investi dans de telles entreprises, ont récemment franchi le stade embryonnaire au Canada. Malgré certains succès, ces fonds sont également confrontés à des difficultés : un écosystème toujours en évolution, un cycle baissier qui dure depuis quelques années sur le marché du CR, et une pénurie de capital. Ces questions sont analysées plus en détail à la section III.

Le présent rapport vise à aborder les principaux défis que doivent actuellement relever les professionnels canadiens de l'industrie du CR qui s'intéressent aux entreprises en début de croissance, ainsi que certaines de leurs préoccupations et attentes.

## II. Tendances des investissements en capital de risque dans les entreprises en début de croissance au Canada, 1996-2004

### II.1 Survol de l'analyse statistique

La présente section donne un aperçu des principaux éléments de la section II.2, **Analyse des statistiques du capital de risque**. Des renseignements détaillés et les sources se trouvent aux pages 10-28.

Dans l'industrie canadienne du CR, les investissements en début de croissance ont connu une augmentation exceptionnelle pendant la seconde moitié des années 1990. Durant cette période, les investissements effectués au prédémarrage, au démarrage et aux autres étapes préliminaires ont enregistré une forte progression au chapitre du nombre d'entreprises financées et du capital investi, et ont même surpassé les tendances générales du marché.

Si les investissements en début de croissance ont commencé à diminuer avec le ralentissement du marché au Canada, à partir de 2001, leur part du total des investissements en CR est sensiblement la même qu'avant 2000, à tout le moins à l'échelle nationale. En 2004, les investissements en début de croissance ont enregistré leur première augmentation annuelle en chiffres absolus en trois ans au pays.

Voici d'autres éléments clés qui ressortent de l'analyse des données de la période 1996-2004 de Macdonald & Associates.

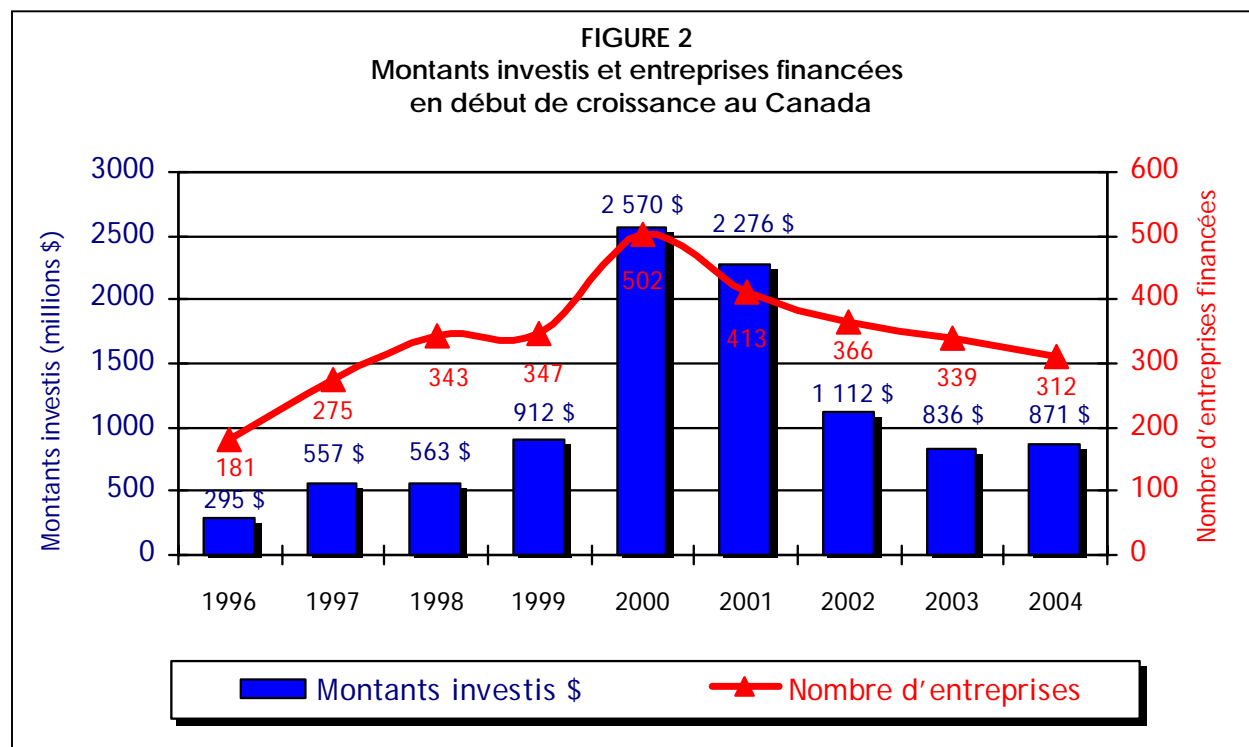
- En Ontario, les investissements en début de croissance ont généralement suivi la tendance nationale depuis 1996, bien qu'ils aient été encore plus importants durant les années d'expansion.
- Les transactions de prédémarrage et de démarrage ont enregistré une croissance très solide au Canada à la fin des années 1990. Le CR affecté à ces transactions a atteint un niveau sans précédent, en partie du fait que le montant des financements était de plus en plus élevé.
- Avant 2000, les investissements en début de croissance représentaient environ le tiers des mises de fonds effectuées annuellement dans l'industrie canadienne du CR. À partir de 2000, cette proportion est passée à près de la moitié.
- Avant 1999, les transactions de prédémarrage mobilisaient à peine plus de 1 % des montants investis chaque année dans l'industrie du CR au Canada; cependant, ce pourcentage a été supérieur à 2 % au cours des années subséquentes. De même, durant les dernières années du dernier siècle, les démarrages ont obtenu un peu plus de 10 % des fonds de l'industrie, mais leur part a, en moyenne, avoisiné les 18 % depuis.
- Encore une fois, l'Ontario a suivi la tendance canadienne relative aux investissements en début de croissance, entre autres de prédémarrage et de démarrage, quoique la part du total des investissements en CR correspondant à chaque catégorie ait diminué ces dernières années.
- La tendance relative aux entreprises en début de croissance a généralement été façonnée par les investissements nationaux dans les secteurs de la technologie, et tout particulièrement dans les télécommunications et les autres technologies de l'information,

ainsi que dans les sciences de la vie; les importantes transactions de financement d'entreprises ont un impact sur les flux de mise de fonds durant les années de pointe.

- En raison de la relation existant entre les grappes d'innovation sectorielles et les entreprises naissantes, le gros des investissements en début de croissance a été effectué en Colombie-Britannique, en Ontario et au Québec, de même que dans les grands centres urbains du pays tels que Vancouver, le grand Toronto, Ottawa et Montréal.
- En raison des investissements capitalistiques en début de croissance effectués dans les secteurs des technologies de l'information, la part du total national correspondant à l'Ontario a été supérieure à la moyenne pendant les années d'expansion.
- Dans l'industrie canadienne, les SCRT/fonds de détail et les fonds privés indépendants ont généralement été les participants qui ont le plus investi en début de croissance durant les cycles du marché en 1996-2004. Les fonds gouvernementaux ont également joué un rôle prépondérant, tout particulièrement depuis le repli du marché amorcé en 2001.
- Les fonds privés indépendants ont été indissociables de la croissance des investissements de prédémarrage jusqu'en 2000 et ont continué à exercer une influence déterminante sur les tendances, alors que les SCRT/fonds de détail et les fonds gouvernementaux ont constamment augmenté leur part du total des investissements, surtout après 2001.
- Les fonds américains de CR et les autres investisseurs étrangers en CR ont injecté des ressources considérables dans les consortiums d'investissement en début de croissance au Canada depuis 1999, qui représentaient entre le quart et le tiers du total des investissements annuels. Cependant, seulement 5 à 6 % des entreprises en début de croissance qui ont obtenu du CR en ont bénéficié.
- Les investisseurs américains et étrangers en CR ont eu une influence particulièrement marquée sur les tendances relatives aux investissements en début de croissance en Ontario.
- En général, le montant moyen investi par entreprise canadienne en début de croissance correspond à moins de la moitié de ce qui est injecté dans les entreprises américaines comparables.
- La capitalisation des entreprises ontariennes en début de croissance a généralement excédé la moyenne nationale annuelle, mais était inférieure à celle enregistrée aux États-Unis.

## II.2 Analyse des statistiques du capital de risque

### Investissements en CR en début de croissance au Canada depuis 1996



Avant le milieu des années 1990, les investissements en CR effectués au Canada étaient principalement destinés aux entreprises en expansion ou parvenues à un stade avancé de développement. Un changement de cap s'est amorcé à la fin des années 1990, lorsque les professionnels de l'industrie ont commencé à s'intéresser davantage aux entreprises en prédémarrage et en démarrage et aux autres entreprises en début de croissance, et à leur octroyer un volume sans précédent de ressources.

À des fins d'illustrations, mentionnons que durant la période 1996-1999, les financements d'entreprises en début de croissance ont représenté environ le tiers des mises de fonds totales; toutefois, en 2000, cette proportion est passée à 44 %.

Il est vrai que les investissements en capital de risque ont culminé en 2000 à l'échelle mondiale, y compris en Amérique du Nord. Au Canada, le capital investi et le nombre de transactions ont progressé de façon soutenue durant la seconde moitié des années 1990, mais ont atteint de nouveaux sommets lors du boom de 1999-2000. En effet, les investissements en CR ont plus que doublé pendant cette période, passant de 2,6 milliards à 5,8 milliards de dollars.

Dans ce contexte, il allait de soi que les investissements en début de croissance allaient augmenter au même rythme que le marché dans son ensemble. Cependant, ils ont enregistré une progression particulièrement robuste, supérieure aux tendances générales. Entre 1999 et 2000, les

misés de fonds dans les entreprises en début de croissance ont presque triplé (passant de 912 millions à 2,6 milliards de dollars). Dans cette catégorie, les investissements de démarrage ont été multipliés par 3,8 (passant de 282 millions à 1,1 milliard de dollars).

Comment expliquer ce revirement spectaculaire dans les préférences du marché canadien du CR? Aux dires des gestionnaires professionnels que nous avons interviewés dans le cadre de la présente étude, plusieurs tendances convergentes ont joué un rôle à cet égard.

Premièrement, mentionnons l'augmentation du nombre de transactions au profit des nouvelles générations d'entreprises des secteurs des technologies de l'information, des sciences de la vie, etc. Lors du cycle d'expansion qui a culminé en 2000, la création d'une multitude d'entreprises – le produit de plusieurs années de R-D et de l'entrepreneuriat du système d'innovation canadien – a coïncidé avec la croissance du CR disponible.

Deuxièmement, l'éventail de fonds de CR spécialisés dans les entreprises en début de croissance et de fonds équilibrés qui misent beaucoup sur ce segment s'est élargi au Canada. Bon nombre de ces fonds ont été créés durant les années qui ont précédé l'expansion (pour la plupart, entre 1995 et 2001 d'après les données de Macdonald & Associates).

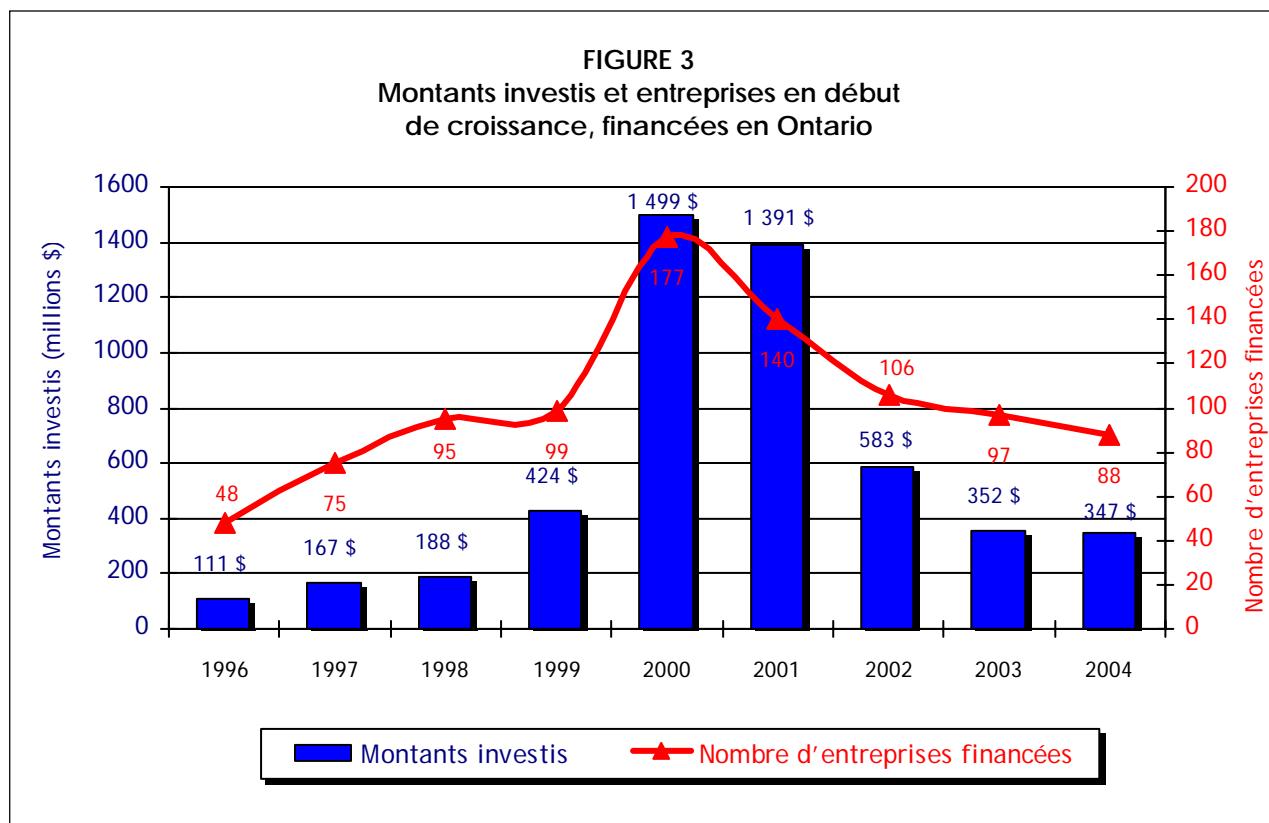
Troisièmement, les membres de l'industrie canadienne ont trouvé de nouveaux partenaires bailleurs de fonds pour les consortiums d'investissement en début de croissance. Par exemple, l'essor fulgurant des technologies a amené les grandes sociétés d'investissement et les investisseurs institutionnels à injecter de l'argent frais dans le marché. Un autre élément, qui revêt sans doute une plus grande importance stratégique, doit être pris en compte à long terme : la poussée des investissements transfrontières, qui a été particulièrement évidente lorsque les fonds américains de CR ont constaté – ou découvert dans bien des cas – que le Canada offrait de bonnes possibilités.

Lors du ralentissement observé après 2000, les investissements dans les entreprises en début de croissance ont eu tendance à fléchir au même rythme que le marché dans son ensemble. Cette baisse a été moins évidente la première année du cycle baissier, lorsque les facteurs à l'origine d'un niveau d'activité historiquement élevé (suite à la création de fonds et à l'augmentation des mouvements transfrontières) étaient toujours présents. Quoi qu'il en soit, la baisse de régime annuelle a été constante jusqu'en 2004, année où l'augmentation des montants injectés dans les entreprises en démarrage a laissé entrevoir une stabilisation des tendances des investissements en CR en début de croissance.

Toutefois, pour une troisième année consécutive, les mobilisations de fonds ont diminué dans l'industrie canadienne du CR en 2004. Les nouveaux engagements de capitaux ont alors totalisé 1,7 milliard de dollars, en baisse de 15 % par rapport aux 2,0 milliards de 2003. Selon les professionnels de l'industrie, l'état actuel de l'offre est cruciale pour les fonds de prédémarrage et les autres fonds d'investissement en début de croissance qui cherchent à maintenir le même niveau d'activité en 2005 et au-delà (voir également à la section III.3, **Les fonds d'investissement en CR en début de croissance manquent d'envergure et Trop peu de fonds de CR ciblent les entreprises en début de croissance**).



## Financement par CR des entreprises ontariennes en début de croissance depuis 1996



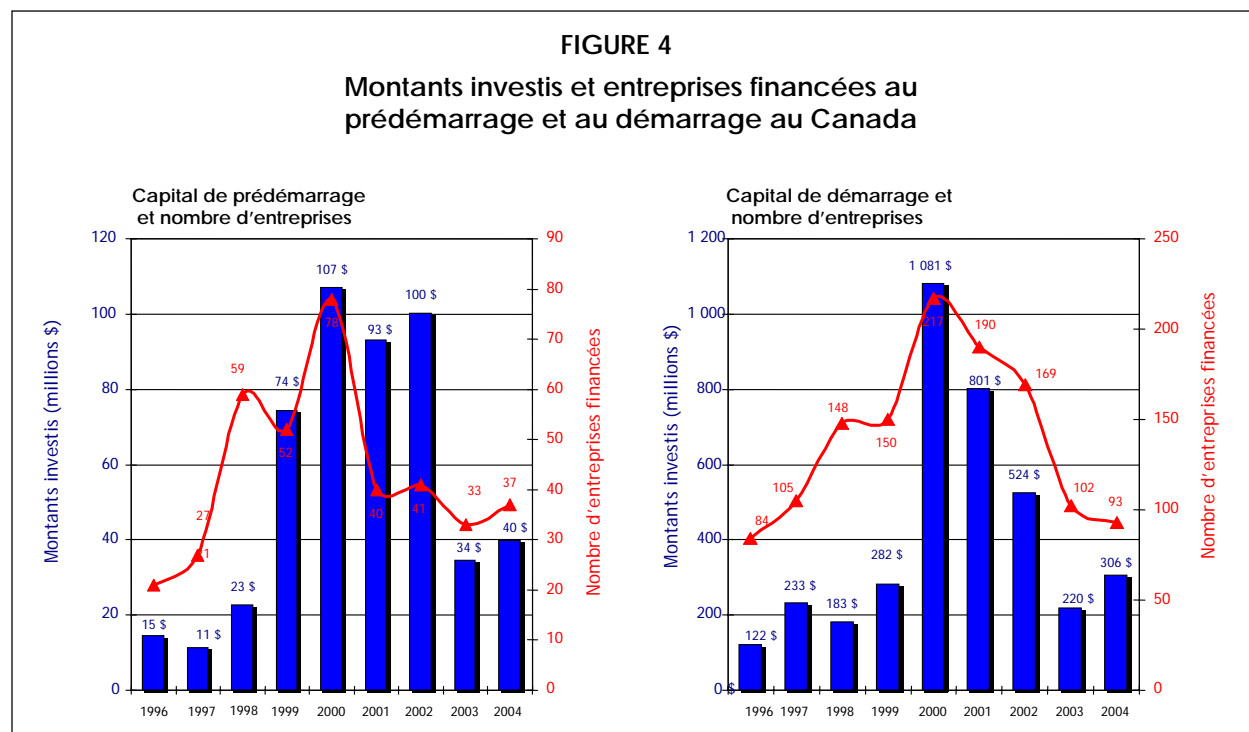
Au chapitre des investissements en début de croissance, l'Ontario a généralement suivi la tendance nationale entre 1996 et 2004.

Jusqu'en 1999, les entreprises ontariennes en début de croissance ont obtenu entre le quart et le tiers des mises de fonds de l'industrie du CR. En 2000, les capitaux injectés dans les entreprises en prédémarrage ou en démarrage et dans les autres entreprises en début de croissance ont monté en flèche pour atteindre 1,5 milliard de dollars, soit un montant plus de trois fois supérieur à celui de l'année précédente (424 millions de dollars), et 44 % du montant global.

Les professionnels du CR interviewés ont indiqué que bon nombre des facteurs influençant la tendance nationale étaient également présents en Ontario – élargissement de l'éventail de fonds équilibrés et spécialisés qui investissent dans les entreprises en début de croissance, et augmentation des possibilités de transactions dans les secteurs d'innovation, surtout les technologies de l'information. Cependant, à compter de 2000, l'Ontario a reçu une plus grande part du total national des investissements en début de croissance, dans une large mesure du fait que la participation étrangère a été supérieure à la moyenne dans cette province (voir **Concentration des investissements en début de croissance en C.-B., en Ontario et au Québec**).

Si le financement par CR dans son ensemble a diminué sensiblement lors du repli du marché, l'industrie a, en termes relatifs, continué à s'intéresser surtout aux entreprises en début de croissance en Ontario. Toutefois, la croissance enregistrée à l'échelle provinciale en 2004 n'a pas trouvé d'écho dans le segment des investissements en début de croissance, comme ce fut le cas à l'échelle nationale.

## Forte croissance des investissements dans les entreprises en prédémarrage et en démarrage avant le ralentissement



La figure 4 fait ressortir la trajectoire des transactions de prédémarrage et de démarrage au Canada vers la fin des années 1990 et lors du ralentissement subséquent.

Selon les professionnels de l'industrie interviewés, le lancement de fonds spécialisés a généré un volume inégalé de mises de fonds et de transactions de prédémarrage durant la seconde moitié de la décennie. Mentionnons les Eastern and Western Technology Seed Investment Funds, qui sont gérés par Ventures West Management; les trois fonds québécois gérés par T2C2 Capital; des fonds tels que Foragen Technologies LP, Milestone Medica LP et Primaxis Technology Ventures, qui ont été créés dans le cadre d'une initiative sectorielle de RBC; les activités de Capital de risque BDC.

L'augmentation du financement de prédémarrage a été constatée pour la première fois en 1998, année où le nombre d'entreprises financées a doublé sur une base annuelle. Le CR investi a également doublé cette année-là, mais s'est accru encore plus en 1999 et a poursuivi sa croissance en 2000, lorsque les mises de fonds ont atteint 107 millions de dollars.

Les investissements de prédémarrage sans précédent s'expliquent principalement par la création d'entreprises de technologie de l'information ayant besoin d'un apport massif de capital, par exemple Inkra Networks de Burnaby, en Colombie-Britannique (26,5 millions de dollars américains en 2000). Au terme de telles transactions, le montant moyen accordé à chaque entreprise a franchi le cap du million de dollars en 1999, pour ensuite s'établir à 2,3 millions de dollars en 2001.

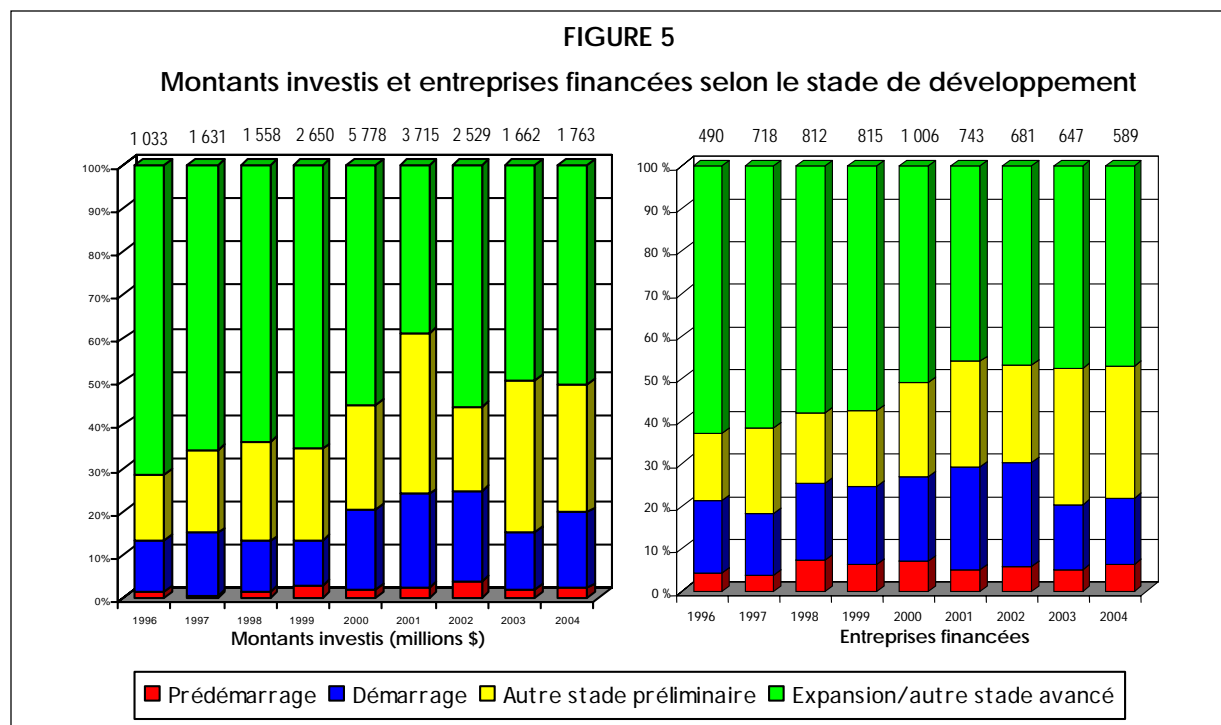
La croissance enregistrée par les investissements de démarrage avant 2000 est encore plus impressionnante. Elle s'explique également, aux dires des gestionnaires professionnels, par l'augmentation du nombre de fonds équilibrés et spécialisés de CR disposés à effectuer ces investissements.

Comme nous l'avons dit précédemment, les investissements de démarrage ont fortement contribué à la bonne vitalité du marché en 2000, et leur influence sur les tendances du CR au Canada en 2001-2002 ne s'est guère démentie. Encore une fois, l'accroissement du montant moyen investi par entreprise, qui a progressé de façon spectaculaire entre 1999 et 2000 – passant de 1,9 million à 5,0 millions de dollars –, a été déterminant. Comme dans le cas des entreprises en prédémarrage, l'augmentation des fonds injectés dans les entreprises en démarrage est principalement attribuable aux besoins colossaux des entreprises de technologie de l'information, tout particulièrement dans le secteur des télécommunications.

Malgré le ralentissement observé après 2000, les investissements de prédémarrage et de démarrage sont demeurés assez importants – à tout le moins selon les normes historiques – jusqu'en 2003. Le climat était alors moins favorable, car les membres de l'industrie sont devenus plus prudents et, dans certains cas, ont ciblé d'autres segments. Cependant, en 2004, le capital investi dans les entreprises en démarrage a augmenté pour la première fois en trois ans, pour atteindre 306 millions de dollars, et les investissements de prédémarrage ont également fait un bond de 40 millions de dollars.

Les tendances relatives à ces investissements en Ontario sont illustrées à la figure 16 de l'annexe C.

**La part du total des investissements en CR qui correspond aux investissements en début de croissance est demeurée soutenue après 2000.**



La figure 5 fait état de la progression des investissements de l'industrie canadienne du CR dans les entreprises en début de croissance (prédémarrage, démarrage, etc.) durant les cycles haussier et baissier de 1996-2004, en pourcentage du financement total.

Comme on l'a vu précédemment, le financement accordé aux entreprises en début de croissance a représenté environ le tiers du total des investissements annuels avant 2000 et 44 % cette année-là. Fait intéressant à souligner, lorsque le marché a commencé à se replier en 2001, cette part a tout de même atteint 61 %. En 2002-2003, le repli s'est accentué; les ressources affectées aux entreprises en début de croissance ne sont pas revenues à leur niveau d'avant 2000 – à tout le moins par rapport aux autres segments du marché – mais ont continué à représenter près de la moitié des mises de fonds.

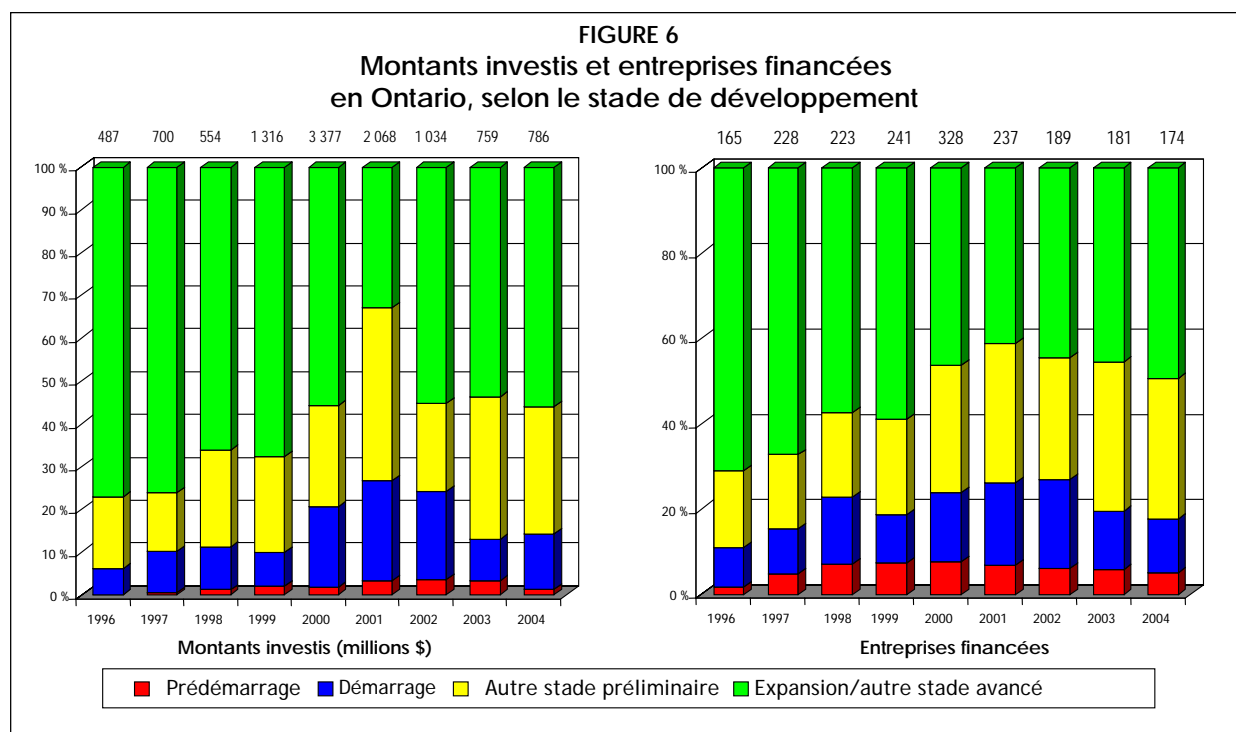
Par ailleurs, alors que les entreprises en prédémarrage ont obtenu à peine plus de 1 % de l'ensemble des investissements en CR avant 1999, leur part a atteint 2,8 % cette année-là et a eu tendance à se maintenir au-dessus de la barre des 2,0 % depuis. De même, entre 1996 et 1999, le financement de démarrage a représenté plus de 10 % du total, mais, en moyenne, a avoisiné les 18 % à partir de 2000.

En d'autres termes, depuis le début du cycle baissier, le CR investi en début de croissance a diminué en chiffres absolus, mais est dans une large mesure demeuré stable en termes relatifs.

Les gestionnaires professionnels interviewés ont soutenu que la stabilité de la part des investissements en début de croissance par rapport au financement total s'explique par l'influence constante des fonds équilibrés et spécialisés qui ciblent ce segment. Bien que ces fonds aient été confrontés à de graves difficultés ces dernières années, les professionnels du CR estiment qu'ils ont contribué à changer l'orientation du marché, éventuellement dans une optique à long terme.

Plusieurs professionnels de l'industrie croient également que les entreprises naissantes se sont accumulées à l'arrière dans les portefeuilles canadiens de CR en raison du ralentissement, les fonds ayant mis l'accent sur la survie des entreprises financées durant les années d'expansion.

### Ontario : la part du financement total versé aux entreprises en début de croissance a récemment diminué.



Par rapport à l'industrie canadienne du CR dans son ensemble, le segment des investissements en début de croissance (prédémarrage, démarrage, etc.) en Ontario a réagi de façon quelque peu différente à l'évolution du marché au cours des dernières années.

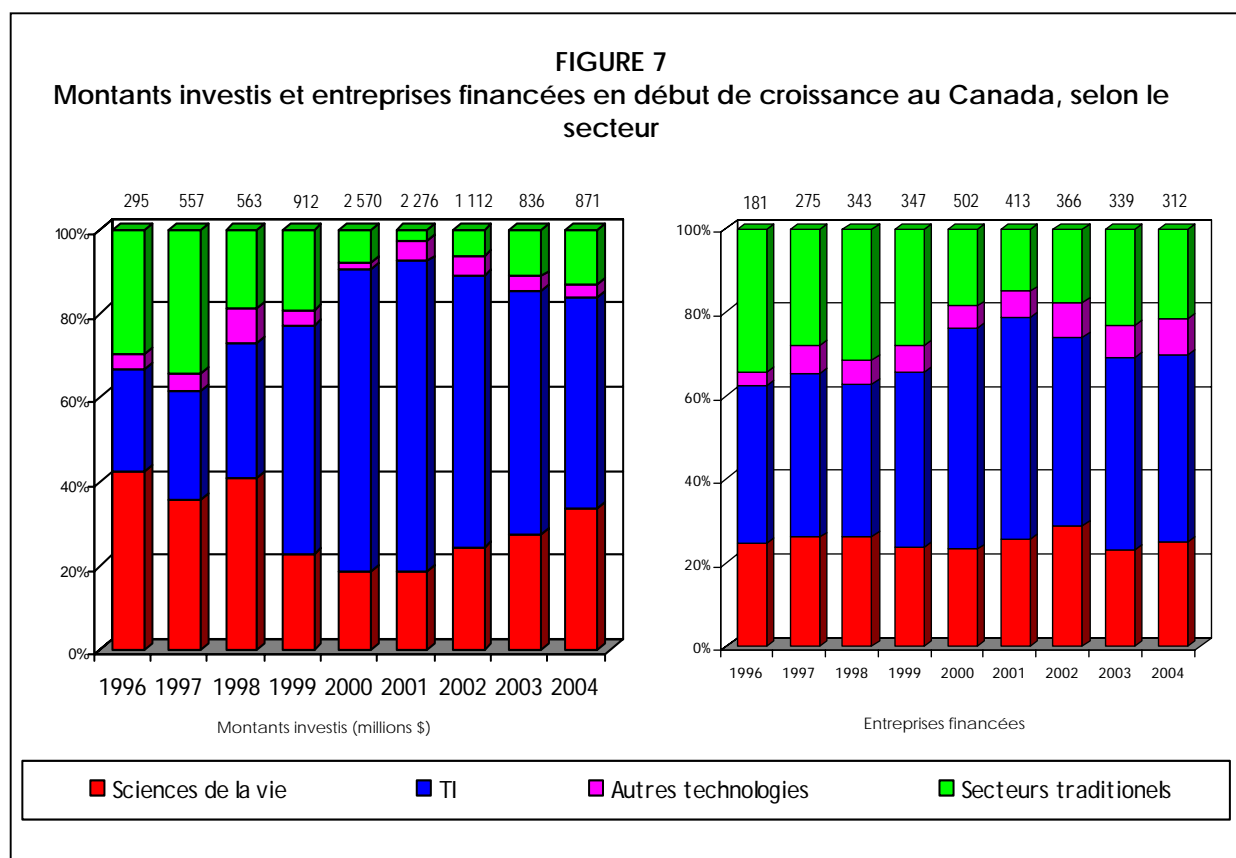
Lorsque le cycle baissier s'est installé en 2001, les entreprises en début de croissance de la province ont continué à obtenir une bonne part – 67 %, un sommet – du CR investi par l'industrie. De plus, durant les années subséquentes, ce pourcentage est demeuré relativement élevé par rapport à la période antérieure à 2000, comme ce fut aussi le cas à l'échelle du pays.

Au début, c'était le même scénario pour les transactions de prédémarrage conclues en Ontario. Celles-ci représentaient en moyenne de 3 à 4 % des ressources de l'industrie en 2001-2003, ce

qui excédait largement les niveaux enregistrés avant 2000. Toutefois, en 2004, la part des entreprises en prédémarrage de la province s'est établie à 1 %. De même, si les entreprises en démarrage ont obtenu environ le cinquième du total capital investi en 2000-2002, cela constitue un net recul par rapport à 2003 (10 %) et à 2004 (13 %).

La récente baisse des investissements dans les entreprises en démarrage et en prédémarrage de l'Ontario semble principalement attribuable à la diminution de la valeur des transactions. En 2004, le montant moyen investi dans les entreprises en prédémarrage s'est élevé à 1,1 million de dollars, comparativement à une moyenne de 2,3 millions l'année précédente; dans le cas des entreprises en démarrage, la moyenne a atteint 2,8 millions et 4,6 millions en 2003 et 2004, respectivement, contre 6,7 millions en 2002.

### Les nouvelles technologies déterminent les tendances des investissements en CR dans les entreprises en début de croissance.



Durant les dernières années du XX<sup>e</sup> siècle, l'industrie canadienne du CR s'est intéressée davantage non seulement aux entreprises en début de croissance, au détriment des entreprises plus matures, mais aux technologies, par opposition aux secteurs traditionnels. Bien entendu, ces deux tendances sont liées, car depuis la fin des années 1990, les entreprises en début de croissance sont généralement associées aux technologies de l'information, aux sciences de la vie et à d'autres secteurs d'innovation.

En effet, en 1999, les entreprises en début de croissance étaient réparties entre un large éventail de nouvelles technologies au Canada.

Cette année-là, la biopharmaceutique et les autres sciences de la vie ont pris la tête au chapitre des investissements en début de croissance, représentant près du quart des entreprises financées et des mises de fonds. Depuis, la proportion d'entreprises financées par CR qui proviennent de ce secteur est restée sensiblement la même, mais, en 2000-2001, le secteur des technologies de l'information lui a livré une concurrence plus vive en vue de l'obtention des ressources de l'industrie du CR.

En 2002-2004, les sciences de la vie ont effectué une remontée, en partie grâce au financement important accordé à plusieurs entreprises en début de croissance telles que Xanthus Sciences de la vie, de Montréal (30,8 millions de dollars américains, 2003) et Aspreva Pharmaceuticals, de Victoria, en Colombie-Britannique (57,0 millions de dollars américains, 2004). Avant, la valeur de la plupart des transactions de financement réalisées dans le secteur des sciences de la vie n'était pas aussi grande que dans les technologies de l'information.

En 1999, la croissance du financement accordé aux entreprises en début de croissance du secteur des technologies de l'information ne faisait aucun doute. Les produits Internet, un des segments dont la progression était la plus rapide, a obtenu 21 % des investissements en début de croissance cette année-là. Cependant, cette tendance a été de courte durée : en 2002, les mises de fonds avaient chuté pour s'établir à 4 %.

De plus, l'industrie s'est montrée de plus en plus enthousiaste à l'égard des nouvelles entreprises de communications et de réseautique en 1999, comme en témoignent les montants exceptionnellement élevés accordés à des entreprises de fibre optique et de photonique en début de croissance. En 2000-2001, les entreprises de ces secteurs, qui recevaient rarement plus de 10 % des investissements en début de croissance, ont récolté près du tiers des dollars investis. Mentionnons notamment Tropic Networks d'Ottawa, qui a obtenu 60 millions de dollars américains lors de son démarrage, en 2000.

Réalités du marché obligent, de nombreuses entreprises de télécommunications naissantes ont persévéré, tandis que d'autres (p. ex., Ceyba d'Ottawa) n'ont pas réussi à surmonter la volatilité qui a caractérisé 2002. Récemment, l'industrie a recommencé à s'intéresser aux entreprises en début de croissance du secteur des communications, tout particulièrement celles œuvrant dans plusieurs segments clés tels que les produits sans fil.

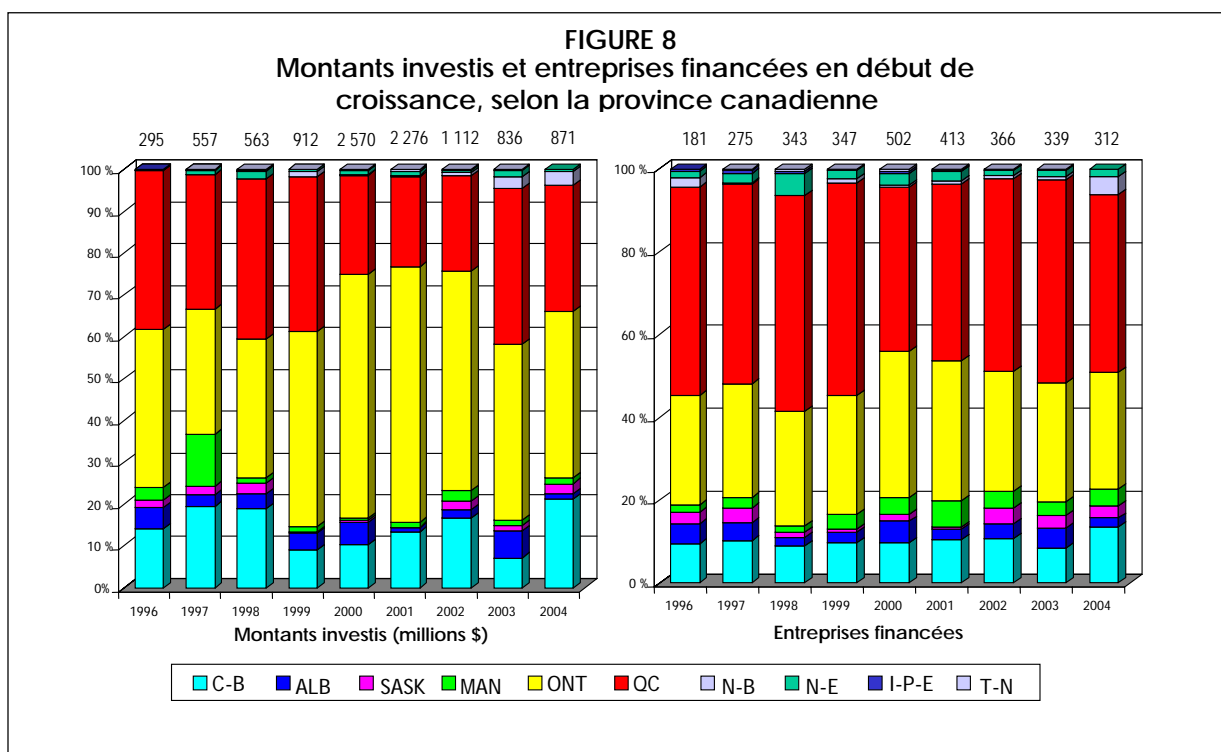
Les tendances relatives aux autres jeunes entreprises des technologies de l'information ont fluctué de façon similaire. Malgré des variations cycliques, la part des investissements en début de croissance correspondant aux entreprises de produits électroniques et de semi-conducteurs est demeurée assez constante, comme celle des entreprises de logiciels.

En 2003 et en 2004, la conjoncture du marché nord-américain semblait plus propice aux acquisitions et aux placements initiaux de titres financés par CR. Plusieurs sociétés canadiennes de technologie qui avaient amorcé leur croissance depuis peu en ont bénéficié; en voici des

exemples notoires : Akara Corporation et Catena Networks (télécommunications) d'Ottawa, Q9 Networks (Internet) et Workbrain Corporation (logiciels) de Toronto, Chantry Networks (télécommunications) de Mississauga et QuestAir Technologies (énergie de remplacement) de Burnaby, en Colombie-Britannique.

Les tendances relatives à ces investissements en Ontario sont illustrées à la figure 17 de l'annexe C.

## Concentration des investissements en début de croissance en C.-B., en Ontario et au Québec



Les investissements en début de croissance sont étroitement liés aux tendances observées dans les grappes sectorielles des grands centres urbains du pays, par exemple Montréal (grappe des sciences de la vie) et Ottawa et Toronto (grappe des technologies de l'information et des télécommunications). À l'instar des grappes sectorielles, les flux de transactions de CR ont évolué au fil du temps.

La figure 8 illustre la ventilation du financement par CR selon les grappes sectorielles à l'échelle provinciale.

Entre 1996 et 2004, les investissements en début de croissance ont été concentrés dans les trois plus grandes provinces du pays : la Colombie-Britannique, l'Ontario et le Québec. Durant cette période, ces provinces regroupaient en effet de 85 à 90 % des entreprises financées et ont obtenu plus de 90 % du total investi.



Depuis le milieu des années 1990, près de la moitié des entreprises en début de croissance (prédémarrage, démarrage, etc.) qui sont financées par CR à l'échelle nationale sont situées au Québec. Pendant la même période, la part de l'Ontario s'est située entre 25 et 30 %, sauf en 2000-2001, où elle s'est établie à quelque 35 %.

Durant la période 1996-1998, l'Ontario et le Québec étaient presque à égalité au chapitre du total des investissements en début de croissance. La situation a changé en 1999, année où la conclusion de transactions de financement de plus en plus importantes dans les technologies de l'information a porté la part de l'Ontario à 46 %. En 2000, 58 % des investissements en début de croissance de l'industrie canadienne du CR ont été canalisés vers cette province, un niveau qui n'a guère baissé jusqu'en 2004.

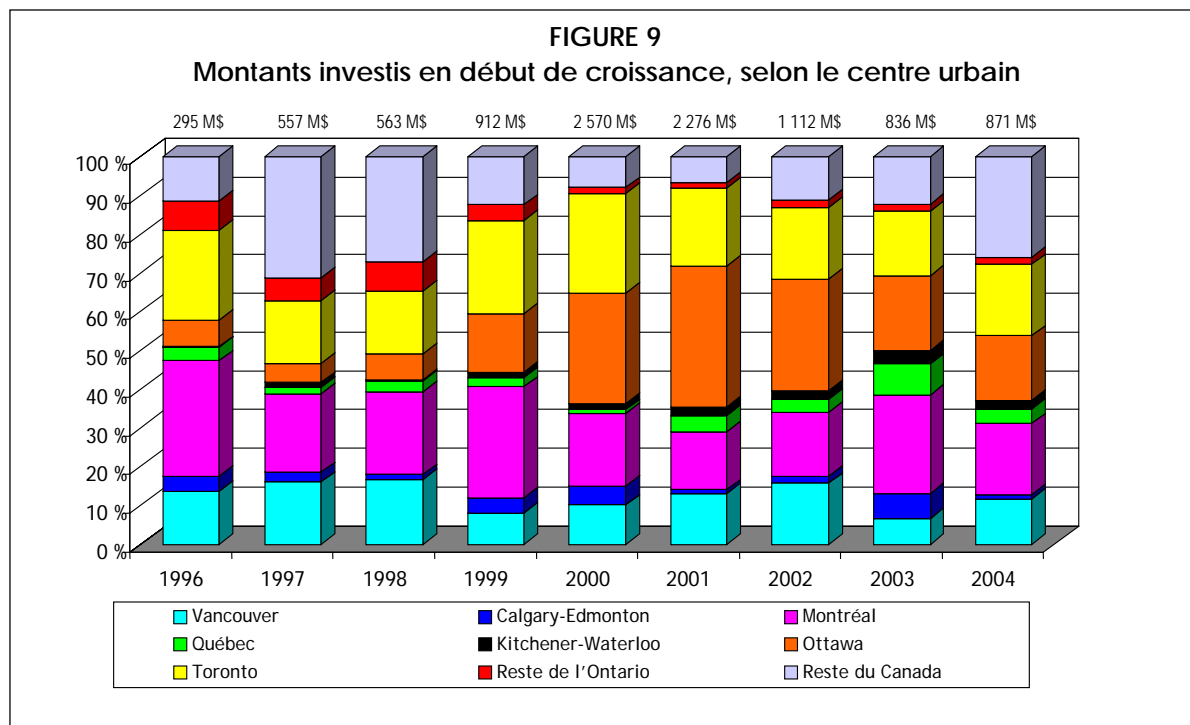
Les différences relatives à l'intensité du capital des différents secteurs contribuent à expliquer l'écart entre l'Ontario et le Québec depuis 1999. Par exemple, étant donné que les sciences de la vie représentent une plus grande proportion des transactions d'investissement en début de croissance au Québec et que la valeur des transactions réalisées dans ce secteur est souvent inférieure à celles des télécommunications et des technologies de l'information, il n'est pas étonnant que, lorsque ces investissements ont culminé à l'échelle nationale – en 2000 – le capital investi par entreprise s'établissait en moyenne à 3,1 millions de dollars dans cette province, comparativement à 8,5 millions de dollars en Ontario.

Entre 1996 et 2004, la proportion d'entreprises en début de croissance financées par CR à l'échelle nationale qui étaient exploitées en Colombie-Britannique a constamment été d'environ 10 %. La part de la province du capital investi a cependant fluctué davantage (7 % en 2003 contre 21 % en 2004), mais s'est située en moyenne entre 10 et 15 %.

Dans les Prairies, le pourcentage d'entreprises en début de croissance qui sont financées par CR est également demeuré assez constant durant cette période – environ 10 % du total national annuel –, et les mises de fonds ont généralement oscillé entre 5 et 8 %.

Dans les provinces de l'Atlantique, le pourcentage d'entreprises en début de croissance financées par CR a représenté de 3 à 5 % du total canadien durant la période 1996-2004. Jusqu'en 2002, cette région a rarement obtenu plus de 2 % des mises de fonds totales; cependant, sa part a atteint 4 % en 2003 et en 2004.

## Les grandes villes canadiennes obtiennent le gros des investissements en début de croissance.



La figure 9 donne une idée plus précise de la répartition géographique des investissements en début de croissance au Canada en faisant ressortir les tendances selon la ville et la région. Les données montrent avant toutes choses que les investissements en CR sont concentrés dans les grands centres urbains et sont principalement aiguillés vers les grappes sectorielles locales ayant atteint une certaine masse critique.

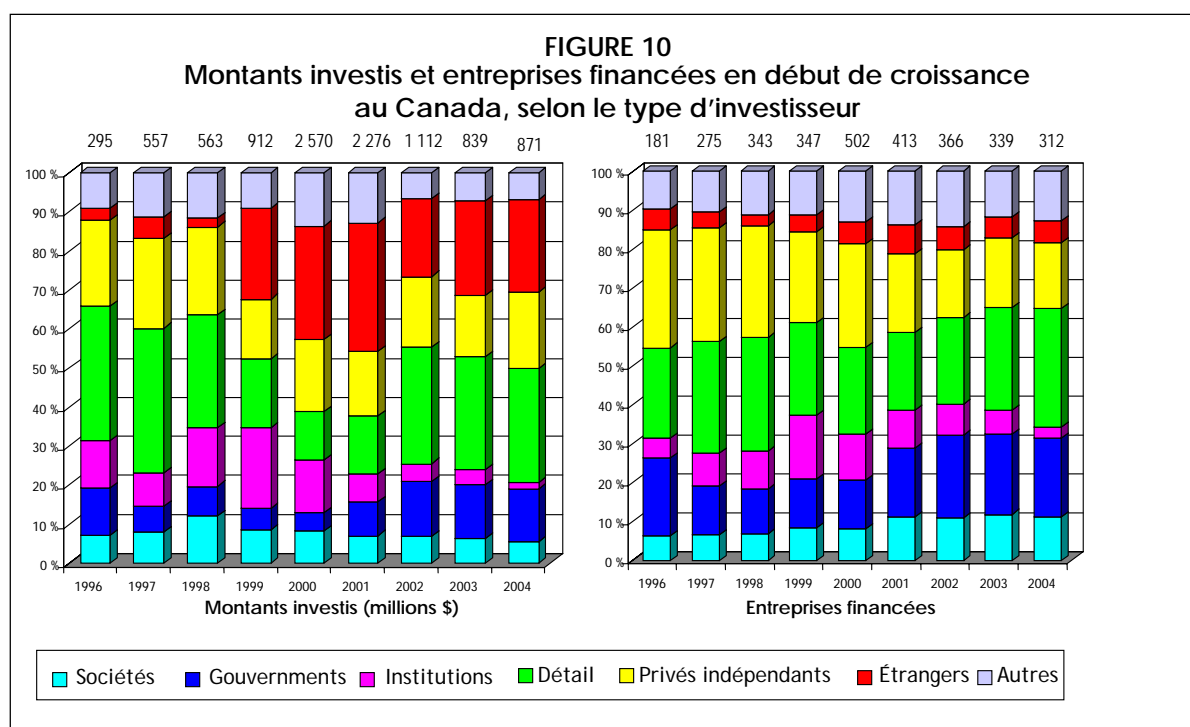
Si l'Ontario a obtenu la plus grande part des investissements en début de croissance (prédémarrage, démarrage, etc.), c'est traditionnellement la région métropolitaine de Toronto qui en a été le principal bénéficiaire. À la fin des années 1990, cette région a obtenu approximativement le cinquième du total national. Toutefois, durant cette période, la région de Montréal a pris le premier rang en attirant environ le quart des mises de fonds.

En 2000, le contexte a beaucoup changé, le climat d'investissement étant de plus en plus effervescent dans la vallée de l'Outaouais. Cette année-là, et jusqu'en 2003, les importantes transactions conclues avec des télécoms et d'autres entreprises de technologie de l'information en début de croissance ont assuré à la région environ 30 % du total du capital investi dans ce segment à l'échelle nationale.

Dans le cycle post-expansion, les investissements en début de croissance ont été mieux répartis entre les régions, des communautés telles que Kitchener-Waterloo et Québec ayant accru leur part des mises de fonds.

Après la région de Toronto et les régions de Montréal et d'Ottawa, c'est généralement Vancouver qui a obtenu la plus grande part des investissements en début de croissance. Voilà qui n'a rien d'étonnant, puisque cette ville a presque toujours été la plaque tournante du CR en Colombie-Britannique, comme la région de Calgary-Edmonton en Alberta.

### Les fonds de détail et les fonds privés ont le plus investi dans les entreprises en début de croissance.



À des degrés divers, les entreprises en début de croissance intéressent tous les types de fonds qui composent l'industrie canadienne du CR : fonds de société, fonds gouvernementaux, fonds institutionnels, SCRT et autres fonds de détail, et fonds privés indépendants.

Cela dit, des changements importants sont survenus durant la période 1996-2004 relativement à l'importance accordée par les fonds canadiens aux entreprises en début de croissance (prédémarrage, démarrage, etc.), ainsi qu'à leurs sources nationales et étrangères de capital.

Dans l'industrie du CR, ce sont les SCRT/fonds de détail et les fonds privés indépendants qui ont été les moteurs des investissements en début de croissance depuis 1996, tant du point de vue du nombre d'entreprises soutenues que du capital injecté.

Les fonds privés indépendants et les fonds de détail ont souvent réalisé un pourcentage comparable du total des investissements en début de croissance. Par exemple, les fonds privés ont dominé l'industrie durant les années d'expansion de 2000 et de 2001, ayant à leur actif 27 et de 20 % du nombre total d'entreprises financées, respectivement, alors que la part des fonds de détail a augmenté progressivement, passant de 22 %, en 2002, à 30 % en 2004.

Les SCRT/fonds de détail ont eu tendance à dominer au chapitre du capital investi dans les entreprises en début de croissance, tout particulièrement avant 1999 et après 2001, lorsque les mises de fonds de détail ont représenté en moyenne quelque 30 % du total annuel. Les fonds privés sont généralement à l'origine de près d'un cinquième des investissements de CR en début de croissance, même si une légère baisse de régime a été constatée après les cycles d'expansion.

Règle générale, l'impact des fonds de détail sur les investissements en début de croissance pendant les cycles antérieurs et postérieurs à une expansion économique s'explique par les règles législatives qui les régissent. Ces règles ont eu tendance à assurer la constance des mises de fonds des SCRT en période de consolidation du marché.

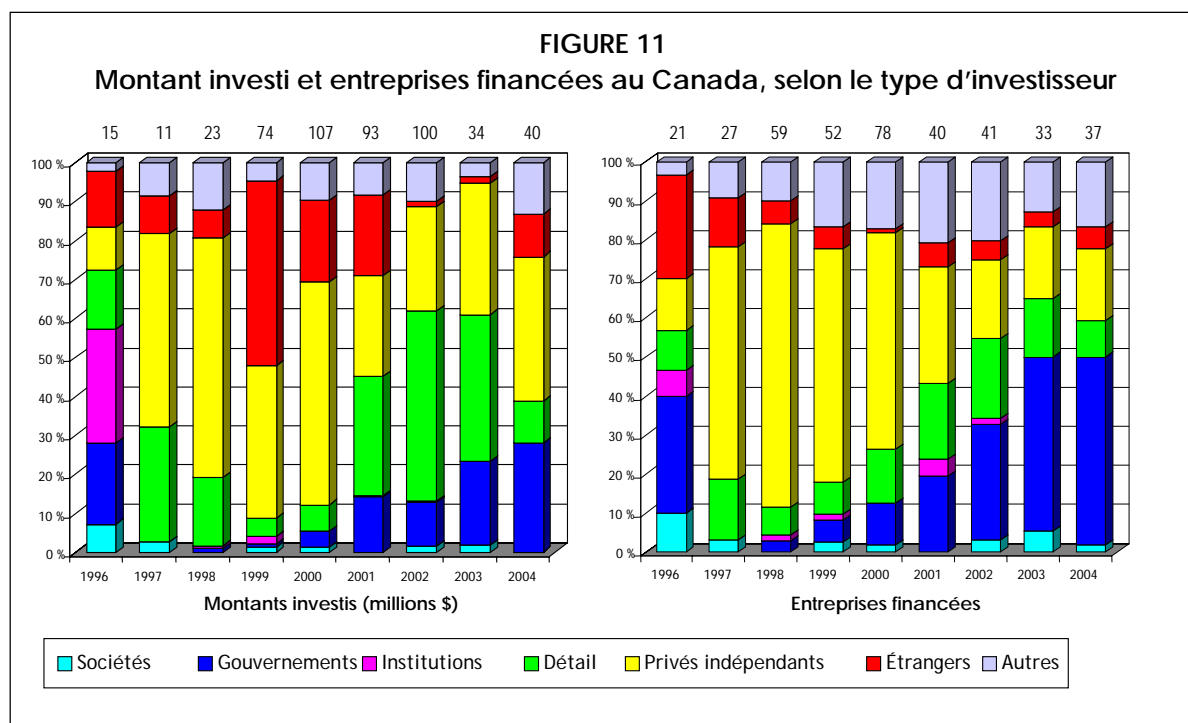
En chiffres absolus, les fonds privés et de détail ont investi davantage dans les entreprises en début de croissance en 2004, comparativement à 2003.

La constance des investissements caractérise également les fonds gouvernementaux, par exemple Capital de risque BDC dans l'ensemble du pays, et les fonds Innovatech au Québec. Durant la période à l'étude, les fonds gouvernementaux ont généralement occupé le troisième rang de l'industrie canadienne au plan de l'importance des investissements en début de croissance; leur participation a enregistré sa plus forte hausse en 2002-2004, pour s'établir à quelque 14 % du total.

Une autre tendance importante est liée aux investisseurs non résidents (voir la figure 12). À partir de 1999, lorsqu'ils ont pour la première fois fait leur marque sur le marché canadien, les investisseurs étrangers ont donné de vastes ressources aux consortiums d'investissement en début de croissance. Ainsi, pour la période 1999-2001, les non-résidents représentaient le principal groupe d'investisseurs en pourcentage du total annuel et, de 2002 à 2004, étaient devancés uniquement par les fonds de détail.

Les tendances relatives à l'Ontario sont illustrées à la figure 18 de l'annexe C.

## Les investissements de prédémarrage ont principalement été effectués par un noyau important de fonds de CR.



Lorsqu'on analyse uniquement les investissements de prédémarrage, le profil de l'industrie canadienne est quelque peu différent. Par exemple, lorsque le dynamisme du marché a reposé sur les transactions de prédémarrage en 1998, ce sont les fonds privés indépendants qui étaient en tête de peloton, ayant à leur actif 72 % des entreprises financées et 61 % du capital investi. Ces fonds ont conservé leur longueur d'avance en 1999-2000.

Même durant le cycle baissier, les fonds privés ont continué à investir au même rythme : en 2003 et en 2004, leur part du total des investissements de prédémarrage s'est maintenue à 34 et à 37 %, respectivement.

Les fonds gouvernementaux et les SCRT/fonds de détail ont également joué un rôle crucial dans le cadre de la conclusion des transactions de prédémarrage, surtout lorsque le marché a commencé à ralentir en 2001. Les fonds de détail ont été la principale source de financement de ces entreprises durant la période 2001-2003 – représentant 31, 49 et 38 % des investissements, respectivement – et les fonds gouvernementaux ont réalisé un fort pourcentage de financements d'entreprises pendant la même période et en 2004 (48 % du marché).

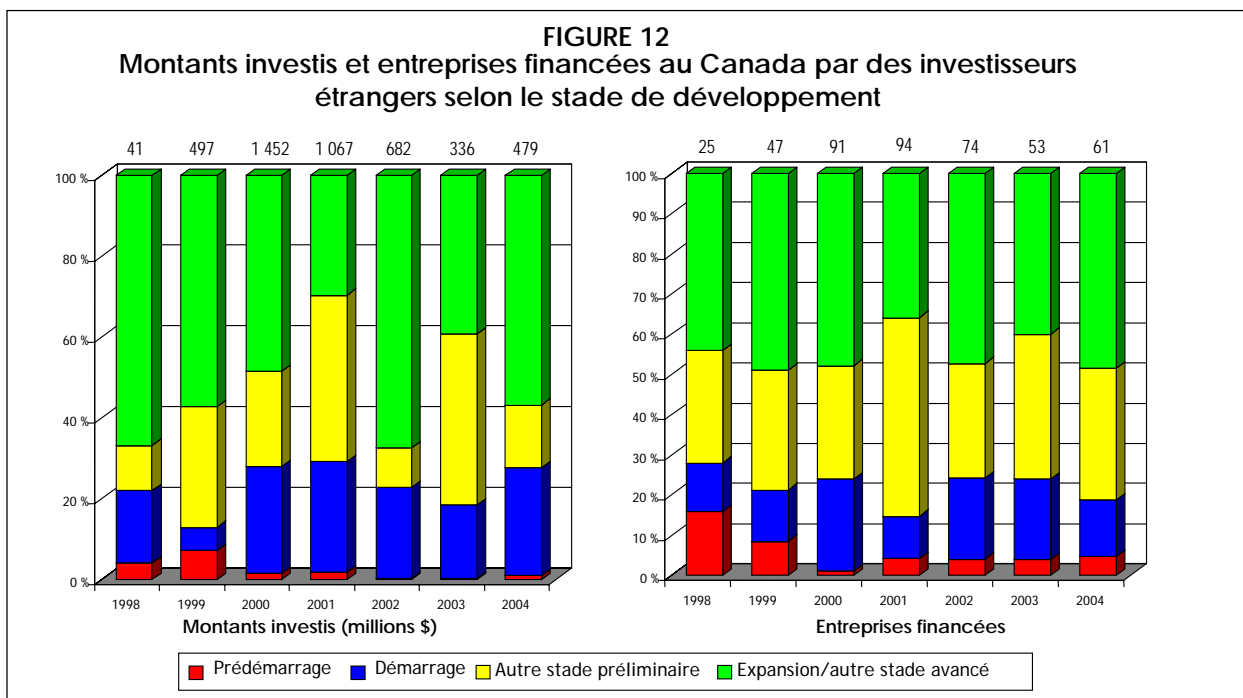
Comme nous l'avons mentionné précédemment, les investissements de prédémarrage majeurs qui ont été effectués depuis 1998 s'expliquent dans une large mesure par la création, au milieu et à la fin des années 1990, de fonds équilibrés et spécialisés qui s'intéressent aux entreprises en début de croissance.

Parmi les fonds de capital de risque qui ont été les plus actifs au Canada, mentionnons Axis Capital Corporation, Capital de risque BDC, Brightspark Ventures, Celtic House Venture Partners, Genesys Capital Partners, GrowthWorks, les fonds Innovatech du Québec, MedTech Partners, MSBi Capital, Skypoint Capital Corporation/Venture Coaches, T2C2 Capital, Tech Capital Partners, VenGrowth Capital Partners et Ventures West Management (qui gère également l'Eastern Technology Seed Investment Fund et le Western Technology Seed Investment Fund).

Cette liste est tirée de la base de données de Macdonald & Associates. Nous avons passé en revue les fonds qui ont effectué entre 4 et 29 transactions de prédémarrage durant la période 1999-2004. Capital de risque BDC est arrivée en tête de liste.

Les tendances relatives à l'Ontario sont illustrées à la figure 19 de l'annexe C.

### Les investisseurs de CR américains ont contribué à la forte croissance de quelques entreprises naissantes.



Comme on l'a vu précédemment, les investisseurs étrangers ont joué un rôle prépondérant au chapitre des investissements en début de croissance au Canada, à tout le moins depuis 1999. Depuis, les non-résidents, principalement par l'entremise de fonds de CR ayant leur siège aux États-Unis, ont généralement réalisé entre le quart et le tiers de ces investissements.

Toutefois, quelques entreprises naissantes seulement ont bénéficié de ces capitaux considérables. Durant la même période, de 5 à 6 % des entreprises en début de croissance qui obtenaient du CR ont été financées par des sociétés étrangères. Cet écart est révélateur de l'importance des montants que les fonds américains ont injectés en tant que co-investisseurs dans certaines

entreprises des secteurs des communications, d'autres technologies de l'information, et, ces dernières années, des sciences de la vie.

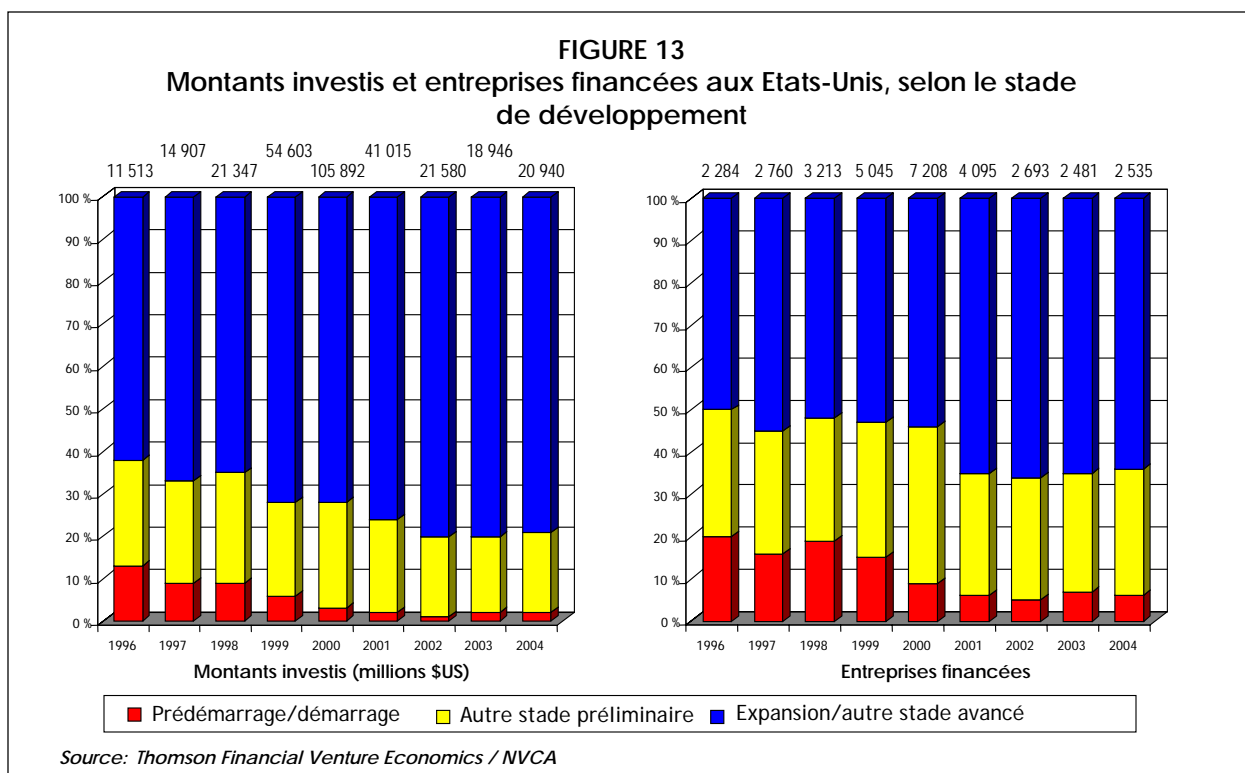
Comme le montre la figure 12, ce sont principalement les entreprises en démarrage et les autres entreprises naissantes qui ont bénéficié des investissements en début de croissance des fonds américains et des autres non-résidents, très souvent en partenariat avec un ou plusieurs fonds de CR canadiens. Les gestionnaires professionnels interviewés conviennent que cela pourrait donner une indication de la valeur de la participation étrangère aux transactions, étant donné que les entreprises naissantes à forte croissance gravissent l'échelle des investissements.

Les non-résidents ont moins réalisé de transactions de prédémarrage, malgré des exceptions notables, par exemple Inkra Networks en 2000, dont il a été question précédemment, et NewStep Networks d'Ottawa en 2002 (22,0 millions de dollars).

Certains des investisseurs étrangers qui ont le plus participé au financement d'entreprises canadiennes en début de croissance (là encore, d'après le nombre d'entreprises financées) sont situées en Nouvelle-Angleterre et en Californie. Mentionnons Draper Fisher Jurvetson, Intel Capital Corporation, InterWest Partners, Kodiak Venture Partners, Menlo Ventures, Morgenthaler Ventures, Siemens Venture Capital, et Venture Investment Management Company (VIMAC).

Les tendances relatives à l'Ontario sont illustrées à la figure 20 de l'annexe C.

## L'industrie américaine du CR finance davantage les entreprises parvenues à un stade avancé.



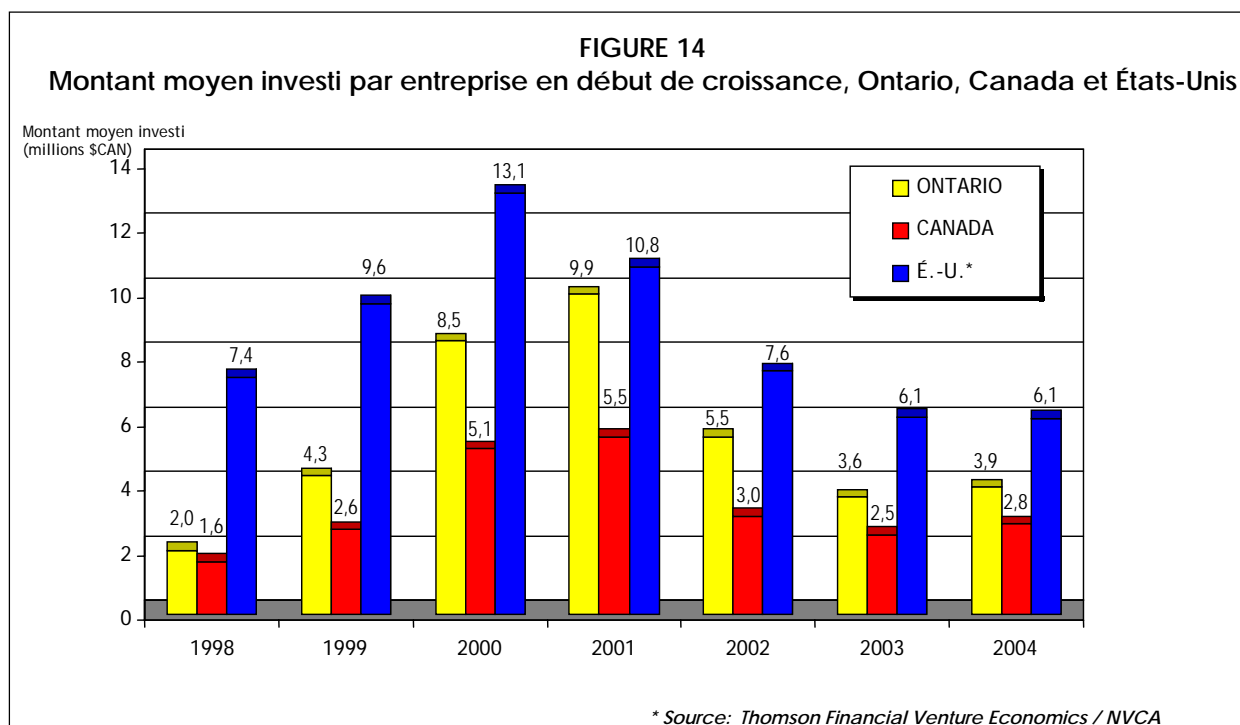
Selon Thomson Venture Economics, l'industrie américaine du CR a beaucoup investi dans les entreprises en début de croissance, en prédémarrage et en démarrage notamment, dans les années 1980. Cependant, dans les années 1990 et depuis 2000, elle a généralement mis l'accent sur les entreprises en expansion ou arrivées à un stade avancé de développement.

Vers la fin des années 1990, les entreprises en début de croissance représentaient près de la moitié du nombre total d'entreprises financées aux États-Unis. De même, en 2000, lorsque le marché était à son plus haut, 46 % du nombre record (7 208) d'entreprises financées par CR dans ce pays étaient en début de croissance. Durant le ralentissement qui a suivi, l'industrie américaine dans son ensemble a très fortement réduit ses investissements, et ce pourcentage a également diminué pour s'établir en moyenne à 35 % par année.

C'est sensiblement la même tendance qui se dégage du capital investi dans les entreprises en début de croissance pendant cette période. Durant les dernières années du XX<sup>e</sup> siècle, ces entreprises ont obtenu environ 30 % du total annuel, et en 2000, 27 %. Par la suite, elles ont généralement attiré tout au plus le cinquième des ressources de l'industrie américaine du CR.

Comme au Canada, les investissements en début de croissance ont augmenté aux États-Unis en 2004, 4,2 milliards de dollars américains ont été injectés au total, comparativement à 3,8 milliards l'année précédente.

### Les entreprises américaines en début de croissance ont obtenu plus de deux fois plus d'argent.





Depuis un certain temps, les comparaisons entre les industries canadienne et américaine du CR au chapitre du montant investi par entreprise font ressortir un écart important. Par exemple, en 2004, le financement total (tous les stades de croissance confondus) s'est établi en moyenne à 3,0 millions de dollars au Canada, soit de trois à quatre fois moins qu'aux États-Unis (10,9 millions de dollars canadiens).

Comme le montre la figure 14, l'écart relatif aux investissements en début de croissance est un peu moins grand. Depuis 2000, le capital injecté dans ce segment au Canada a généralement correspondu à moins de la moitié de la moyenne américaine.

La situation est un peu plus rose en Ontario, où les importantes transactions conclues avec des entreprises naissantes de technologie de l'information ont fait grimper la moyenne provinciale aux deux tiers de la moyenne américaine en 2000, et même à un niveau plus élevé en 2001. Cependant, durant la période 2002-2004, le financement moyen des entreprises ontariennes en début de croissance a généralement été inférieur à celui de leurs homologues américaines d'au moins 30 %.

Les professionnels du CR interviewés ont accordé beaucoup d'importance à cette question (voir la section III.3, **Les entreprises en début de croissance sont sous-capitalisées par rapport à leurs concurrents**). De l'avis de certains, des transactions moins importantes confèrent des avantages à l'industrie canadienne (réduction des coûts); cependant, la plupart ont reconnu que cela la désavantageait nettement face à la concurrence à long terme, compte tenu de l'importance du délai de mise en marché pour les nouvelles entreprises novatrices.

### **III. Résultats d'une enquête auprès de professionnels canadiens et américains du CR**

#### **III.1 Déroulement de l'enquête**

Afin de faire la lumière sur les récentes tendances des investissements en début de croissance au Canada, Macdonald & Associates a interviewé des gestionnaires professionnels de haut niveau de l'industrie du CR, ainsi que des investisseurs providentiels de premier plan (la liste complète est présentée à l'annexe A).

Macdonald & Associates a rédigé un questionnaire afin d'inciter les personnes interviewées à se prononcer sur de nombreuses questions pertinentes. Ce questionnaire invitait entre autres les investisseurs providentiels et les gestionnaires de fonds de CR à classer les principaux obstacles aux investissements en début de croissance sur le marché canadien.

Des professionnels de haut niveau représentant 15 sociétés de CR exerçant leurs activités au Canada ont été interviewés de décembre 2004 à janvier 2005. En général, ces professionnels géraient des fonds de CR équilibrés ou spécialisés investissant dans les entreprises en début de croissance de l'ensemble du pays ou de certaines provinces ou régions.

De plus, des professionnels expérimentés représentant deux grandes organisations d'investisseurs providentiels du Canada ont été interviewés durant la même période. Bien que ces organisations aient des intérêts diversifiés en matière de CR, leurs activités sont concentrées en Ontario.

Enfin, afin de compléter les réponses, Macdonald & Associates a également interviewé des gestionnaires de fonds de CR américains. À l'aide d'un questionnaire comparable, on a tenté d'amener ces gestionnaires à faire un bilan à long terme de leur participation au capital des entreprises en début de croissance de leur pays, afin d'avoir une rétroaction sur les leçons apprises.

Des professionnels de haut rang de quatre sociétés de CR américaines ont été interviewés en janvier 2005. En général, ces personnes géraient des fonds spécialisés de CR qui investissent dans les entreprises en début de croissance et connaissaient le marché canadien du CR.

Les résultats de l'enquête sont résumés dans les trois prochaines sections :

La section III.2 décrit brièvement les relations entre les principaux participants aux investissements en début de croissance effectués par l'industrie canadienne du CR à l'heure actuelle. Le gros de l'information présentée dans cette section est tiré des interviews avec des investisseurs providentiels et des gestionnaires de fonds de CR. Cette section fait également un survol des réponses aux questions d'enquête à partir de la figure 15, Principaux obstacles aux investissements en début de croissance au Canada – évaluation de leur importance par les gestionnaires professionnels.

À la section III.3, les commentaires des gestionnaires professionnels sont analysés plus en détail, toujours à partir de la figure 15. En général, les commentaires des répondants canadiens et américains ont été intégrés et, au besoin, sont assortis d'exemples et d'illustrations.

La section III.4 traite de certaines des recommandations en matière de politique publique qui ont été formulées à partir des résultats de l'enquête, notamment des propositions des professionnels du CR reflétant leur évaluation des principaux obstacles.

### **III.2 Survol des résultats de l'enquête**

À l'heure actuelle, toute une gamme d'investisseurs, qui font partie ou non du marché, financent les entreprises en début de croissance au Canada. Parmi les participants du marché, les plus importants sont les investisseurs providentiels, les fonds équilibrés ou spécialisés qui mettent du CR à la disposition des entreprises en début de croissance, ainsi que diverses sources de capital de participation de l'industrie canadienne, de l'extérieur de l'industrie et de l'étranger.

#### ***Rôle des investisseurs providentiels***

Les investisseurs providentiels sont essentiels à la réussite du marché du CR, tout particulièrement en ce qui concerne le financement de démarrage et des étapes antérieures. Des études ont montré que, si la plupart d'entre eux sont des personnes scolarisées à richesse nette élevée, ce sont ceux ayant de l'expérience entrepreneuriale dans des secteurs technologiques particuliers qui jouent un rôle de catalyseur lorsqu'une entreprise à forte croissance fait ses premiers pas (p. ex., voir Riding, Madill et Haines, Practices and Patterns of Informal Investors, 2001). Cela s'explique du fait que, souvent, l'apport de ces investisseurs ne se limite pas au financement de risque, mais englobe également un solide savoir-faire en création d'entreprises.

En mettant ces compétences en profit, les investisseurs providentiels peuvent évaluer l'expertise des entrepreneurs fondateurs éventuels, ainsi que le potentiel de commercialisation des innovations et des idées exclusives. En ce sens, les investisseurs providentiels présélectionnent les transactions de CR, un rôle essentiel qui leur confère une importance inestimable pour les investisseurs qui pourraient se joindre à eux durant les rondes de financement subséquentes.

Les investisseurs providentiels sont parfois qualifiés d'investisseurs « informels ». Selon un professionnel du CR interviewé dans le cadre de la présente étude, dans un sens, ce mot décrit parfaitement le fait qu'ils interviennent sur place auprès des entreprises en début de croissance, car ils établissent souvent des liens étroits et créatifs avec les entrepreneurs fondateurs. En effet, à ce niveau, il n'est pas rare que l'investisseur se confonde avec l'entrepreneur fondateur, car il l'encadre, lui donne une vue d'ensemble du marché, au besoin, et se penche sur tous les aspects de la nouvelle entreprise.

#### ***Des investisseurs providentiels qui privilégient la « collectivisation »***

Les investisseurs providentiels interviennent seuls ou en association avec d'autres. Aux États-Unis, où le marché du CR est très évolué, de nombreux investisseurs providentiels ont pris le virage « collectivisation » en joignant de nombreux homologues au sein de groupes tels que Band of Angels et Tech Coast Angels, de la Californie. Ces organisations, qui ont les mêmes caractéristiques que les fonds de l'industrie du CR, prennent parfois la forme de consortiums à des fins d'investissement.

Tout indique que cette tendance se dessine sur le marché canadien. Par exemple, Band of Scoundrels et Purple Angels sont devenus des intervenants clés à Ottawa depuis leur création par des investisseurs providentiels locaux en 2001. En 2004, ces groupes ont décidé d'accroître la participation des investisseurs providentiels par l'entremise de l'Ottawa Angel Alliance (OAA), qui, jusqu'à maintenant, a attiré 60 membres. Une organisation similaire, le Toronto Angel Group (TAG), qui compte actuellement 40 membres, a poursuivi sa croissance en collaboration avec le Toronto Venture Group (TVG).

La « collectivisation » des investisseurs providentiels est importante, car des organisations telles que l'OAA et le TAG permettent à leurs membres de réduire les risques en mettant en commun l'expertise, les réseaux et les ressources; en leur assurant des transactions de qualité, un bon rapport coût-efficacité et d'autres types de soutien stratégique. C'est pourquoi la collectivisation est synonyme non seulement de nouvelles occasions, mais, aux dires d'un investisseur providentiel interviewé dans le cadre de la présente étude, « de sécurité grâce à la supériorité numérique ».

#### *Investisseurs providentiels et gestionnaires de fonds de CR*

Le phénomène des investisseurs providentiels organisés augmente probablement l'efficacité de l'industrie du CR. Entre autres, ils sont des modèles pour les fonds de CR désireux de jouer un tel rôle. Cela comprend les fonds visant les entreprises en début de croissance qui, au fil des ans, ont poursuivi leur pénétration d'un marché en tant qu'investisseurs providentiels.

Les répondants de l'enquête ont commenté la question des investissements en début de croissance effectués par les participants au marché. Suivant une opinion largement répandue, les investisseurs providentiels et les gestionnaires de fonds de CR ont des atouts très différents, ce qui explique en partie pourquoi ils collaborent généralement dans le cadre des transactions de prédémarrage et de démarrage.

Nombre des forces de l'investisseur providentiel ont déjà été décrites. En effet, ses caractéristiques uniques expliquent pourquoi certains fonds préfèrent recourir aux investisseurs providentiels afin de présélectionner les entreprises en début de croissance dans laquelle on a déjà injecté de la valeur. En revanche, certains fonds de CR se sont structurés de manière à jouer le même rôle de bâtisseur d'entreprises que les investisseurs providentiels, principalement en réunissant l'expérience et les compétences nécessaires au sein d'équipes de commandités.

Si le caractère informel des investisseurs providentiels leur confère un certain dynamisme dans les efforts qu'ils déploient auprès des entreprises en début de croissance, il peut également, selon certains répondants, favoriser un manque d'organisation et de discipline. En revanche, les gestionnaires de fonds ont à leur actif des années d'expérience en gestion de l'économie des cycles de CR, ainsi qu'une approche structurée pour les procédures de diligence raisonnable, les accords d'investissement et le suivi. Ce ne sont là que quelques éléments qui confirment que les fonds de CR sont une source de valeur pour les investisseurs providentiels.

Les répondants de l'enquête ont convenu que les investisseurs providentiels tiennent tout particulièrement à ce que l'entreprise en début de croissance réussisse, compte tenu de l'importance de leur investissement personnel. Quoiqu'il en soit, les investisseurs providentiels et les fonds de CR, qui ont une optique commune, estiment que leurs intérêts convergent lorsqu'une entreprise en début de croissance se développe et obtient des capitaux durant les rondes de financement subséquentes. D'autres partenaires pourraient alors entrer en scène au sein d'un consortium de financement, mais selon l'état du marché, le prix qui leur est imposé est parfois très élevé (du point de vue des investisseurs existants).

### *Rôle des co-investisseurs*

Les investisseurs providentiels et les fonds qui soutiennent les entreprises en début de croissance accordent beaucoup d'importance aux co-investisseurs de confiance qui contribuent à toutes les étapes du processus. Par exemple, pour arriver à une capitalisation optimale des transactions, les investisseurs principaux ont tendance à privilégier les fonds de CR nationaux ou étrangers qui ont une orientation compatible (sectorielle par exemple), ou ceux avec lesquels ils ont obtenu de bons résultats par le passé.

Lorsqu'ils se font rares ou lorsque la mise de fonds exigée est exceptionnellement importante, les investisseurs principaux peuvent se tourner vers d'autres membres de l'industrie ou encore vers des sources extérieures telles que sociétés, institutions financières, administrations publiques et investisseurs institutionnels canadiens.

Les co-investisseurs sont également prisés pour leur importance stratégique. Pour financer des entreprises en début de croissance, les investisseurs principaux préfèrent parfois s'associer à des investisseurs providentiels et à des gestionnaires de fonds de CR partageant la même optique en raison de leur réputation de bâtisseurs d'entreprises et de leurs vastes réseaux.

Dans les rondes de financement subséquentes, il arrive que le consortium cherche à intégrer des associés spécialisés dans les entreprises à une étape plus avancée, par exemple lorsqu'une société de portefeuille doit se préparer pour un placement initial de titres. Les fonds de CR américains sont de plus en plus populaires en tant que co-investisseurs, en raison de leur vaste expérience du marché, ainsi que de l'accès à un plus large éventail de capitaux et de marchés de clients, entre autres.

### *Évaluation des obstacles aux investissements en début de croissance*

Les gestionnaires professionnels de l'industrie du CR devaient évaluer 13 obstacles majeurs aux investissements en début de croissance (prédémarrage, démarrage, etc.) au Canada. Cette liste d'obstacles avait été établie par un petit groupe de discussion composé de professionnels de l'industrie et d'analystes avant que Macdonald & Associates ne rédige le questionnaire d'enquête. Sur une échelle de 1 à 5, les répondants devaient indiquer l'importance accordée aux obstacles en tant que facteurs persistants sur le marché canadien.

Les résultats de cet exercice sont présentés à la figure 15.

**FIGURE 15 : Principaux obstacles aux investissements  
en début de croissance au Canada**  
Évaluation de leur importance par les gestionnaires professionnels  
(5 = très important, 1 = pas important)

Trop peu de gestionnaires de fonds possèdent les compétences et l'expérience requises.	4,4
Les fonds d'investissement en CR en début de croissance manquent d'envergure.	4,3
Les entreprises en début de croissance sont sous-capitalisées par rapport à leurs concurrents.	4,3
Trop peu de fonds de CR ciblent les entreprises en début de croissance.	4,2
Trop peu de gestionnaires expérimentés sont aptes à bâtir des entreprises.	3,9
Trop peu de gestionnaires de fonds de CR ont une expertise sectorielle.	3,5
Il n'y a pas suffisamment de co-investisseurs, surtout pour le financement subséquent.	3,2
Il y a trop peu d'entrepreneurs expérimentés.	3,2
Relativement à la liquidité du capital de risque, l'éventail d'options est trop restreint.	2,8
Les entités qui investissent en début de croissance ont des critères trop restrictifs.	2,8
L'aide gouvernementale à l'amorce du processus d'investissement en début de croissance est insuffisante.	2,5
L'infrastructure du marché ne peut pas assurer un flux constant de transactions de qualité.	2,4
La réglementation entrave l'adoption de la propriété intellectuelle et les essais de prototypes.	1,7

*Source : Macdonald & Associates Ltd.*

Fait intéressant à souligner, les professionnels du CR interviewés ont donné une note supérieure à la moyenne à la plupart des obstacles et une note particulièrement élevée à au moins huit d'entre eux. Les répondants ont bien précisé que leur évaluation reposait sur ce qu'ils avaient directement observé depuis le milieu ou la fin des années 1990, lorsqu'un grand nombre de fonds équilibrés et spécialisés ciblant les entreprises en début de croissance ont été créés, lesquels, dans bien des cas, étaient des précurseurs.

Les obstacles qui ont obtenu les notes les plus élevées — analysés plus en détail à la section III.3, par exemple « **Les fonds d'investissement en CR en début de croissance manquent d'envergure** » et « **Les entreprises en début de croissance sont sous-capitalisées par rapport à leurs concurrents** » — sont manifestement liés. En regard de l'ensemble des obstacles, l'élément le plus révélateur est sans doute l'importance que les gestionnaires professionnels accordent aux questions écosystémiques se rapportant à la demande et à l'offre d'investissements en CR au Canada, qui évoluent encore.

De nombreux « vétérans » de l'industrie ont exprimé leurs préoccupations de façon générale, soulignant que plusieurs obstacles sont inhérents aux pratiques fondamentales du marché qui sont appelées à évoluer, lorsque les gestionnaires de fonds de CR qui investissent dans les entreprises en début de croissance seront plus sensibilisés à cet égard, élaboreront de nouvelles stratégies et, pour la plupart, persévéreront dans leur apprentissage sur le tas, à l'instar de leurs homologues américains. De fait, les répondants américains ont tenu les mêmes propos.

Voici un bref résumé des principales observations formulées par les répondants relativement à leur évaluation des obstacles.

- L'énoncé qui a obtenu la note la plus élevée est « **Trop peu de gestionnaires de fonds possèdent les compétences et l'expérience requises** ». Selon les répondants, le

financement des entreprises en début de croissance exige des compétences spécialisées en création d'entreprises, entre autres de l'expérience en exploitation. Sans ces compétences, les gestionnaires professionnels peuvent difficilement apporter aux entreprises naissantes la valeur dont elles ont besoin pour assurer leur croissance et leur développement.

- Deux obstacles se partagent le deuxième rang : « **Les fonds d'investissement en CR en début de croissance manquent d'envergure** » et « **Les entreprises en début de croissance sont sous-capitalisées par rapport à leurs concurrents** ». Ces questions sont probablement liées, car les fonds spécialisés et les fonds de CR équilibrés-intégrés doivent avoir accès à des ressources suffisantes pour réaliser un cycle complet de financement (première mise de fonds et investissements subséquents). Cela n'a pas toujours été le cas au cours des dernières années; résultat : les investissements dans les entreprises naissantes sont parfois insuffisants, ce qui risque de freiner leur croissance rapide.
- L'obstacle « **Trop peu de fonds de CR ciblent les entreprises en début de croissance** » n'est pas loin derrière. Malgré la création récente de fonds et l'élargissement de la gamme de produits en 2005, les répondants estiment que les fonds qui investissent efficacement dans les entreprises en début de croissance sont trop peu nombreux au Canada en général et dans certains secteurs et régions.
- L'énoncé « **Trop peu de gestionnaires expérimentés sont aptes à bâtir des entreprises** » est également dans le peloton de tête. Les répondants ont soutenu que, au Canada, les entreprises naissantes avaient accès à un bassin limité de gestionnaires locaux, les cadres expérimentés, surtout en ventes et marketing, n'étant pas encore légion dans les secteurs technologiques.
- L'obstacle « **Trop peu de gestionnaires de fonds de CR ont une expertise sectorielle** » a aussi reçu une note élevée. La plupart des répondants estiment qu'il est important de connaître le secteur pour lancer une entreprise, et, par conséquent, pour assurer sa réussite en début de croissance, tout particulièrement dans les créneaux d'innovation ultraspécialisés.
- L'énoncé « **Il n'y a pas suffisamment de co-investisseurs, surtout pour le financement subséquent** » a été jugé important par les répondants. Ceux-ci croient que les co-investisseurs sont trop souvent absents des transactions de financement des entreprises en début de croissance, qu'il s'agisse d'une première mise de fonds ou d'un investissement subséquent. Cette situation, qui s'explique par la taille des fonds qui soutiennent ces entreprises, a parfois eu deux conséquences : il a fallu beaucoup plus de temps pour créer les consortiums, et la valeur des transactions de financement était insuffisante.
- « **Il y a trop peu d'entrepreneurs expérimentés** » a également obtenu une note passablement élevée. Les répondants soutiennent que, si le bassin de gestionnaires d'entreprises ayant de l'expérience a augmenté au Canada, on doit pouvoir compter sur davantage d'entrepreneurs qualifiés afin de réaliser plus de transactions de qualité dans le segment des entreprises en début de croissance.
- Une note légèrement supérieure à la moyenne a été attribuée à l'énoncé « **Relativement à la liquidité du capital de risque, l'éventail d'options est trop restreint** ». Si les marchés des capitaux canadiens, d'envergure relativement petite, restreignent l'éventail des possibilités de conversion du CR en liquidités, les répondants ne croient pas que cela les empêche de créer de grandes entreprises novatrices.

- Les répondants accordent la même importance à l'énoncé « **Les entités qui investissent en début de croissance ont des critères trop restrictifs** ». Cependant, des répondants étaient d'avis que cette question était essentiellement tributaire du ralentissement du marché et qu'il suffirait d'accroître la diversité des fonds de CR équilibrés et spécialisés qui investissent en début de croissance pour la régler.
- L'énoncé « **L'aide gouvernementale à l'amorce du processus d'investissement en début de croissance est insuffisante** » n'a obtenu qu'une note moyenne. En général, les répondants sont satisfaits du niveau des dépenses publiques de R-D ainsi que des autres aspects du système d'innovation canadien, bien que plusieurs aient fortement insisté pour que le gouvernement joue un rôle plus important au chapitre de la démonstration des principes.
- Les répondants ont attribué une note basse à l'énoncé « **L'infrastructure du marché ne peut pas assurer un flux constant de transactions de qualité** ». Ils ont indiqué que les divers organismes qui facilitent les investissements en début de croissance et les relations entre les participants au marché étaient efficaces là où ils étaient présents, bien que certains aient proposé d'inclure dans leur sphère de compétence certaines régions et grappes sectorielles mal desservies du Canada.
- L'énoncé « **La réglementation entrave l'adoption de la propriété intellectuelle et les essais de prototypes** » ferme la marche. La plupart des répondants ne croient pas qu'il s'agit là d'un obstacle important, bien que les investissements dans des entreprises naissantes de l'agro-alimentaire et éventuellement, d'autres sciences de la vie, aient suscité de l'appréhension.

Dans leurs commentaires, les répondants ont également indiqué que les décideurs gouvernementaux avaient un rôle à jouer afin que certains de ces obstacles soient supprimés (voir la section III.4, **Recommandations en matière de politique publique découlant des interviews**).

### III.3 Commentaires détaillés sur les obstacles aux investissements en CR dans les entreprises en début de croissance au Canada

#### 1) Trop peu de gestionnaires de fonds possèdent les compétences et l'expérience requises.

Les professionnels de haut niveau du CR que nous avons interviewés ont accordé la plus haute note à cet obstacle, soit 4,4.

Comme on l'a dit précédemment, le prédémarrage, le démarrage et les autres étapes de début de croissance exigent énormément de temps, ainsi qu'un ensemble unique de compétences en création et en gestion d'entreprises pouvant être acquises uniquement au fil des ans.

Pour réussir, les investisseurs providentiels et les gestionnaires de fonds de CR doivent s'occuper de toutes les facettes de la création d'une entreprise. Par exemple, à l'étape du prédémarrage, ils pourraient se concentrer sur l'encadrement et le mentorat des entrepreneurs fondateurs, la R-D ou l'ébauche du produit, et les détails des stratégies et des plans destinés à assurer une forte croissance.



À l'étape du démarrage, il convient de s'intéresser à la gouvernance d'entreprise et aux ressources humaines, par exemple la nomination d'un chef de la direction ou le choix des membres du conseil d'administration en fonction des conseils que les personnes peuvent donner et de leurs contacts. Ce ne sont là que quelques mesures que l'on peut prendre pour développer l'infrastructure de l'entreprise, sans jamais perdre de vue les avantages concurrentiels qui assureront la croissance.

En résumé, les fonds de CR injectent beaucoup de valeur dans les entreprises durant leurs premiers mois d'existence. Les professionnels de l'industrie qui font carrière dans ce domaine ont indiqué qu'il ne pourrait en être autrement, car leurs intérêts sont inextricablement liés à ceux de leurs fondateurs. Quoi qu'il en soit, ces activités créent un type spécial de professionnel du CR, qui excelle tout particulièrement lorsque vient le temps d'évaluer les concepts prometteurs et les méthodes qui assureront la croissance de l'entreprise.

Les répondants jugent que les compétences en création d'entreprises vont de pair avec les investissements en début de croissance. Cela signifie que le gestionnaire professionnel ne doit pas se contenter d'avoir une vaste expérience en intermédiation des risques financiers ou même en gestion des investissements en CR, si importants soient ces deux aspects.

Dans cette optique, les répondants soutiennent que les professionnels qui investissent dans une entreprise en début de croissance doivent avoir à leur actif une expérience en exploitation d'entreprise, le fruit de plusieurs années passées à diriger des entreprises naissantes. À leur avis, les fonds de CR bien établis qui ciblent de telles entreprises concentrent généralement les compétences opérationnelles au sein des équipes de commandités ou ont mis en place des réseaux où les commandités peuvent facilement accéder à ces compétences.

La plupart des répondants croient que, en l'absence de compétences en création d'entreprises, quelle qu'en soit la forme, la personne qui injecte du CR dans une entreprise naissante sera vraisemblablement passive ou inefficace lorsqu'elle sera confrontée à une décision cruciale dans un contexte de début de croissance qui évolue encore. En pareil cas, le fardeau de la réussite ou de l'échec pourrait être injustement porté par un entrepreneur inexpérimenté.

Après presque une décennie d'investissements accrus dans les entreprises en début de croissance, le Canada peut compter sur un bassin de gestionnaires de CR expérimentés, spécialisés dans ce créneau. Les répondants jugent important de ne pas gaspiller ces talents au cours des années à venir.

De plus, certains répondants croient que l'on aurait avantage à tirer parti de talents comparables parmi les « vieux routiers » de l'industrie américaine, éventuellement dans le cadre de partenariats stratégiques transfrontières, ou encore en incitant des fonds américains à s'installer au Canada – comme ProQuest Investments, du New Jersey, et VantagePoint Venture Partners, de la Californie, prévoient le faire à Montréal, en partenariat avec CDP Capital – Placements privés.

## 2) Les fonds d'investissement en CR en début de croissance manquent d'envergure.

Les professionnels de l'industrie ont également attribué une note élevée, soit 4,3 en moyenne, à cette question.

Les fonds de CR qui réalisent des transactions de prédémarrage et de démarrage doivent avoir suffisamment d'envergure pour engager les coûts initiaux considérables, surtout lorsque le potentiel de croissance de l'entreprise naissante est jugé important. En outre, lorsque les sociétés de portefeuille amorcent une nouvelle phase de développement, il faut disposer de liquidités pour les rondes de financement subséquentes. C'est pourquoi les répondants sont d'avis que l'envergure du fonds a son importance.

Selon les répondants, de nombreux fonds canadiens créés entre le milieu et la fin des années 1990 sont désavantagés par leurs ressources restreintes. Mentionnons les gestionnaires de fonds spécialisés, qui disposaient souvent de moins de 20 millions, 10 millions, voire même 5 millions de dollars. Bien que ce ne soit pas toujours un handicap, des fonds de cette taille peuvent finir par être trop dépendants des co-investisseurs. Ces difficultés ont parfois été exacerbées lorsque les fonds n'avaient pas conservé de liquidités ou avaient réparti trop généreusement l'actif entre un trop grand nombre d'entreprises.

Les répondants sont d'avis que tous les fonds canadiens – équilibrés ou spécialisés – qui ciblent les entreprises en début de croissance doivent avoir plus d'envergure pour être plus efficaces.

Toutefois, certains affirment que l'industrie du CR a surtout besoin de davantage de « gros » fonds équilibrés qui, au sein d'une organisation intégrée, réunissent tous les atouts requis pour réussir dans le créneau des entreprises en début de croissance : gestion professionnelle, connaissance du secteur et réseaux bien établis. D'autres croient plutôt que ce modèle présente une lacune, en cela qu'il pourrait inciter les gestionnaires à investir uniquement des montants élevés, et ainsi refroidir l'ardeur de ceux qui désirent réaliser de nombreux financements d'entreprises en début de croissance.

Pour certains gestionnaires de fonds expérimentés, cela ne semble pas poser de problème. Par exemple, malgré un actif de 250 millions de dollars américains, on considère que Newbury Ventures, de Silicon Valley, a une culture de fonds spécialisé. La société a développé cette qualité grâce à une stratégie, qui consistait entre autres à mettre sur pied de petites équipes de commandités dans des grappes locales de technologie de l'information aux États-Unis, au Canada (par l'entremise de Eagle One Ventures), en Europe et en Israël.

Sanderling Venture Partners, qui a également son siège en Californie, aurait une qualité similaire. En effet, ce gestionnaire de fonds allie d'imposantes ressources (230 millions de dollars américains dans le Fonds VI) et une approche adaptée aux investissements de prédémarrage et de démarrage en sciences de la vie.

Pour les fonds spécialisés indépendants, l'établissement de relations stratégiques avec de grandes entités constitue une autre solution. Par exemple, en 2001, SAS Investors de New York a créé un partenariat de 40 millions de dollars américains avec le soutien de trois grands fonds de CR :

Canaan Partners, Rho Capital Partners et Sevin Rosen Funds. Dans ce modèle, SAS arrive à se concentrer sur certaines entreprises de technologie en début de croissance (en prédémarrage, entre autres) des États du Nord-Est et fait appel à ses partenaires pour le soutien et le financement subséquent, au besoin.

Certains répondants ont fait remarquer que des variantes de ce modèle ont été mises à l'essai sur le marché canadien et que les résultats ont été partagés. Selon ces répondants, en cas de problèmes, les partenaires stratégiques n'avaient généralement pas le même engagement envers les investissements en début de croissance, ou la même compréhension de ce segment.

Quel que soit le modèle, la réticence de nombreuses caisses de retraite et autres investisseurs institutionnels à participer au marché des capitaux privés entrave l'accroissement de l'actif des fonds de CR au Canada (voir Macdonald & Associates Ltd., [Finding the Key](#), 2004). Si plusieurs gestionnaires de fonds équilibrés et spécialisés ont attiré de nouvelles ressources en 2004 et au début de 2005 – notamment Brightspark Ventures, Celtic House Venture Partners, MSBi Capital et Ventures West Management – en général, les rares sources de capitaux institutionnels ont été âprement disputées au sein de l'industrie, ont indiqué les répondants.

Pour cette raison, plusieurs répondants recommandent aux administrations publiques canadiennes de jouer un rôle plus important en tant que fournisseur de CR aux entreprises en début de croissance. En qualité de commanditaires principaux, elles pourraient aider l'industrie à attirer des investisseurs institutionnels.

Malgré les avantages fiscaux, les SCRT et les autres fonds de détail qui ciblent les entreprises en début de croissance ont eu du mal à réunir des capitaux. C'est notamment le cas en Ontario, où le marché de détail est bondé depuis quelques années.

Qu'il s'agisse de sociétés en commandite ou de fonds de détail, les sources de capital éventuelles peuvent également se montrer réticentes à l'égard des investissements en CR dans les entreprises naissantes en raison de la perception du risque inhérent. Les répondants américains ont indiqué que ce problème se posait également dans leur pays.

### **3) Les entreprises en début de croissance sont sous-capitalisées par rapport à leurs concurrents.**

Avec une note de 4,3, les gestionnaires professionnels considèrent également cette question comme un obstacle de taille.

Comme nous l'avons vu à la section II.2, **Analyse des statistiques du capital de risque**, le montant moyen investi dans les entreprises en début de croissance par l'industrie canadienne du CR représente généralement moins de la moitié de ce qui est injecté dans ce segment aux États-Unis (voir la figure 14). En Ontario, la moyenne est plus élevée, principalement grâce aux solides transactions de financement consorsial réalisées dans les technologies de l'information, surtout en 2000 et en 2001; cependant, elle reste inférieure à la moyenne américaine.

La valeur du financement consenti aux entreprises en début de croissance n'est que la pointe de l'iceberg, car l'écart entre le Canada et les États-Unis est très grand dans tous les segments du marché du CR (début de croissance, expansion, etc.). Ce fait a des répercussions sur la progression des entreprises naissantes, car la croissance suppose un financement suffisant à tous les stades du continuum d'investissement.

Les répondants ont insisté sur cette question, car le délai de mise en marché a une incidence déterminante sur la réussite d'un investissement en début de croissance.

Par exemple, lorsqu'ils passent en revue les transactions, les professionnels du CR sont généralement à la recherche d'entreprises qui permettent de tirer rapidement profit de la propriété intellectuelle ou d'une technique exclusive, souvent en damant le pion aux concurrents connus du secteur. Si un fonds ne dispose pas de liquidités importantes ou si le consortium de financement tarde à être constitué, la croissance de l'entreprise peut être freinée. En pareil cas, on risque de laisser passer des occasions de commercialisation.

Cela suppose également l'existence d'un lien entre la valeur des transactions et les ressources mises à la disposition des fonds de CR. Plusieurs répondants soutiennent que les jeunes entreprises novatrices du Canada sont défavorisées en Amérique du Nord, un grand marché extrêmement concurrentiel; en effet, en raison du peu d'envergure des fonds, le financement qu'elles obtiennent au début de leur croissance, notamment à l'étape du prédémarrage et du démarrage, est insuffisant et complémentaire.

#### **4) Trop peu de fonds de CR ciblent les entreprises en début de croissance.**

Les professionnels du CR estiment que cette question est également prioritaire (note de 4,2).

Les répondants se sont généralement entendus pour dire que le marché canadien du CR fonctionne mieux lorsqu'il y a diversité au niveau des fonds et sociétés de gestion, des stratégies, ainsi que des secteurs et régions desservis. Un large éventail de fonds de CR dont les capacités sont clairement définies en fonction du stade de développement, ce qui comprend toutes les étapes préliminaires, est souhaitable.

À la section II.2, **Analyse des statistiques du capital de risque**, nous avons vu que, au cours des dernières années, la valeur des investissements en début de croissance et le nombre de transactions semblaient corrélés avec la présence de nombreux fonds équilibrés et spécialisés. Les nouveaux fonds, qui, pour la plupart, ont été créés entre 1995 et 2001 (source : Macdonald & Associates), ont accéléré la croissance des activités de financement à la fin des années 1990 et par la suite, dans le cadre de ce qui a semblé être un virage fondamental de l'industrie. Cette tendance est on ne peut mieux illustrée par les transactions de prédémarrage à partir de la seconde moitié des années 1990.

Cette corrélation n'a pas échappé aux répondants. Dans le cas du financement de prédémarrage, ils ont ajouté qu'un certain nombre de petits fonds spécialisés ancrés dans les systèmes d'innovation, les grappes sectorielles et les groupes d'investisseurs providentiels locaux étaient, au départ, à l'avant-garde des tendances, accompagnés d'une poignée de grands fonds équilibrés.

Par ailleurs, les répondants ont fait mention des pressions exercées sur les fonds qui investissent en début de croissance, toutes catégories confondues, depuis le début du ralentissement en 2001. Après un cycle d'expansion assez bref, de nombreux fonds ont été obligés de rétrograder et se concentrer sur des stratégies en vue d'assurer la survie des sociétés de portefeuille. Comme il fallait s'y attendre, la détérioration subite du climat dans l'industrie du CR a fait reculer le rendement des fonds qui venaient d'être créés.

En raison du ralentissement prolongé, le bassin de fonds équilibrés et spécialisés actifs a quelque peu diminué. Réalités du marché obligent, certains fonds ont cessé leurs activités, d'autres ont fusionné, tandis que d'autres se sont concentrés sur des entreprises à une étape plus avancée. De plus, en 2004, de nombreux fonds qui ciblaient les entreprises en début de croissance avaient investi la totalité de leur actif ou arrivaient rapidement à cet état de choses.

Durant le ralentissement, Capital de risque BDC a joué un rôle de plus en plus important. Depuis 2002, cette entité gère l'actif de 100 millions de dollars de Prédémarrage en technologies BDC, qui, à partir de ses bureaux régionaux situés dans l'ensemble du pays, a grandement augmenté ses investissements dans les créneaux du prédémarrage et des activités préalables, effectuant des mises de fonds se situant entre 250 000 \$ et 1,5 million de dollars l'an dernier. En effet, comme nous l'avons vu à la section II.2, la BDC a été le pivot du financement de prédémarrage pendant les cycles haussier et baissier du marché (p. ex., voir « **Les investissements de prédémarrage ont principalement été effectués par un noyau important de fonds de CR** »).

Comme nous l'avons dit précédemment, l'année 2004 a également coïncidé avec la clôture réussie de plusieurs nouveaux fonds d'investissement en début de croissance, et d'autres initiatives étaient imminentes au début de 2005.

Par exemple, Primaxis Technology Ventures, un des pionniers des investissements de prédémarrage dans les technologies de l'information en Ontario, lancera en 2005 un nouveau fonds en partenariat avec Draper Fisher Jurvetson, de Menlo Park, le fonds DFJ Primaxis Limited Partnership. Ce nouveau fonds Primaxis se distinguera par son rôle stratégique unique au sein du réseau international de fonds de CR destinés aux entreprises naissantes de DFJ.

La société québécoise GeneChem lancera son deuxième fonds au cours des prochains mois; CDP Capital – Placements privés sera le commanditaire principal de ce fonds, qui permettra à GeneChem de continuer à se concentrer sur les entreprises novatrices en début de croissance du secteur des sciences de la vie, la génomique notamment, au Canada, aux États-Unis et ailleurs dans le monde.

Sur le marché de détail, GrowthWorks WV Management a mis de l'avant un nouveau fonds de prédémarrage de 40 millions de dollars en vue de tirer parti des possibilités de transactions à Ottawa, à Toronto et dans le sud-ouest de l'Ontario. Le GrowthWorks Commercialization Fund vise en partie à s'inspirer des caractéristiques d'un ancien modèle provincial, les fonds communautaires d'investissement dans les petites entreprises, qui a facilité les relations destinées à favoriser la jonction entre l'offre et la demande à l'échelon local. Cependant, le nouveau fonds

offrira de meilleures possibilités de co-investissement en ayant accès aux vastes ressources de GrowthWorks.

La récente augmentation du nombre de membres de l'OAA et du TAG indique également que davantage de ressources pourraient être mises à la disposition des investisseurs providentiels dans ce segment. Les répondants estiment qu'une telle « collectivisation » doit être favorisée, compte tenu du rôle crucial des investisseurs providentiels en tant qu'associés des fonds d'investissement en début de croissance et sources de transactions dans le marché du CR en général. Ils soutiennent même que de tels modèles devraient être reproduits dans les autres régions du pays.

Malgré ces initiatives, les répondants sont d'avis que, dans le segment canadien du début de croissance, il y a trop peu de fonds de grande envergure qui possèdent certaines des qualités stratégiques décrites précédemment, par exemple des gestionnaires professionnels d'expérience, en général et dans certains secteurs et régions mal desservis.

### **5) Trop peu de gestionnaires expérimentés sont aptes à bâtir des entreprises.**

Les professionnels de l'industrie ont accordé beaucoup d'importance à cette question, comme en témoigne la note moyenne de 3,9.

Comme nous l'avons vu en 1) (**Trop peu de gestionnaires de fonds possèdent les compétences et l'expérience requises**), la formation d'équipes de gestion qui gravitent autour du fondateur constitue un jalon essentiel du processus de création d'une entreprise. Pour les investisseurs providentiels et les gestionnaires de fonds de CR, il peut s'agir de greffer des gestionnaires à une équipe composée principalement de chercheurs et de technologues. Dans d'autres cas, il convient d'apparier les compétences des nouveaux gestionnaires à celles de ceux qui sont déjà en place.

Pour cette raison, un gestionnaire professionnel a décrit les sociétés qui investissent dans les entreprises en début de croissance comme des « spécialistes en ressources humaines ». Les répondants ont indiqué que, bien entendu, la recherche de dirigeants et d'autres cadres supérieurs expérimentés constitue implicitement un défi, soit dans le monde des affaires en général ou, plus précisément, dans les secteurs d'innovation pertinents.

Aux États-Unis, des générations successives de gestionnaires ont été formées après plusieurs décennies de financement par CR des nouvelles technologies. Au Canada, où l'écosystème est encore en évolution, ce processus n'est pas aussi avancé dans les secteurs névralgiques; par conséquent, les membres de l'industrie sont confrontés à un éventail de choix plus restreint lorsque vient le temps de trouver des gestionnaires de talent dans la région.

Les répondants ont également fait remarquer qu'il pouvait y avoir des différences entre les grappes sectorielles régionales, en fonction du degré de masse critique. Par exemple, à Ottawa, les secteurs des télécommunications et des autres technologies de l'information ont déjà formé tout un lot de gestionnaires entrepreneurs. En revanche, le secteur canadien des sciences de la vie semble en être encore à la première génération.

Les professionnels de l'industrie estiment qu'à court terme, une solution stratégique consiste à accroître la participation étrangère au sein des consortiums de financement des entreprises en début de croissance. Au même titre que l'abondance du capital, cela améliorerait l'accès de l'industrie canadienne au vaste bassin nord-américain de gestionnaires d'entreprises de technologie.

D'abord et avant tout, les partenariats transfrontières ont assuré un accès à un nouveau bassin de cadres en ventes et marketing. Selon pratiquement tous les répondants, le Canada est aux prises avec une grave pénurie de cadres ayant ces compétences, quel que soit le secteur considéré.

Plusieurs répondants ont parlé des nouvelles initiatives transfrontières qui visent en partie à ouvrir d'autres portes. Par exemple, le réseau de DFJ, dont Primaxis Technology Ventures fait désormais partie, comprend 16 fonds de CR axés sur les entreprises en début de croissance et d'autres partenaires répartis entre 27 régions et trois continents, qui ont tous la même optique. Le réseau permet à plus de 70 commandités d'interagir stratégiquement en mettant en commun leurs contacts, leurs ressources et leur connaissance du marché, ainsi que de rechercher d'éventuelles recrues dans les bassins de gestionnaires aux États-Unis et ailleurs dans le monde.

Plusieurs professionnels du CR ont laissé entendre que, pour répondre aux besoins des entreprises en début de croissance, on devrait principalement faire du recrutement parmi les Canadiens qui travaillent dans les sociétés de technologie bien établies aux États-Unis. À leur avis, cela se traduirait par un rapatriement des cerveaux.

## **6) Trop peu de gestionnaires de fonds de CR ont une expertise sectorielle.**

Les gestionnaires professionnels ont également reconnu l'importance de cette question en lui attribuant une note de 3,5.

Les répondants ont souligné qu'au fil des ans le financement par CR au Canada en est venu à varier de plus en plus selon le secteur, comme en témoigne la grande diversité des fonds offerts par les sociétés de gestion. Actuellement, on trouve dans l'industrie un éventail accru de fonds et d'équipes de commandités qui se spécialisent dans les investissements dans les technologies propres, les technologies de l'information et des communications, les sciences de la vie, et leurs sous-secteurs.

La plupart des répondants considèrent l'accroissement de l'expertise technologique des membres de l'industrie comme un pas en avant. De plus, à leur avis, cela va de pair avec l'amélioration des compétences en création d'entreprises dans le cas des investissements en début de croissance, car les investisseurs providentiels et les gestionnaires de fonds travaillent généralement dans des secteurs qu'ils connaissent bien. D'autres croient que les compétences en création d'entreprises sont plus importantes, car la connaissance du secteur peut être acquise de divers moyens.

Les professionnels du CR qui se concentrent sur certains secteurs ou grappes sectorielles sont généralement les plus ardents défenseurs de l'application de la connaissance du domaine au financement des entreprises en début de croissance.

---

Le secteur des sciences de la vie constitue un bon exemple à cet égard. Selon la plupart des répondants, il en est encore à ses premiers balbutiements au Canada, étant constitué de jeunes entreprises qui ont des besoins de financement uniques aux étapes préliminaires, au prédémarrage et au démarrage notamment.

Par exemple, les entreprises de biopharmaceutique financées par CR ont une évolution bien différente de celle de nombreux secteurs technologiques. En effet, il faut tenir compte du processus de développement qui dure au moins 10 ans, en raison des longues périodes de R-D, des nombreuses phases d'essais cliniques, des procédures d'approbation réglementaire, etc. De telles entreprises sont susceptibles d'élaborer une plate-forme comportant un ou plusieurs produits, ce qui requiert d'importantes mises de fonds graduelles, mais ne laisse guère entrevoir de revenus à court terme (voir Norland, « First Principles », Background to Financing Canada's Biotechnology Companies, 2004).

Comme aux États-Unis, un certain nombre de fonds de CR équilibrés et spécialisés ont été créés au Canada afin de mettre à la disposition des entreprises du secteur des sciences de la vie un dosage spécial de patience et de compétences durant leurs premières années d'existence. Les répondants ont fait remarquer qu'il est important que les gestionnaires professionnels ciblent les entreprises qui peuvent vraiment croître et créer de nouveaux marchés ou créneaux dans un secteur émergent à l'échelle mondiale.

#### 7) **Il n'y a pas suffisamment de co-investisseurs, surtout pour le financement subséquent.**

Les professionnels du CR se sont accordés à dire que cette question était assez importante (note de 3,2).

Nous avons vu que, dans le cadre du financement par CR d'une jeune entreprise en forte croissance, les investisseurs principaux invitent souvent les co-investisseurs à participer à des rondes de financement pour des raisons stratégiques. De plus, comme on l'a vu au point 2 (**Les fonds d'investissement en CR en début de croissance manquent d'envergure**), les investisseurs principaux qui ne disposent pas des ressources suffisantes pour un nouveau financement ou un financement subséquent cherchent souvent à s'associer à d'autres entités au sein d'un consortium.

Les répondants ont soutenu qu'en raison du problème de l'envergure relativement petite des fonds il se pourrait que l'industrie canadienne du CR dépende trop du co-financement pour accroître le montant investi par transaction (voir 3, **Les entreprises en début de croissance sont sous-capitalisées par rapport à leurs concurrents**). À la lumière des données de Macdonald & Associates, il ne fait pas de doute que le taux d'investissement au sein de consortiums a connu une croissance constante au Canada.

Par exemple, le nombre moyen d'investisseurs par transaction de financement par CR au Canada s'établissait à 1,4 en 1996, à 2,1 en 2001 et à 2,4 en 2004. Fait intéressant à souligner, l'augmentation du taux de co-investissement n'était pas liée à celle de la valeur moyenne des financements.



Durant la même période, le taux de co-investissement inhérent aux transactions de financement des entreprises en début de croissance a eu tendance à augmenter : 1,6 en moyenne en 1996, 2,4 en 2001 et 2,7 en 2004.

Les répondants croient que, dans l'industrie américaine, les co-investissements sont davantage effectués dans une optique stratégique qu'à des fins de capitalisation. Ils estiment que cette règle générale s'applique à de nombreux fonds d'investissement en début de croissance aux États-Unis, qui sont de grande envergure par rapport aux fonds canadiens.

Si les co-investisseurs sont parfois incontournables à la première ronde et aux rondes ultérieures de financement par CR sur le marché canadien, ils ne sont pas faciles à trouver si l'on en juge par les comptes-rendus de nombreux répondants. La plupart ont dit avoir été confrontés à des obstacles lorsqu'ils ont tenté de constituer rapidement des consortiums pour investir dans des entreprises en début de croissance. Ils ont expliqué que, même lorsqu'ils arrivent à dénicher des co-investisseurs, il y a souvent de nombreuses complications en raison des différences relatives au type de fonds et à la structure de gouvernance. Par exemple, les fonds de CR gouvernementaux ou subventionnés par l'État (p. ex., les SCRT/fonds de détail) ont souvent des contraintes d'origine législative qui compliquent inutilement les activités des consortiums.

Par ailleurs, les répondants sont d'avis que certains membres de l'industrie canadienne ne peuvent tout simplement pas jouer le rôle de co-investisseur. Par exemple, les sociétés de gestion qui se concentrent sur les entreprises matures ne comprennent pas toujours la nature et les besoins des entreprises naissantes financées par CR.

De plus, si les professionnels du CR voient d'un bon œil que les investisseurs américains participent davantage aux consortiums de financement des entreprises en début de croissance au Canada, plusieurs ont souligné que les frais juridiques et la fiscalité – ou la perception de ces coûts – étaient des entraves à cet égard, selon la nature de la transaction ou la structure du fonds du partenaire non résident.

Par exemple, pour éviter les problèmes d'ordre fiscal, notamment ceux qui découlent de la Convention Canada-États-Unis en matière d'impôts, il arrive que des investisseurs américains injectent du CR dans des entreprises privées canadiennes par l'entremise de filiales étrangères, qui sont assujetties à des conventions fiscales internationales plus accommodantes. Ils peuvent également insister pour qu'une entreprise canadienne devienne une filiale d'un holding du type « Delaware » dans le cadre d'un échange d'actions. Toutefois, ces approches comportent elles aussi des embûches qui peuvent finir par entraver les investissements transfrontières.

Les répondants ont parlé de gestionnaires de fonds américains de CR qui ont refusé d'emblée de participer à des projets de co-investissement dans des entreprises canadiennes en début de croissance parce qu'ils craignaient que de tels problèmes ne surviennent, ce qui les aurait vraisemblablement obligé à engager des honoraires juridiques, à s'occuper des formalités administratives et à consacrer beaucoup de temps pour éviter des frais encore plus élevés.

Les répondants ont indiqué qu'en l'absence d'un nombre suffisant de co-investisseurs de divers types durant les rondes de financement subséquentes, les entreprises canadiennes naissantes

laissées à elles-mêmes pourraient devoir renoncer à une croissance optimale, et être délaissées rapidement par les fournisseurs de CR dans le cadre d'une fusion ou d'une acquisition.

Comme nous l'avons vu précédemment, d'autres consortiums pourraient être créés par les fonds de CR spécialisés, par l'entremise de collaborations avec de grandes entités. C'est précisément ce modèle qui est utilisé par SAS Investors, ainsi que le réseau d'affiliés de DFJ. Dans les deux cas, le capital est injecté sous réserve des procédures habituelles de diligence raisonnable suivies par des fonds indépendants ayant la même optique.

## **8) Il y a trop peu d'entrepreneurs expérimentés.**

La note attribuée à cette question par les professionnels de l'industrie est supérieure à la moyenne (3,2).

Comme nous l'avons vu en 5) (**Trop peu de gestionnaires expérimentés sont aptes à bâtir des entreprises**), l'expérience des entrepreneurs fondateurs fait partie intégrante de la demande de capital dans l'écosystème du financement par CR au Canada, qui est encore en évolution constante. Les répondants ont reconnu que, à mesure que de nouvelles générations d'entrepreneurs acquièrent de l'expérience dans les secteurs d'innovation, on assiste à une augmentation qualitative et quantitative des transactions qui assurent la réussite des entreprises naissantes (en prédémarrage, démarrage, etc.).

Les répondants ont également indiqué que le bassin de gestionnaires entrepreneurs qui ont acquis de l'expérience au Canada est probablement plus grand qu'il ne l'était il y a quelques années seulement, tout particulièrement dans les secteurs névralgiques des technologies de l'information. En effet, certains répondants croient que le marché canadien est avantagé par l'arrivée relativement récente d'« entrepreneurs en série » spécialisés en technologie de l'information, qui exercent leurs activités surtout dans les grandes villes du centre du pays et de la côte ouest.

Afin de renforcer l'entrepreneurship et de tirer profit des connaissances et de l'énergie de ces entrepreneurs en série, les professionnels canadiens du CR semblent s'intéresser de plus en plus aux programmes d'entrepreneurs résidents.

Par exemple, Ventures West Management, un vétéran du CR, commandite un des plus importants programmes d'entrepreneurs résidents de l'industrie, qui permet à des entrepreneurs expérimentés d'accéder à des ressources et à des réseaux dans le cadre de la préparation de leurs projets de financement par CR. Ce programme a été à l'origine d'importantes transactions de financement d'entreprises en début de croissance; mentionnons notamment l'investissement de prédémarrage dans OctigaBay Systems Corporation en 2002, qui a également été associée à une acquisition majeure à peine deux ans plus tard.

Des programmes similaires sont offerts par Skypoint Capital Corporation/Venture Coaches et VenGrowth Capital Partners, entre autres. D'autres gestionnaires de fonds de CR ont indiqué qu'ils aimeraient lancer de tels programmes, mais qu'ils n'ont pas suffisamment de ressources à l'heure actuelle.

Il y a également des programmes de formation en entrepreneurship et en commercialisation qui sont donnés à l'extérieur de l'industrie du CR. Certains des meilleurs sont aux États-Unis, par exemple la Ewing Marion Kaufmann Foundation et les centres d'entrepreneurship du Massachusetts Institute of Technology, de la Stanford University et de la University of California (Berkeley).

Les répondants américains jugent que ces programmes sont utiles, mais que l'apprentissage sur le tas est ce qui convient le mieux aux entrepreneurs spécialisés dans les technologies.

**9) Relativement à la liquidité du capital de risque, l'éventail d'options est trop restreint.**

Les gestionnaires professionnels ont donné une note légèrement supérieure à la moyenne à cette question (2,8).

Les répondants ont indiqué qu'à court terme, c'est principalement par des fusions et des acquisitions que CR investi dans les sociétés de portefeuille pouvait être liquidé; à cet égard, les sociétés américaines de technologie établies jouent un rôle prépondérant dans le cas des acquisitions qui font les manchettes. Les répondants estiment que, bientôt, il y aura sans doute davantage de placements initiaux de titres, une opinion avalisée par le Sondage sur les perspectives du placement privé au Canada, réalisé par Deloitte et Touche à la fin de 2004.

Cependant, les répondants ont reconnu que l'éventail des options de sortie est actuellement plus restreint dans l'industrie canadienne que dans l'industrie américaine, une caractéristique propre aux marchés des capitaux nationaux plus petits et moins matures. Selon les répondants, bien que cette situation touche toutes les entreprises financées par CR, y compris les entreprises en début de croissance, l'industrie demeure en mesure de créer de grandes entreprises novatrices à forte croissance.

En effet, un rapport récent indique que de nombreuses jeunes entreprises canadiennes ont gravi les échelons du financement par CR pour finir par effectuer une sortie lucrative. D'après Canadian Technology Investment Returns: Comparisons of Exits (Greenstone Venture Partners, 2005), les faibles coûts des investissements effectués au Canada par rapport aux valeurs de liquidité comptent parmi les facteurs expliquant la réussite d'un grand nombre d'acquisitions et placements initiaux de titres financés par CR.

De plus, les répondants croient que le financement par CR continuera d'évoluer au Canada, et que l'éventail des options de sortie s'élargira, ce qui se traduira entre autres par un meilleur accès aux marchés boursiers tels que le NASDAQ.

**10) Les entités qui investissent en début de croissance ont des critères trop restrictifs.**

Les professionnels de l'industrie ont donné à cette question une note qui excède quelque peu la moyenne, soit 2,8.

Selon les répondants, la perception voulant que les fonds équilibrés et spécialisés qui investissent en début de croissance emploient des critères trop restrictifs a probablement sa source dans le ralentissement du marché observé après 2000, lorsque ces fonds ont été obligés de resserrer les procédures de diligence raisonnable, de conserver les ressources et se concentrer sur les sociétés de portefeuille existantes, ce qui a généralement signé l'arrêt des nouvelles transactions de financement.

Cela dit, les répondants ont reconnu que, comme nous l'avons vu en 4 (**Trop peu de fonds de CR ciblent les entreprises en début de croissance**), des gestionnaires de fonds de CR ont accru leur présence dans le segment des entreprises matures, également en raison du cycle baissier. Dans ce contexte, la nature et l'importance du financement en début de croissance ont également été revues.

Les répondants estiment qu'en définitive, l'élargissement et la diversification de l'éventail d'options dans le segment du financement en début de croissance agrandiront l'univers des gestionnaires et des fonds canadiens ayant des capacités en la matière.

#### **11) L'aide gouvernementale à l'amorce du processus d'investissement en début de croissance est insuffisante.**

Les gestionnaires professionnels n'ont accordé qu'une importance modérée à cette question, comme en témoigne la note de 2,5.

En général, les répondants estiment qu'il appartient aux administrations fédérale et provinciales d'investir massivement dans le système d'innovation canadien. Les gouvernements dépensent beaucoup pour soutenir la R-D dans les secteurs public et privé, et mettent en œuvre des programmes afin de commercialiser des idées et des inventions; mentionnons le Programme d'aide à la recherche industrielle du Conseil national de recherches du Canada et Partenariat technologique Canada.

Autrement dit, les administrations publiques canadiennes contribuent dans une large mesure à la réalisation de programmes de R-D de calibre mondial qui, dans bien des cas, débouchent sur des nouvelles entreprises viables pouvant intéresser l'industrie du CR.

Par ailleurs, les professionnels du CR croient également que les gouvernements devraient participer davantage au financement de la démonstration des principes à l'amorce du processus de commercialisation. Les répondants ont souligné que de nombreuses entreprises sont mises prématurément sur les rails par des établissements postsecondaires et d'autres centres de recherche, sans que les nouvelles technologies n'aient été validées. Par conséquent, les fonds canadiens de CR travaillent trop souvent avec des « matières premières » lorsqu'ils effectuent des transactions de prédémarrage et de démarrage.

C'est pourquoi les répondants recommandent que les administrations publiques envisagent d'accroître le financement de la démonstration des principes, de manière à combler le fossé qui sépare la R-D fondamentale et le début de la commercialisation.

**12) L'infrastructure du marché ne peut pas assurer un flux constant de transactions de qualité.**

Les professionnels du CR ne considèrent pas que cette question constitue un problème grave (note moyenne de 2,4).

Dans l'industrie canadienne du CR, un certain nombre d'agents et d'intermédiaires s'emploient à apparier entrepreneurs, d'une part, et investisseurs providentiels et gestionnaires de fonds de CR, d'autre part, ainsi qu'à faciliter les transactions et à améliorer les fondamentaux du marché. Par exemple, depuis 1987, Inno-centre s'est acquittée de diverses fonctions à cet égard, d'incubateur d'entreprises notamment, et exerce désormais ses activités en Alberta, en Ontario et au Québec.

Certains répondants croient que ces agents jouent un rôle important, tout particulièrement dans des régions précises du pays. D'autres sont d'avis que les organisations qui facilitent les relations entre les participants au marché local, par exemple le Centre de recherche et d'innovation d'Ottawa (OCRI) et le TVG, devraient être reproduites ailleurs au pays afin de promouvoir le financement des entreprises en début de croissance.

Plusieurs répondants ont tenu à préciser que de tels modèles pourraient être particulièrement utiles lorsque vient le temps de trouver des investisseurs providentiels et d'organiser leurs activités. Pour certains gestionnaires de fonds de CR, cette fonction revêt une importance spéciale, car ils souhaitent que les investisseurs providentiels interviennent plus souvent en tant que sources de transactions éventuelles présélectionnées et, dans bien des cas, « prêtes à l'investissement ».

**13) La réglementation entrave l'adoption de la propriété intellectuelle et les essais de prototypes.**

Les professionnels de l'industrie ne sont pas très préoccupés par cette question (note moyenne de 1,7).

Seule l'approche suivie par les autorités réglementaires canadiennes dans les essais cliniques dont font l'objet les produits agro-alimentaires a suscité de l'appréhension chez les répondants. Ces derniers ont fait remarquer que si, sur le fond, les normes canadiennes ne sont pas différentes des normes américaines, les procédures d'examen sont trop longues au Canada, et, par conséquent, peuvent avoir un impact défavorable sur le délai de mise en marché dans le cas de certains projets d'investissement en début de croissance.

Les répondants croient que la réglementation de l'État est probablement à l'origine d'autres entraves à la création de certains types d'entreprises dans le secteur des sciences de la vie.

### III.4 Recommandations en matière de politique publique découlant des interviews

Les gestionnaires professionnels interviewés sont au courant des initiatives mises de l'avant par les administrations fédérale et provinciales pour le début de la commercialisation. En général, ils voient d'un bon oeil ces mesures, de même que les autres efforts déployés par les fonctionnaires pour savoir comment les produits du système d'innovation canadien atteignent leur plein potentiel sur le marché, et, dans la mesure du possible, pour améliorer ce processus.

Les répondants croient que, pour soutenir le financement par CR, la meilleure solution qui s'offre aux décideurs de l'État consiste à reconnaître l'importance de l'écosystème qui sert de toile de fond aux opérations du marché.

Cela signifie qu'il convient de faciliter le développement de l'industrie canadienne du CR, ainsi que des sources essentielles de transactions de qualité, soit un bassin de plus en plus solide d'entrepreneurs et de gestionnaires expérimentés, surtout dans les secteurs émergents. De plus, il convient de trouver des mécanismes plus efficaces en vue de tirer parti des nouvelles technologies mises au point dans les centres de recherche privés et publics. Les répondants ont également soutenu que, à mesure que cet écosystème se développe et que l'industrie continue à créer de la valeur pour les investisseurs, sa capacité de financement par CR en tout genre augmentera et portera fruit.

Comme nous l'avons déjà dit, les répondants ont fait remarquer qu'au cours des dernières années, la demande et l'offre de financement par CR ont été en gestation sur le marché canadien. Dans le cas de l'offre, cela vaut tout particulièrement pour les fonds équilibrés et spécialisés de création récente qui investissent dans les entreprises en début de croissance.

Durant les cycles haussier et baissier du marché observés depuis la fin des années 1990, l'industrie canadienne du CR a permis à des investisseurs qui avaient tout récemment créé des entreprises de se familiariser avec le financement des entreprises naissantes, ou à des investisseurs d'approfondir leur expérience. Comme il en a été fait mention précédemment, les répondants jugent que ce talent ne doit pas être gaspillé au cours des années à venir, par exemple en raison d'une pénurie de capital. Tous les membres de l'industrie doivent plutôt tirer des leçons des dernières années et tenter de faire fond sur les réussites.

Dans cette optique, les répondants ont formulé plusieurs recommandations à l'intention des décideurs gouvernementaux qui souhaitent soutenir l'écosystème où se déroulent les opérations de financement des entreprises en début de croissance.

- **Encourager les investisseurs institutionnels à participer au marché** – Les répondants ont indiqué que les administrations publiques ont un rôle important à jouer, soit amener un plus grand nombre de caisses de retraite et d'autres investisseurs institutionnels à injecter du CR en tant que commanditaires. Ils ont reconnu qu'à cette fin, la décision du ministre fédéral des Finances d'éliminer le plafond des placements étrangers dans le budget 2005 était un pas dans la bonne direction. Ils ont ajouté que d'autres mesures pourraient être prises, par exemple la suppression des autres barrières fiscales, comme l'a

---

proposé l'Association canadienne du capital de risque, ou la création de nouveaux stimulants fiscaux.

- **Accroître le rôle de l'État en tant que commanditaire** – Les professionnels canadiens et américains de l'industrie ont souligné que, même dans le meilleur scénario, des sources de capital traditionnelles pourraient être réticentes à l'égard des fonds de prédémarrage et des autres fonds qui investissent en début de croissance. Par conséquent, dans le but d'accroître la participation des investisseurs institutionnels, les fonds gouvernementaux de CR pourraient jouer un rôle plus important en tant qu'associés principaux au sein des partenariats privés, éventuellement en vertu d'une participation subordonnée. Dans le cadre de cette stratégie, plusieurs répondants ont également indiqué que les administrations publiques devraient encourager activement la création de fonds de fonds.
- **Promouvoir la démonstration des principes en vue de la commercialisation** – De nombreux professionnels du CR ont soutenu que les administrations publiques devraient accroître fortement leur participation à l'amorce du processus de commercialisation – soit à l'étape de la validation, au moyen de tests de démonstration, des principes, des idées et des innovations mises de l'avant par les établissements postsecondaires et les centres de recherche, et ce, avant la demande de financement par CR. Certains répondants considèrent cette fonction comme le chaînon manquant du système d'innovation canadien, qui est essentiel à l'investissement en début de croissance.
- **Faciliter l'acquisition des compétences en gestion entrepreneuriale** – De nombreux répondants croient que les programmes d'entrepreneurs résidents sont importants aux fins du développement ou de l'utilisation des compétences en entrepreneurship. À leur avis, ces programmes devraient être mis en œuvre principalement dans l'industrie du CR, bien que les administrations publiques et d'autres organismes publics puissent jouer un rôle de soutien, semblable à celui apporté sur une grande échelle aux États-Unis (p. ex., la Ewing Marion Kaufmann Foundation).
- **Contribuer à la recherche d'investisseurs providentiels et à leur organisation** – Les professionnels du CR considèrent les investisseurs providentiels comme des partenaires stratégiques pour deux raisons : d'une part, ils leur présentent des projets de transactions à valeur ajoutée qu'ils ont présélectionnés; d'autre part, ils bâtissent des entreprises avec les gestionnaires de fonds qui font du financement en début de croissance. Les répondants voient d'un bon œil l'OAA, le TAG et d'autres initiatives qui permettent de structurer la collaboration avec des investisseurs providentiels de renom. Plusieurs pensent que les administrations publiques pourraient jouer un rôle plus important à cet égard dans les régions et les grappes sectorielles névralgiques, en soutenant les modèles qui s'inspirent de l'OCRI ou du TVG, par exemple, qui ont favorisé l'établissement de relations entre les investisseurs providentiels et les fonds de CR.
- **Supprimer les obstacles aux investissements transfrontières en CR** – Les gestionnaires professionnels interviewés ont reconnu la participation accrue des fonds de CR américains et des investisseurs étrangers au financement des entreprises canadiennes en début de croissance, ainsi que la valeur implicite de cette tendance pour ce qui est de l'accès aux ressources, à l'expertise, aux marchés, etc. C'est pourquoi la plupart des répondants estiment que les gouvernements devraient se pencher sur les questions juridiques susceptibles d'entraver inutilement ces activités; par exemple, les règles qui s'appliquent aux non-résidents qui investissent dans des entreprises privées canadiennes par l'entremise de filiales de type « Delaware » ou de filiales étrangères. Les

gouvernements devraient également vérifier si des éléments de la politique fiscale restreignent involontairement la capacité des fonds de CR américains et autres fonds étrangers de s'établir en permanence au Canada.

- **Éliminer les obstacles réglementaires aux investissements en CR en début de croissance** – Les professionnels de l'industrie ne considèrent pas que les normes réglementaires canadiennes entravent l'exécution de la plupart des transactions de financement des entreprises en début de croissance. Cependant, ils ont dit craindre que la longueur des procédures d'examen ne ralentisse les activités de financement dans le segment de l'agro-alimentaire et, éventuellement, dans les autres segments des sciences de la vie. Pour cette raison, certains répondants ont recommandé aux gouvernements de consulter les professionnels du CR à ce sujet et de veiller à ce que le processus ne soit pas retardé inutilement.
- **Autres sources de préoccupation** – Sans avoir formulé de recommandations, les répondants ont soulevé d'autres questions qui, à leur avis, devraient être étudiées par les gouvernements, notamment le rôle que pourraient jouer les expatriés dans la création d'entreprises au Canada; les restrictions géographiques imposées aux fonds de CR gouvernementaux ou subventionnés par l'État (p. ex., SCRT/fonds de détail) dans un contexte de nord-américanisation croissante; les autres dispositions juridiques qui compliquent inutilement le co-investissement.



#### IV. Conclusion

Tous les professionnels interviewés – investisseurs providentiels et gestionnaires de fonds de CR canadiens, et membres de l'industrie américaine – ont convenu que la rentabilité des investissements en début de croissance (prédémarrage, démarrage, etc.) sur le marché canadien est et sera excellente.

En fait, les répondants envisagent généralement avec optimisme l'avenir de l'investissement en début de croissance au Canada, en raison de la richesse du système d'innovation, des caractéristiques des nouvelles entreprises des grappes du secteur technologique du pays, ainsi que du nombre croissant d'investisseurs expérimentés qui peuvent réaliser et diriger des financements d'entreprises, situation qui tranche par rapport à celle qui régnait il y a moins de dix ans. Ils estiment que si l'on accroît la capacité d'investir en début de croissance à l'échelle nationale, les membres de l'industrie canadienne du CR pourraient faire fond sur les tendances décrites à la section II (**Tendances des investissements en capital de risque dans les entreprises en début de croissance au Canada, 1996-2004**) et combler les principales lacunes (p. ex., valeur des transactions, niveau de financement dans certains secteurs et régions, etc.).

Dans cette optique, les répondants ont ajouté que si, à l'heure actuelle, il y a manifestation des obstacles aux investissements en début de croissance il est possible de les surmonter grâce à des partenariats et à des stratégies plus efficaces qui amélioreront le rendement et auront un impact marqué sur la compétitivité et la prospérité au Canada. Avant toutes choses, ils estiment que les membres de l'industrie doivent poursuivre leur apprentissage sur le tas et élaborer des pratiques et des infrastructures qui favoriseront une commercialisation efficace des idées et des inventions, l'entrepreneuriat et la création d'entreprises à valeur ajoutée.

Évidemment, les efforts de l'industrie doivent être étayés par l'écosystème, qui doit évoluer de manière à favoriser le financement par CR. De plus, comme les répondants ont tenu à le préciser, l'augmentation des investissements de CR en début de croissance passe par l'accroissement de l'offre de capital dans l'ensemble du marché canadien. Ils ont conclu qu'en l'absence d'améliorations à court terme à ce chapitre, les progrès enregistrés depuis les années 1990 risquent d'être effacés et tout progrès futur, arrêté.

**Annexe A : Gestionnaires professionnels du Canada et des États-Unis interviewés dans le cadre de la présente étude**

Doug Hewson, associé directeur  
Axis Capital Corporation

Rainer Paduch  
Band of Scoundrels et Ottawa Angel Alliance

Robert Inglese, vice-président, Prédémarrage en technologies  
Capital de risque BDC

Sophie Forest, associée directrice  
Brightspark Ventures

Andrew Waitman, associé directeur, CFA  
Celtic House Venture Partners

Randy Glein, associé spécial  
Draper Fisher Jurvetson

Noubar Afeyan, premier directeur général et chef de la direction  
Flagship Ventures

Murray McLaughlin, président et chef de la direction  
Foragen Technologies Management

Louis Lacasse, président  
GeneChem

Damian Lamb, directeur général  
Genesys Capital Partners

Livia Mahler, associée  
Greenstone Venture Partners

Les Lyall, premier vice-président  
GrowthWorks

Bernard Hamel, président du conseil et associé commandité principal  
GTI Capital

Cédric Bisson, associé (sciences de la vie)  
Chris Arsenault, associé (technologie de l'information)  
MSBi Capital

Jay Morrison, associé directeur  
Ken Wigglesworth, associé délégué (Eagle One Ventures)  
Newbury Ventures

Ilse Treurnicht, présidente et chef de la direction  
Andrew Harrison, associé  
Primaxis Technology Ventures

Ramana Jampala, associé  
SAS Investors

Claude Haw, associé directeur  
Skypoint Capital Corporation

Bernard Coupal, président  
T2C2 Capital

Ron Thompson  
Toronto Angel Group

Sam Znaimer, premier vice-président  
Ventures West Management

## Annexe B : Brève description des étapes de développement d'une entreprise

Cette description est fondée sur les méthodes de recherche habituellement utilisées au Canada et aux États-Unis pour le suivi du marché du CR.

### Acitivités préalables au prédémarrage

- L'innovation est généralement conçue dans un centre de recherche.
- Le potentiel commercial est évalué tout de suite.
- Une attention particulière est accordée à la propriété intellectuelle.



### Prédémarrage

- Premier stade de l'évolution de l'entreprise
- En général, l'entreprise/le produit demeure à l'étape conceptuelle.
- On met l'accent sur la R-D et/ou la première étape du développement du produit.



### Démarrage

- Création de l'entreprise à partir du concept
- Élaboration des principaux éléments de l'infrastructure de gestion.
- On met l'accent sur le développement continu d'un ou de plusieurs produits.
- Souvent, il n'y a pas de revenus à cette étape.



### Autres-stades préliminaires

- De la création de l'entreprise à l'exploitation commerciale
- L'infrastructure de gestion se précise.
- Souvent, l'entreprise commence à faire du marketing et des ventes, et à toucher des revenus.
- Le développement du produit peut comprendre les essais du prototype (TI) ou les essais cliniques (sciences de la vie)



### Expansion

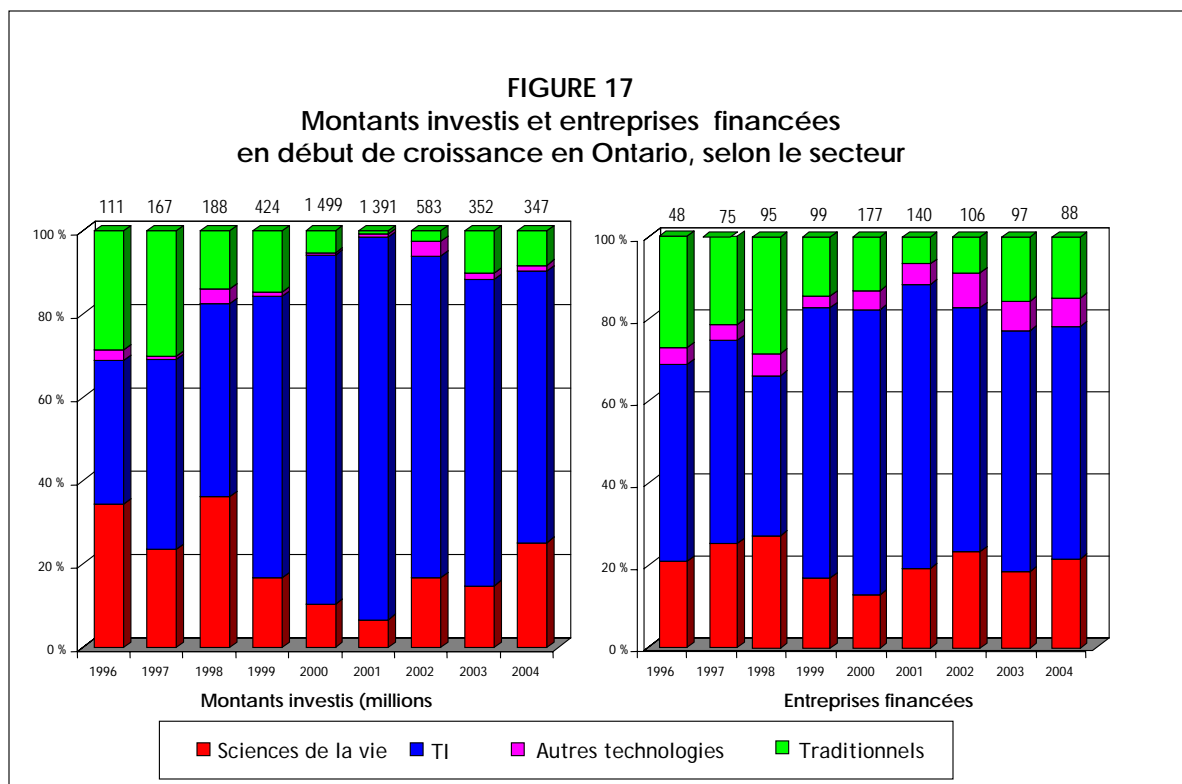
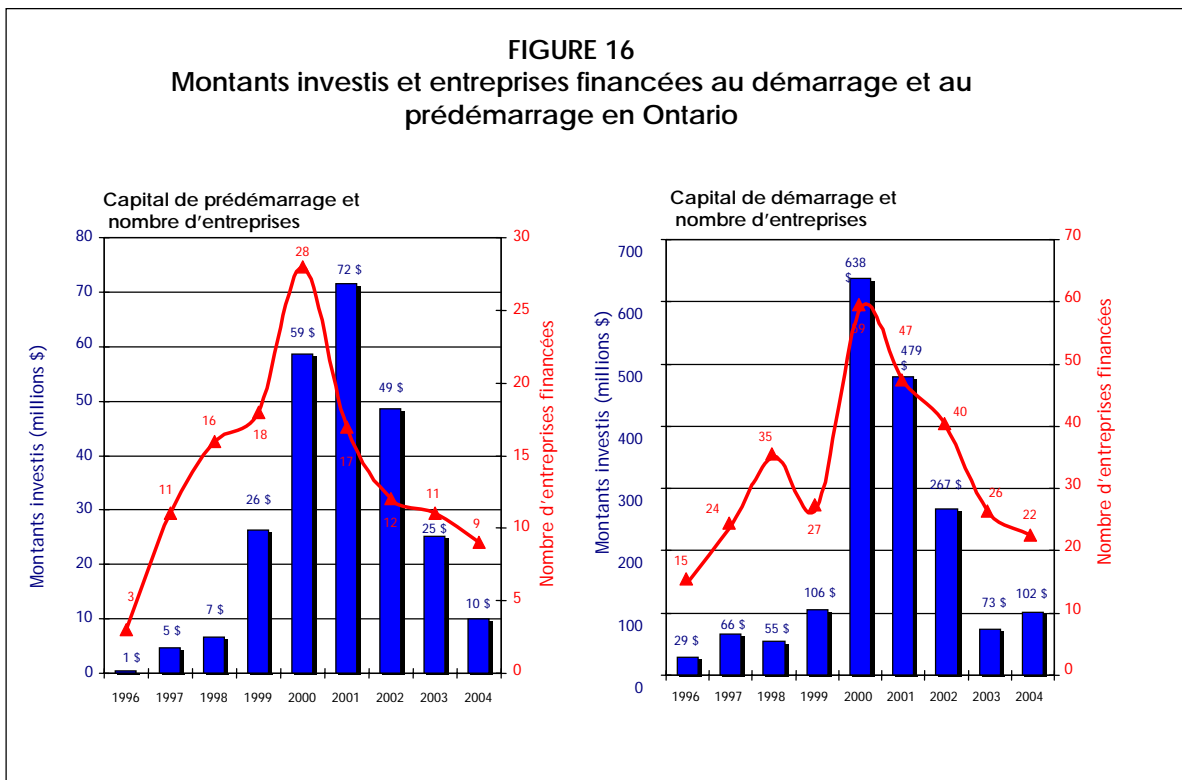
- Exploitation commerciale à grande échelle
- Intensification du marketing et des ventes; au moins un produit génère des recettes.
- L'entreprise est souvent rentable ou non déficitaire.
- Il arrive que le développement de produits se poursuive.



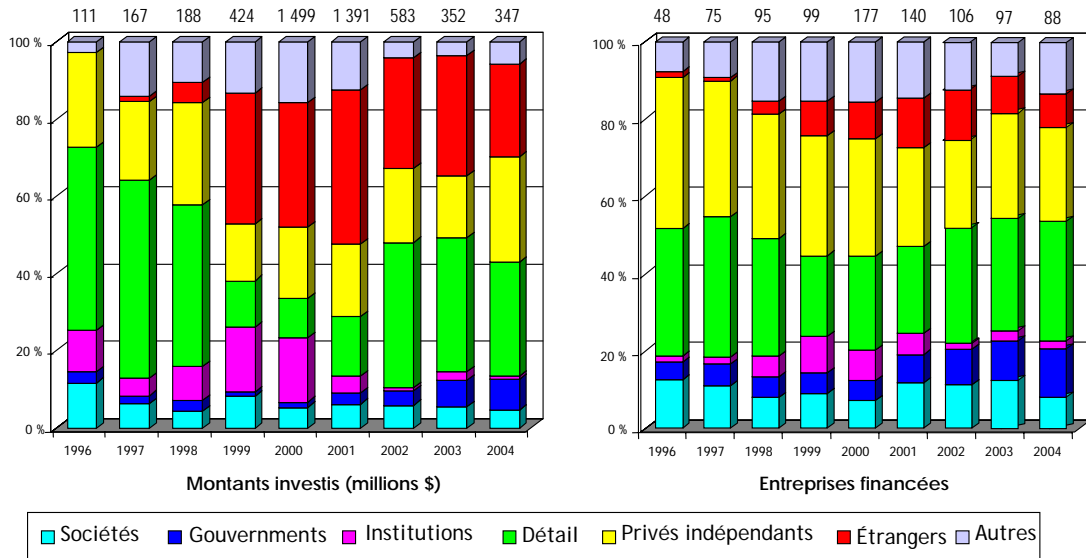
### Autres stades ultérieurs

- Entreprise établie qui tourne à plein régime
- Objectifs de forte croissance
- Les profits sont généralement constants.
- Si l'entreprise est chancelante, elle peut prendre un nouveau départ.

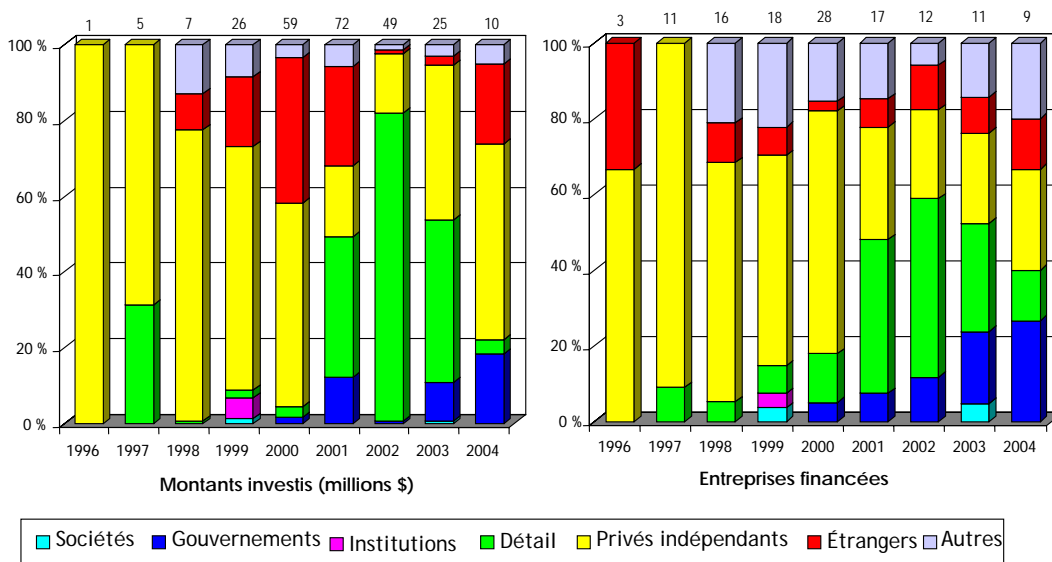
Annexe C : Données supplémentaires



**FIGURE 18**  
**Montants investis et entreprises financées en début de croissance en Ontario, selon le type d'investisseur**



**FIGURE 19**  
**Montants investis et entreprises financées au prédémarrage en Ontario, selon le type d'investisseur**



**FIGURE 20**  
**Montant investi et entreprises financées en Ontario,**  
**selon le type d'investisseur et le stade de développement**

