

La contribution du capital de risque à l'économie canadienne

Des effets multiples et très importants



CANADA'S VENTURE CAPITAL & PRIVATE EQUITY ASSOCIATION
ASSOCIATION CANADIENNE DU CAPITAL DE RISQUE ET D'INVESTISSEMENT

Janvier 2009

-Le présent rapport, ainsi que la recherche sur laquelle il est fondé, a bénéficié de l'appui et de l'engagement d'un bon nombre de personnes. Au nom des innovateurs et entrepreneurs canadiens, des investisseurs de capital de risque qui les appuient ainsi que des Canadiens et des Canadiennes qui se sentent concernés par l'évolution de notre pays vers une économie basée sur le savoir, nous tenons à remercier les personnes et les organismes suivants pour leur contribution à ce projet :

Auteur du rapport et directeur de projet

Dr Gilles Duruflé

Comité directeur

Dr Robin Louis, président, ancien président de l'ACCR
Charles Cazabon (BDC)

Steve Hnatiuk (Yaletown Venture Partners)

Hubert Manseau (Multiple Capital)

Richard Rémillard (ACCR)

Annie Thabet (Celtis Capital)

Commanditaire principal



Autres commanditaires



Recherche et analyse des données

Dr Gilles Duruflé a coordonné la méthodologie et les résultats de l'analyse économique.

E&B Data a conçu la méthodologie d'analyse des retombées économiques, a réalisé le sondage et préparé le rapport intitulé « The Economic Impact of Canadian Technology Venture Backed Companies ». Il a également contribué au rapport principal. L'équipe de E&B Data était composée de Jean Matuszewski, Frédéric Chevalier, Anissa Seghier, Philippe Bériault, Nicklaus Davey, Pierre Bès et Lia Bozneau.



Thomson Reuters a fourni et organisé les données relatives à l'industrie du capital de risque et aux sociétés visées par l'étude. Il a contribué à la méthodologie de l'étude et à l'identification des sociétés financées par du capital de risque avant 1996. L'équipe était formée de Kirk Falconer et de Jean Potter.



Sommaire exécutif

1. L'industrie canadienne du capital de risque a un impact important sur l'économie

De 1996 à 2007, les fonds de capital de risque ont financé 2 175 sociétés technologiques canadiennes, dont 1 740 existaient toujours en 2008. De plus, avant 1996, le capital de risque a financé 15 sociétés encore en activité dont le chiffre d'affaires a été supérieur à 50 millions de dollars en 2008.

En moyenne, ces 1 755 entreprises ont un chiffre d'affaires de 10,5 millions de dollars et procurent 47 emplois directs chacune. Il s'agit de petites, de moyennes et de grandes entreprises.

Ensemble, elles génèrent des ventes de 18,5 milliards de dollars :

- 15,4 milliards de dollars en TIC,
- 1,9 milliard de dollars en Sciences de la vie,
- 1,0 milliard de dollars en Technologies autres.

Au total, elles emploient 63 955 personnes au Canada et 17 760 à l'étranger.

De plus, elles génèrent 83 549 emplois indirects au Canada pour un total de 147 504 emplois directs et indirects au Canada, soit 1,3 % de tous les emplois du secteur privé canadien. Les emplois indirects sont générés par l'achat de biens et de services auprès d'entreprises d'autres secteurs. Ils sont calculés d'après les multiplicateurs d'emplois normalisés publiés par industrie de Statistique Canada.

Les 51 050 emplois directs des entreprises canadiennes de TIC financées par du capital de risque représentent 8 % des emplois dans ce secteur et les 5 069 emplois directs des entreprises de biotechnologie financées par du capital de risque représentent 34 % des emplois dans ce secteur.

Le Produit intérieur brut (PIB) est la valeur de tous les biens et services produits à l'intérieur des limites géographiques d'un pays au cours d'une période donnée. En 2007, la contribution des entreprises financées par du capital de risque au PIB canadien a été de 14,5 milliards de dollars, soit 0,94 % du PIB total : 0,54 % provenant directement des salaires, des profits et des impôts versés par ces entreprises et 0,40 % générés indirectement par l'achat de biens et services auprès d'entreprises d'autres secteurs.

L'impact des entreprises financées par du capital de risque sur l'économie canadienne est très significatif : près de 150 000 emplois (1,3 % de tous les emplois du secteur privé) et près de 1 % du PIB. L'impact sur la croissance est également très important puisque les entreprises financées par du capital de risque ayant participé au sondage croissent plus de 5 fois plus rapidement que l'économie en général. De plus, leur impact sur l'innovation (R. et D. et brevets) et les exportations est très substantiel.

Au-delà de ces statistiques économiques, il y a d'autres retombées importantes : (i) les entreprises financées par du capital de risque qui réussissent génèrent une richesse et une expertise qui est réinvestie dans les entreprises en démarrage de la prochaine génération; (ii) elles créent des entrepreneurs en série; (iii) elles permettent des financements par des investisseurs providentiels; (iv) elles créent un bassin de gestionnaires chevronnés. Avec les investisseurs providentiels, les fonds de capital de risque jouent un rôle crucial en faisant le lien entre ces bassins de richesse et d'expérience, d'une part, et les nouvelles sociétés en démarrage, d'autre part.

¹ Voir la méthodologie à l'Annexe B.

² L'impact indirect du PIB est calculé d'après les multiplicateurs d'emplois normalisés par industrie de Statistique Canada. Voir la méthodologie à l'Annexe B.

2. Les gouvernements ont tout intérêt à soutenir le développement de l'industrie du capital de risque

Bâtir un écosystème prospère de soutien à l'innovation est une tâche de longue haleine. Comme l'ont démontré les nombreuses études américaines citées dans le présent document, une industrie du capital de risque vigoureuse en est l'une des plus importantes composantes. Mais il faut des décennies pour constituer un bassin d'entrepreneurs en technologie, de capital-risqueurs et de gestionnaires d'entreprises reconnus. Bâtir une industrie de capital de risque forte et viable prend un temps tout aussi long. Il aura fallu trois décennies, plusieurs cycles économiques et un très grand soutien des gouvernements (dans les années 1960 par l'entremise du programme SBIC) avant que l'industrie américaine du capital de risque connaisse une croissance soutenue et auto entretenue à partir de la fin des années 1970. Cette croissance du capital de risque a eu un impact considérable sur l'économie américaine en matière de productivité et d'innovation, de croissance économique et d'emplois.

Le Canada veut passer d'une économie de ressources à une économie basée sur le savoir. Pour y arriver, il a massivement investi des fonds publics en R. et D. et, par une série de mesures telles que des crédits d'impôt et des fonds gouvernementaux de capital de risque, les gouvernements fédéral et provinciaux ont soutenu le développement de l'industrie du capital de risque. Les bénéfices qu'apporte le capital de risque à l'économie canadienne sont très importants et, si l'on se fie à l'exemple de l'industrie américaine, ces bénéfices pourraient plus que doubler si l'industrie peut continuer de croître.

Mais l'industrie canadienne du capital de risque traverse actuellement une période de transition très difficile. Les gouvernements ont réduit leur soutien direct au moment où, comme c'est le cas dans la plupart des autres industries de capital de risque dans le monde, l'industrie canadienne n'est pas encore parvenue à livrer des rendements suffisamment élevés pour attirer de façon régulière les investisseurs institutionnels canadiens et étrangers. Par conséquent, les montants levés diminuent et le rythme d'investissement des fonds canadiens se réduit. Au cours des quatre dernières années, ce déclin a été compensé en partie par une augmentation des investissements

provenant de fonds américains. Cependant, ce financement américain se dirige généralement vers des entreprises à des stades plus avancés et entraîne quelquefois un glissement de leurs activités aux États-Unis. L'établissement d'une économie technologique forte et innovatrice au Canada nécessite une solide industrie canadienne du capital de risque.

3. Un appel à passer à l'action

La tourmente qui agite les marchés financiers depuis 2008 rendra la crise du capital de risque encore plus sévère étant donné que, pour rééquilibrer leurs portefeuilles, bon nombre d'investisseurs institutionnels vont réduire leurs investissements dans des fonds de capital de risque et les concentrer dans de grands fonds qui ont fait leurs preuves. Les fonds canadiens, habituellement petits et jeunes, en souffriront. Au moment même où l'accès au capital sera plus difficile pour les fonds, les sociétés en portefeuille auront besoin de liquidités accrues pour survivre à la récession. Pour l'ensemble du système, ce sera le pire moment pour manquer d'argent.

Les gouvernements canadiens, tant fédéral que provinciaux, ont investi des montants très substantiels en R. et D. tant dans les universités et centres de recherche, par des financements directs, que dans l'industrie à travers des crédits d'impôt. Il y a des retombées potentielles très importantes à attendre de la commercialisation de ces recherches. L'industrie du capital de risque est une partie essentielle de l'écosystème qui permet le transfert de la recherche du laboratoire au produit commercialisable, et si l'industrie du capital de risque n'est pas en santé, ces retombées seront perdues.

Une industrie du capital de risque forte et en croissance est essentielle, à court terme pour dériver tous les bénéfices de la commercialisation de la R. et D., et à plus long terme, en raison des impacts positifs qu'elle aura sur l'économie en général en termes de croissance et d'emploi. Il est donc essentiel que toutes les parties—gouvernements, investisseurs institutionnels, fonds de capital-risque et entrepreneurs—travaillent ensemble à la construction d'une industrie canadienne du capital de risque solide et durable.

1.	Introduction	6
2.	Qu'est-ce que le capital de risque ?	7
3.	Le fonctionnement des fonds de capital de risque	9
3.1.	La levée de fonds	9
3.2.	Investir et créer de la valeur : le modèle théorique	9
3.3.	La sortie et distribution du rendement	11
4.	Le capital de risque, une industrie qui est née aux États-Unis	12
5.	L'industrie canadienne du Capital de risque	14
5.1.	Une histoire différente qui explique certaines des caractéristiques de l'industrie canadienne	14
5.2.	L'industrie canadienne du capital de risque est encore jeune	15
5.3.	Elle est relativement moins développée que l'industrie américaine et l'écart s'élargit	17
5.4.	Les levées fonds se réduisent et entraînent une baisse les investissements par des fonds canadiens	17
6.	L'impact économique du capital de risque – Résultats américains	21
6.1.	Les sociétés soutenues par du capital de risque ont un fort impact sur l'innovation et la prise de brevets.	21
6.2.	Les premiers appels publics à l'épargne de sociétés qui bénéficient du capital de risque font mieux que ceux d'autres sociétés.	22
6.3.	Les sociétés soutenues par du capital de risque ont un fort impact positif sur l'économie américaine, l'emploi, les ventes et la valeur de marché	22
7.	L'impact du capital de risque sur l'économie canadienne	23
7.1.	Le capital de risque a financé une grande partie des plus importantes entreprises technologiques canadiennes, qu'elles soient privées ou ouvertes au public	23
7.2.	Les entreprises technologiques financées par du capital de risque génèrent près de 150 000 emplois au Canada (1,3 % de tout le secteur privé) et 1 % du PIB canadien	26
7.3.	Les entreprises financées par du capital de risque croissent à un rythme beaucoup plus élevé (emplois et ventes) que la moyenne de leur secteur.	27
7.4.	Les entreprises financées par du capital de risque ont une forte propension à l'innovation et à la R. et D.	28
7.5.	Les entreprises financées par du capital de risque sont fortement tournées vers l'exportation	29
7.6.	Sommaire – une comparaison entre le Canada et les États-Unis	29
8.	Les réussites : l'effet boule de neige de l'industrie canadienne du capital de risque	31
8.1.	Q9 Networks: attirer et soutenir les entrepreneurs en série	32
8.2.	Axcan Pharma: vision, stratégie, communication, confiance et audace	34
8.3.	Taleo – L'effet local d'un succès mondial	35
8.4.	Creo –L'effet boule de neige du capital de risque et des sociétés prospères	37
8.5.	ALI Technologies : du capital de risque, des investisseurs providentiels et l'effet boule de neige	39
8.6.	Biochem Pharma : une pépinière de talents et une source de fonds pour l'industrie de la biotechnologie au Québec	41
8.7.	Positron Fiber Systems : accompagner des démarrages de première, puis de deuxième et de troisième génération	44
9.	Conclusion	47
9.1.	L'industrie canadienne du capital de risque est très importante pour l'économie	47
9.2.	Les gouvernements ont tout intérêt à soutenir le développement de l'industrie du capital de risque	47
9.3.	Un appel à passer à l'action	48
	Annexe A : Glossaire	49
	Annexe B : Méthodologie	50
	Bibliographie	52

Introduction

Le capital de risque est souvent associé à l'image positive de la recherche scientifique, de l'innovation, des démarrages d'entreprises, des succès d'entreprises technologiques et à la compétitivité de l'économie en général. Des entreprises à succès qui font maintenant la gloire de l'économie américaine comme Microsoft, Intel, DEC, Genentech ou, plus récemment, Google et Youtube, ont été financées par du capital de risque à leurs tout débuts. Au Canada, même si le capital de risque est une industrie plus jeune, il a permis de financer des entreprises comme Biochem Pharma, Research in Motion, MacDonald Dettwiler & Associates, Corel, Open Text et Ballard Power Systems.

Toutefois, cette perception généralement positive de l'industrie du capital de risque ne va pas sans remises en question. Ainsi, après l'éclatement de la bulle technologique, au tournant du siècle, le capital de risque a été associé avec exubérance et investissements sans fondements économiques réels. Suite à de nombreux exemples de fermeture d'entreprises de haute technologie, certains ont commencé à mettre en doute ses effets positifs sur l'économie. De plus, au Canada, certains observateurs, constatant le grand nombre d'entreprises financées par du capital de risque qui sont passées en des mains étrangères, en particulier américaines, se demandent ce qu'il en reste concrètement pour l'économie canadienne.

C'est pourquoi dans de nombreux pays, en particulier aux États-Unis, des chercheurs universitaires ont entrepris des études visant à mesurer l'impact du capital de risque sur la croissance et la valeur des entreprises, ainsi que sur l'innovation, et c'est aussi pour ces raisons que les associations d'entreprises en capital de risque ont commandité des études indépendantes sur l'impact du capital de risque sur l'économie en général et, tout particulièrement, sur l'emploi et le PIB.

La présente étude mesure et explique l'impact du capital de risque sur l'économie canadienne. Elle cherche à répondre à certaines des questions qui entourent l'industrie du capital de risque et à contribuer au débat public sur les politiques que le Canada pourrait adopter pour améliorer sa compétitivité au 21^e siècle.

Premièrement, l'étude présente le capital de risque, son fonctionnement et sa façon d'ajouter de la valeur, son évolution au Canada, ses retombées pour l'économie en général et son importance pour le développement d'une économie moderne fondée sur la technologie.

Deuxièmement, en se basant sur les résultats d'un sondage étendu, l'étude mesure l'impact du capital de risque sur l'emploi, le revenu et le PIB au Canada, et compare ces résultats avec ceux d'autres pays, en particulier les États-Unis. De telles comparaisons permettent de mesurer les progrès réalisés jusqu'à présent et ceux qui peuvent encore être faits.

Enfin, l'étude illustre la valeur ajoutée par les entreprises de capital de risque à leurs investissements en présentant le cas de plusieurs entreprises canadiennes qui ont été financées par le capital de risque et qui ont réussi.

La présente étude a pour objet principal de permettre aux gestionnaires de capital de risque, aux gouvernements et au grand public de mieux comprendre le capital de risque et d'avoir une vue d'ensemble de ce qu'il apporte à l'économie.

Contrairement aux États-Unis où l'industrie du capital de risque est relativement mature et ses réalisations sont bien connues, l'industrie canadienne est beaucoup plus jeune et, comme la plupart des autres industries de capital de risque dans le monde, elle n'a pas encore atteint sa maturité. C'est pourquoi, il est d'autant plus important d'analyser ce qu'elle a déjà accompli et de faire ressortir les retombées qu'elle pourrait apporter au pays lorsqu'elle sera parvenue à maturité.

Cette étude constitue une première étape. Une recherche poussée a été nécessaire pour monter une base de données aussi complète que possible sur l'emploi et les revenus des entreprises récentes et plus anciennes qui ont reçu du capital de risque¹. L'ACCR a l'intention de continuer à alimenter cette base de données dans les années à venir pour en faire profiter tous ceux qui portent intérêt à cette industrie.

¹ La méthodologie de cette étude est expliquée à l'Annexe B.

2.0 Qu'est-Ce Que Le Capital De Risque ?

Dans leur livre de référence « The Venture Capital Cycle »², Josh Lerner et Paul Gompers définissent le capital de risque en ces termes : « des capitaux dédiés et gérés de façon indépendante qui se concentrent sur des investissements en fonds propres ou quasi-fonds propres dans des entreprises privées en forte croissance ». Le capital de risque se définit donc par les trois éléments suivants :

- Sa cible : des entreprises privées en croissance. Dans ce même texte, les auteurs utilisent d'autres expressions semblables comme « entreprises privées à fort contenu technologique » ou « nouvelles entreprises ». Le capital de risque se concentre sur la tâche difficile de financer de jeunes entreprises technologiques en forte croissance. Le terme « technologie » désigne les technologies de l'information, les sciences de la vie et les technologies « autres », principalement les technologies propres et les nouveaux matériaux³.

Comme elles sont jeunes, la plupart de ces entreprises sont encore privées, mais ce n'est pas la seule raison pour laquelle le capital de risque investit principalement dans des sociétés privées. Une autre raison en est que, la plupart du temps, et pour des motifs que nous expliquerons plus loin, le capital de risque veut être un investisseur actif et pouvoir négocier les conditions liées à son investissement. Lorsqu'elles sont bien conçues, ces conditions jouent un rôle important pour permettre à l'investisseur de protéger son investissement et pour aligner les intérêts des gestionnaires et des investisseurs dans le but de bâtir l'entreprise.

De la même façon, lorsque des gestionnaires de capital de risque investissent dans des entreprises publiques, ils le font habituellement au moyen de placements privés⁴, ce qui veut dire qu'ils acquièrent une position importante dans la propriété de l'entreprise et négocient les conditions de leur investissement.

- Son mode d'investissement : un investissement en actions (ordinaires ou privilégiées) ou dans des instruments financiers liés aux actions, notamment de la dette convertible et des bons de souscription, plutôt que de la dette pure et simple.
- Ses équipes de gestionnaires : des équipes de spécialistes dédiés et indépendants, plutôt que les équipes composées de généralistes au sein de grandes institutions financières qui financent toute une gamme de secteurs ou de phases de développement des entreprises. Habituellement, les entreprises en capital de risque n'investissent pas ailleurs que dans leur domaine de prédilection (les entreprises privées à très forte croissance et à grand contenu technologique) et les autres types de fonds et véhicules de placement (banques commerciales, fonds mutuels, fonds spéculatifs et fonds de buyout) n'investissent pas dans le capital de risque.

Cette définition soulève une question qui va au cœur de l'industrie du capital de risque : pourquoi est-il nécessaire d'avoir « des capitaux dédiés et gérés de façon indépendante qui investissent en fonds propres ou quasi-fonds propres dans des entreprises privées à très forte croissance » ? Pourquoi d'autres types d'investisseurs plus traditionnels comme les banques commerciales ou d'investissement ne financent-ils pas ce genre d'entreprises ?

Il y a plusieurs raisons à cela qui tiennent aux caractéristiques propres à l'investissement dans des entreprises technologiques en démarrage et qui, en retour, expliquent les attributs spécifiques du capital de risque :

- tout d'abord, un niveau élevé d'incertitude : au-delà des facteurs habituels d'incertitude qui entourent la création de toute entreprise, d'autres incertitudes sont liées aux activités de R. et D. et au développement de nouvelles technologies, ou au fait que bon nombre de ces entreprises visent des marchés en émergence (nouveaux besoins et nouveaux produits), difficiles à cerner ou même à évaluer et où la concurrence évolue très

² Paul Gompers et Josh Lerner, « The Venture Capital Cycle », deuxième édition, The MIT Press, 2004, p.17. Ce paragraphe se base en partie sur ce livre, et en particulier sur le chapitre 7, « An Overview of Venture Capital Investing ».

³ Partout dans ce document, le terme « technologie » fera référence à ces trois secteurs.

⁴ On parle alors d'« investissements privés dans des entreprises publiques », en anglais « Private Investment in Public Enterprises » encore appelés « PIPE ».

2.0 Qu'est-ce que le capital de risque ?

rapidement en raison de l'apparition continuelle de nouvelles solutions technologiques, de nouveaux modèles d'affaires et de nouvelles entreprises;

- deuxièmement, une grande asymétrie d'information entre l'entrepreneur et l'investisseur : les états financiers habituels d'une jeune entreprise technologique ne sont pas, pour l'investisseur, un moyen adéquat de contrôler son risque et de suivre les progrès de l'entreprise. Dans une entreprise où il n'y a pratiquement pas de revenus ou de profits, l'investisseur doit avoir une idée beaucoup plus précise de ce qui s'y passe afin de déterminer si l'entreprise suit le plan prévu ou si elle doit faire l'objet de réorientations;
- troisièmement, ces entreprises ont très peu d'actifs tangibles. La plupart de leurs biens sont incorporels (résultats de recherche et de développement, propriété intellectuelle, expertise du personnel), ce qui les empêche d'obtenir du financement conventionnel sous forme de dette;
- quatrièmement, il faut beaucoup de temps, souvent jusqu'à sept ans et même plus, avant que ces entreprises puissent lancer un premier appel public à l'épargne ou soient rachetées. Un petit nombre de ces investissements seront de grands succès financiers, d'autres seront des pertes totales. C'est pourquoi le capital de risque est, par définition, hautement illiquide et risqué.

C'est pour répondre à ces caractéristiques si particulières que les capital-risqueurs ont développé des outils et des approches très spécialisés :

- Pour diminuer l'incertitude : des équipes spécialisées qui ont une grande expertise dans leur industrie et des réseaux très profonds qui leur permettent d'accéder rapidement à des informations pointues sur les technologies, les marchés, la concurrence, les acheteurs potentiels et de trouver des gestionnaires d'expérience. Ces savoir faire et ces réseaux permettent aux gestionnaires de capital de risque (i) d'investir en étant mieux informés et (ii) de travailler plus étroitement avec la direction pour aider à construire l'entreprise et préparer une sortie.
- Pour faire face à l'asymétrie d'information, les capital-risqueurs misent sur :
 - une revue diligente approfondie avant d'investir;

- un suivi très serré par la suite, notamment en participant activement aux réunions du conseil d'administration et en communiquant directement avec la direction pour suivre les mesures de performance, aussi appelées tableaux de bord ou jalons;
- la mise en convergence des intérêts de l'entrepreneur et des investisseurs au moyen de régimes de rétribution sur mesure, notamment en actions et en options d'achat d'actions, ainsi que de clauses contractuelles comme les préférences en matière de liquidation;
- la syndication avec d'autres fonds de capital de risque d'expérience de façon à maximiser l'expertise et l'accès à l'information pertinente.

Toutes ces activités requièrent des compétences particulières, une connaissance de l'industrie et des réseaux, et demandent beaucoup de temps. C'est pourquoi les gestionnaires de capital de risque ne font que peu d'investissements (un ou deux par gestionnaire senior et par an) et gèrent un nombre limité d'investissements à la fois (jusqu'à six habituellement). Cette participation active entraîne des frais relativement plus élevés que d'autres types d'investissements qui doivent être compensés par un rendement plus élevé.

- Du fait de l'absence d'actifs tangibles : le financement en fonds propres ou quasi fonds propres (actions et instruments financiers liés aux actions)
- Pour palier le manque de liquidité et le risque : le principal véhicule d'investissement retenu par le capital de risque, surtout aux États-Unis et en Europe, est la structure de société en commandite dont les conditions sont négociées de façon à attirer des investisseurs à long terme, aux portefeuilles diversifiés, soit principalement des investisseurs institutionnels tels que les fondations, les caisses de retraite publiques et privées et les compagnies d'assurance. Les fonds de capital-risque disposent ainsi de sources de financement stables et durables.

Le résumé ci-dessus présente les principales caractéristiques de l'industrie du capital de risque. Cette industrie ne s'est pas faite en un jour. Elle a mis environ 40 ans à se développer et à atteindre la maturité qu'elle affiche aujourd'hui aux États-Unis. Puis elle s'est propagée, plus ou moins rapidement, vers d'autres contrées, notamment l'Europe, Israël, le Canada et maintenant la Chine et l'Inde.

3.0 Le fonctionnement des fonds de capital de risque

L'activité d'une entreprise en capital de risque comporte trois étapes.

3.1 La levée de fonds

En premier lieu, les gestionnaires de capital de risque doivent lever un fonds.

Le modèle dominant dans l'industrie est celui d'équipes indépendantes qui lèvent des capitaux auprès d'investisseurs institutionnels, principalement des caisses de retraite, des fondations et des institutions financières. Ces fonds sont structurés en sociétés en commandite (« Limited Partnerships » en anglais). C'est pourquoi les investisseurs sont appelés commanditaires (« LPs »), tandis que l'équipe qui gère le financement joue le rôle de commandité (« General Partner ou GP »). Habituellement, les commandités doivent investir dans le fonds une part significative de leur propre fortune. Avec la participation aux profits (« carried interest ») (chapitre 3.3), c'est une des principales façons d'assurer la convergence des intérêts des commanditaires et des commandités.

Il y a plusieurs raisons pour lesquelles la société en commandite est devenue la principale façon de structurer le capital de risque aux États-Unis et, de plus en plus, ailleurs dans le monde. (i) De nombreux investisseurs, notamment les caisses de retraite, ne sont pas imposables et la société en commandite permet de transférer les profits aux investisseurs sans qu'ils soient imposés. (ii) Le modèle convient parfaitement aux investisseurs qui, comme les fondations et les caisses de retraite, ont des horizons d'investissements de long terme. (iii) Son accès peut être restreint à un nombre limité d'investisseurs aguerris et, de ce fait, elle n'est pas tenue de s'inscrire auprès de la commission des valeurs mobilières compétente. (iv) Le système de distribution des montants réalisés lors de la vente des investissements permet la distribution aux gestionnaires d'une part des profits (le « carried interest ») qui devient un puissant outil d'alignement des intérêts des investisseurs et des gestionnaires du fonds. Finalement, (v) cette structure a une durée de vie limitée, ce qui signifie que les gestionnaires devront lever un nouveau fonds tous les trois à cinq ans sur la base de leur historique de performance. Il s'agit d'un mécanisme très efficace de sélection naturelle : les bons gestionnaires trouvent de nouveaux capitaux; les autres quittent l'industrie.

En règle générale, une société en commandite a une durée de vie de dix ans qui peut être prolongée de deux ans. La période d'investissement au cours de laquelle se fait le choix des nouveaux investissements dure de trois à cinq ans. Les gestionnaires doivent attendre la fin de la période d'investissement pour lever un nouveau fonds.

Le rôle des commanditaires se limite au choix des fonds dans lesquels ils investissent et à l'apport de capitaux. Ils n'interviennent pas dans la gestion du fonds. Les principaux paramètres de gestion (les frais de gestion, l'intéressement aux profits, la stratégie et les restrictions d'investissement) sont définis dans la convention d'actionnaire. À moins d'un manquement évident à l'entente, les commanditaires ne peuvent pas démettre le commandité de ses fonctions. Mais ils peuvent choisir de ne pas investir dans le prochain fonds du commandité. Le commandité a donc tout intérêt à demeurer en bons termes avec ses commanditaires et à leur livrer du rendement.

À côté des fonds privés indépendants structurés en sociétés en commandite, il existe d'autres types de fonds : fonds captifs ou fonds « evergreen » tels que les fonds corporatifs, les fonds institutionnels—liés à des institutions financières— les fonds gouvernementaux ou les fonds fiscalisés (définis au chapitre 5.1), qui présentent des modèles différents pour les appels de capitaux ou pour la rémunération des gestionnaires.

3.2 Investir et créer de la valeur : le modèle idéal

Lorsque le fonds est levé, les gestionnaires l'investissent dans un portefeuille d'entreprises. Les principaux facteurs de réussite à cette étape sont :

- La qualité des propositions reçues. Les gestionnaires ne font pas que réagir aux plans d'affaires qu'ils reçoivent, ils recherchent activement des occasions d'investir à partir de diverses sources telles que les centres universitaires et de recherche, l'essaimage de grandes sociétés et les entrepreneurs en série. Ils peuvent même créer eux-mêmes des entreprises en réponse à la perception d'un besoin du marché ou d'une occasion technologique.

3.0 Le fonctionnement des fonds de capital de risque

- La rigueur avec laquelle ils étudient les propositions, processus durant lequel sont passés en revue l'équipe de direction, le modèle d'affaires, le potentiel de marché, la technologie, la propriété intellectuelle, la capacité du fonds à ajouter de la valeur à l'investissement, le capital nécessaire pour parvenir jusqu'à une sortie, et le retour potentiel sur investissement. Étant donné le niveau de risque, l'occasion d'investissement doit avoir le potentiel de faire une véritable percée et de devenir un grand gagnant.
- L'aptitude à structurer une entente qui aligne les intérêts au sein du groupe d'investisseurs, d'une part, puis entre les investisseurs et l'équipe de gestion de l'entreprise dans laquelle est fait l'investissement, d'autre part.

Les fonds de capital de risque ne font que peu d'investissements annuellement et sont très sélectifs. Sur 100 plans d'affaires reçus, 10 sont étudiés en détail et un ou deux recevront du financement. Toutefois, ce n'est pas parce qu'un plan ne répond pas aux critères d'investissement d'un fonds qu'il ne pourra pas s'inscrire dans la stratégie d'investissement d'un autre fonds.

Les fonds de capital de risque investissent habituellement en syndication avec d'autres fonds, ce qui leur permet de diversifier leur risque et, en choisissant les autres participants, d'avoir accès à une gamme élargie d'expertise et de réseaux. Ils investissent aussi par rondes, ce qui veut dire que, lorsqu'ils investissent dans une entreprise, ils se réservent des capitaux pour pouvoir participer aux rondes suivantes.

Ce ne sont pas tous les investissements du portefeuille qui porteront des fruits. Les gestionnaires compétents sont ceux qui savent fixer à l'entreprises les bons objectifs, qui se retirent rapidement de celles qui ne performant pas et qui consacrent leur temps et leurs efforts aux entreprises gagnantes afin de bâtir des sorties dont les valeurs seront élevées. Ce sont ces entreprises gagnantes qui déterminent habituellement le rendement des portefeuilles.

Pour bâtir ces sorties, les gestionnaires de capital de risque travaillent en étroite collaboration avec les dirigeants des sociétés de portefeuille. Ils participent activement au conseil d'administration et aident au recrutement d'autres membres du conseil qui disposent de relations-clés et sont susceptibles d'ajouter de la valeur. Lorsque l'entreprise en

est encore à ses débuts, ils travaillent au modèle d'affaires avec la direction, apportent un soutien opérationnel direct et peuvent intervenir pour compléter ou modifier l'équipe de gestion afin de relever les nouveaux défis qui se posent durant la croissance de l'entreprise. Ils puisent également dans leur réseau pour mettre en contact les sociétés de leur portefeuille avec des clients stratégiques.

En faisant appel à leur réseau au sein de la collectivité du capital de risque, ils aident à mettre sur pied de nouvelles rondes de financement, avec d'autres investisseurs susceptibles d'ajouter de la valeur.

Finalement, ils aident à préparer la sortie de leur investissement, en travaillant avec les banques d'investissement afin de préparer un appel public à l'épargne ou en positionnant l'entreprise pour qu'elle soit reprise par un acheteur stratégique.

Pour y arriver, ils s'appuient sur une équipe d'associés très expérimentés qui disposent d'une expertise opérationnelle et sectorielle très approfondie et qui possèdent des réseaux très étendus. Ils se concentrent sur un petit nombre d'investissements et consacrent tous leurs efforts à bâtir l'entreprise.

Tel est le modèle idéal du capital de risque qui résume les meilleures pratiques par lesquelles les gestionnaires de capital de risque peuvent faire fructifier leurs investissements. En pratique, ce ne sont pas tous les fonds ni tous les investissements qui réunissent tous ces attributs et les caractéristiques d'un investissement en capital de risque varient avec le stade de développement de l'entreprise, son environnement propre, les forces et les faiblesses de l'équipe de direction, ainsi que celles des gestionnaires du fonds lui-même.

3.0 Le fonctionnement des fonds de capital de risque

3.3 Les sorties et la distribution des profits

Lorsqu'un investissement a été vendu ou qu'il est devenu public et que ses actions sont devenues négociables sans restriction après, éventuellement, une période sous écrou, il est procédé à la répartition des montants qui en résultent. Les commanditaires reçoivent leur mise de fonds et les profits sont répartis selon la formule 80 % aux commanditaires et 20 % au commandité. Cette part des profits que touche le commandité est « l'intéressement différé » ou la « participation aux profits » (« carried interest »). Son but est de faire converger les intérêts des commandités et ceux des commanditaires. En règle générale, l'intéressement est fixé à 20 %, mais certains gestionnaires dont les rendements ont été très élevés réussissent à mettre sur pied des fonds dans lesquels le niveau d'intéressement est plus élevé. De nombreux fonds ont un « taux épreuve » (« hurdle rate »). En deçà de ce taux, la totalité des profits est remise aux commanditaires. Grâce à ce modèle, les intérêts des gestionnaires de fonds et des investisseurs convergent et les gestionnaires sont rémunérés uniquement en fonction du rendement réalisé. Il existe d'autres modèles de structuration des fonds et de répartition des bénéfices (voir le chapitre 5.1), mais celui-ci s'applique à la plupart des entreprises en capital de risque à travers le monde.

4.0 Le capital de risque, une industrie qui est née aux États-Unis⁵

Même si le terme capital de risque avait déjà été utilisé peu avant la Seconde Guerre mondiale et que de riches familles avaient déjà élaboré des façons d'investir qui s'apparentaient au capital de risque, ce n'est qu'après la guerre, autour du MIT et de Harvard, que le capital de risque a formellement débuté avec American Research and Development. L'organisme a été fondé en 1946 pour financer des entreprises au potentiel prometteur basées sur des technologies dont beaucoup avaient été développées pour supporter l'effort de guerre. Au cours de la même période, d'autres groupes plus informels se sont formés autour de la baie de San Francisco pour investir également dans de jeunes entreprises technologiques.

Depuis ses débuts, l'industrie américaine du capital de risque a connu plusieurs cycles : la croissance dans les années 1950 et 1960, à la fin des années 1970, dans les années 1990 et depuis 2003. Elle a eu ses moments difficiles au début des années 1970, à la fin des années 1980 et au début du siècle actuel, lors de l'éclatement de la bulle technologique. Au cours de ces cycles, plusieurs événements ont profondément marqué le développement de l'industrie :

- La formation en 1958 du premier fonds de capital de risque structuré sous forme de société en commandite (Draper, Gaither and Anderson). Par la suite, la société en commandite est devenue la structure dominante parmi les fonds de capital de risque, car elle s'est avérée la meilleure façon de lever des fonds auprès des investisseurs institutionnels qui sont devenus les principales sources de capital pour les fonds de capital de risque, et de faire converger les intérêts des investisseurs et des gestionnaires de fonds.
- Le programme SBIC (Small Business Investment Corporation), lancé en 1958, par lequel le gouvernement venait abonder la mise de fonds d'investisseurs privés dans les fonds de capital de risque. Ce programme a permis à une première génération de gestionnaires de capital de risque de se former, de se bâtir un historique de performance et de tisser des liens avec des investisseurs susceptibles d'investir dans leurs fonds suivants.

- La création du NASDAQ en 1971, dont les conditions d'admission à la cote étaient moins sévères que celles du NYSE et qui offrait ainsi des possibilités de sortie aux entreprises à forte croissance dont les performances financières n'étaient pas encore à la hauteur de celles qui étaient exigées par d'autres bourses. Intel a été l'une des premières sociétés inscrites au NASDAQ en 1971.
- La modification apportée en 1978 à l'interprétation du principe de « gestion prudente » dicté aux caisses de retraite par le Employee Retirement Investment Security Act (ERISA, 1974). Auparavant, tout investissement dans une classe d'actifs risquée telle que le capital de risque pouvait être réputé « imprudent » et pouvait même donner lieu à une poursuite criminelle. L'interprétation de 1978 a introduit la perspective de portefeuille selon laquelle des placements dans des classes d'actifs risquées peuvent être faits pour accroître le rendement sans pour autant augmenter le risque du portefeuille dans son ensemble. Cette interprétation a permis aux caisses de retraite d'investir dans le capital de risque et a grandement contribué à la très forte croissance des investissements dans cette classe d'actifs à la fin des années 1970 et au début de la décennie suivante.

Ces divers événements ont joué un rôle important dans le développement du capital de risque aux États-Unis. Toutefois, le principal déterminant de long terme de la croissance des investissements a été le niveau de rendement très élevé atteint par certains fonds. Ces rendements à leur tour sont dus à l'augmentation de la R. et D. et aux percées technologiques qui ont suivi et qui ont marqué la seconde moitié du siècle dernier. On y retrouve le mini-ordinateur (fin des années 1950), le circuit intégré (1958), l'ordinateur personnel (milieu des années 1970), la création du Web (début des années 1990), l'émergence de l'industrie de la biotechnologie dans les années 1970 et la révolution génomique dans les années 1990. Des études économétriques montrent que si l'on considère les 50 États américains, il existe une forte relation entre le niveau de R. et D. et celui des investissements en capital de risque⁶, tandis que des études longitudinales mettent en évidence un processus de « co-évolution » entre le flux de jeunes entreprises issues de l'innovation technologique, d'une

⁵ La présente section est fondée en grande partie sur le document publié par Gil Avnimelech, Martin Kenney, Morris Teubal, « Building Venture Capital Industries: Understanding the US and Israeli Experiences », Berkeley Round Table on the International Economy, 2004

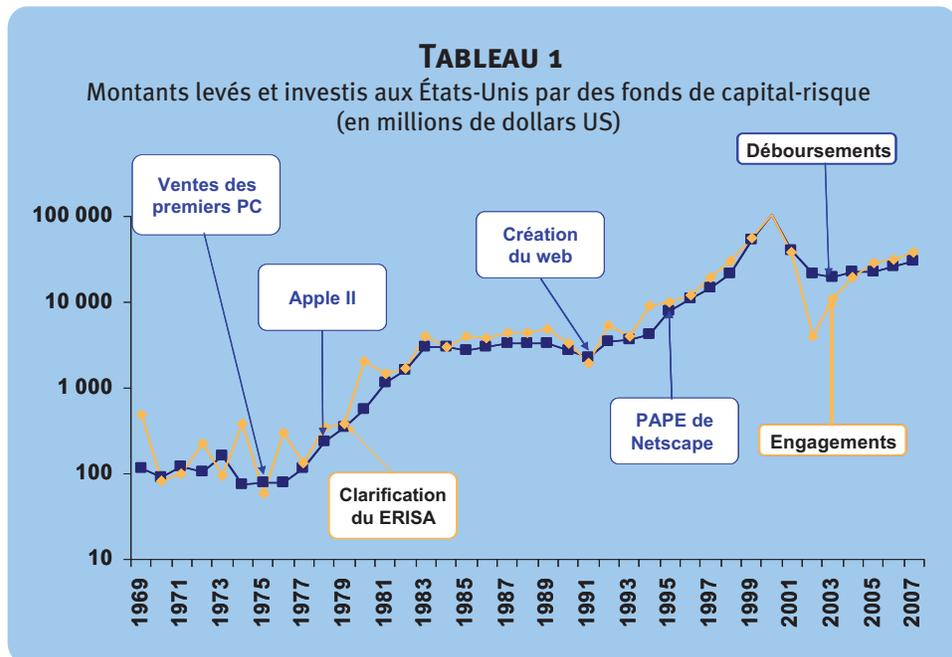
⁶ Paul Gompers et Josh Lerner, « The Venture Capital Cycle », chapitre 3: « What Drives Venture Capital Fund Raising? »

4.0 Le capital de risque, une industrie qui est née aux États-Unis

part, et la croissance de l'industrie du capital de risque, d'autre part⁷. Dans cette optique, l'industrie américaine a inventé le modèle et jalonné la voie. Aujourd'hui, d'autres puissances économiques, telles que l'Europe, le Canada, Israël, l'Inde et la Chine, suivent ses traces.

Le Tableau 1 illustre l'évolution de l'industrie du capital de risque américaine au fil des divers cycles et événements qui ont marqué son développement. Il se concentre sur les événements qui ont marqué les technologies de l'information. D'autres tableaux semblables pourraient illustrer le domaine des sciences de la vie et, plus récemment, celui des technologies propres.

Tableau 1 : Montants levés et investis aux États-Unis par des fonds de capital-risque (en millions de dollars US)



Source : Thomson Reuters

⁷ Source : Gil Avnimelech, Martin Kenney, Morris Teubal, op cit.

5.0 L'industrie canadienne du capital de risque

5.1 Une histoire différente qui explique certaines des caractéristiques de l'industrie canadienne

L'histoire de l'industrie canadienne du capital de risque est différente de celle des États-Unis et cela se reflète dans la structure de l'industrie.

À la fin des années 1970 et au début des années 1980, quelques équipes d'investissement en placement privé ont été mises en place par des institutions financières (TD, Banque Royale, Desjardins), des compagnies d'assurances (ManuVie), des gestionnaires d'actifs (Beutel, Goodman, Middlefield), des caisses de retraite (Caisse de dépôt et placement du Québec) et quelques grandes sociétés qui avaient créé leurs propres fonds (Maclaren Power/Noranda, Molson). La plupart de leurs investissements étaient du capital-développement dans des secteurs traditionnels, quoique certains investissements aient aussi été faits dans les secteurs technologiques. Contrairement aux États-Unis, très peu de fonds technologiques privés indépendants ont vu le jour au Canada avant 1990.

En 1983 était créé le Fonds de solidarité des Travailleurs du Québec (FSTQ). Il s'agit de la première société de capital de développement d'appartenance syndicale (SCDAS). Les SCDAS et les SCDP (société de capital de développement provinciale) lèvent leurs capitaux auprès d'individus—c'est pourquoi on les appelle aussi « fonds de détail »—qui reçoivent un crédit d'impôt comme incitatif à l'investissement. Ils sont plus connus sous le nom de « fonds des travailleurs » ou de « fonds fiscalisés ». Nous utiliserons cette dernière dénomination dans le reste du document. Ils ont été créés pour permettre aux travailleurs d'investir dans le capital de risque et de financer des entreprises susceptibles de créer de l'emploi. Dans les années 1980, la plupart de leurs investissements visaient les secteurs traditionnels.

Certains fonds gouvernementaux ont aussi été créés dans les années 1980, notamment Vencap en Alberta (1983), Discovery Capital Corporation en Colombie-Britannique (1986), Innovation Ontario (1986) ou la Division du capital de risque de la Banque de développement du Canada (BDC) au niveau fédéral. De façon générale, ces fonds se sont peu intéressés à la technologie avant les années 1990. Seule une poignée de sociétés de capital de risque

indépendantes privées ont vu le jour au cours de cette période : Helix Investments (Toronto, 1968), Ventures West (Vancouver, 1972), Innocan Investments (Montréal 1973) et Novacap (Montréal, 1981). La proportion d'investissements technologiques dans ces fonds était plus importante.

Les choses ont changé au tournant des années 1990 en raison de l'intérêt accru porté, tant sur le plan politique que sociétal, à l'innovation et à ce qu'on appelait alors « la nouvelle économie » :

- les fonds institutionnels et corporatifs se sont tournés davantage vers les technologies et des fonds spécifiques ont été créés à cette fin;
- soutenus par des politiques gouvernementales de crédits d'impôt, les fonds fiscalisés existants ont connu une forte croissance et une nouvelle génération de fonds, axée sur les technologies, a été créée dans plusieurs provinces. Aujourd'hui, ce type de fonds constitue une grande partie de l'industrie canadienne du capital de risque;
- les gouvernements ont créé de nouveaux fonds et se sont concentrés sur les investissements technologiques;
- Enfin, une vague de fonds privés indépendants a vu le jour, surtout après 1995, et ces fonds visaient principalement la technologie. Toutefois, ils sont demeurés relativement modestes par rapport aux fonds institutionnels, corporatifs, gouvernementaux ou fiscalisés.

Du fait de cette histoire différente, l'industrie du capital de risque est très différente de l'industrie américaine comme l'illustre le Tableau 2, qui présente les montants investis au Canada et aux États-Unis par type de fonds.

La situation au Canada a évolué avec le temps.

En 1996, les fonds privés indépendants ne représentaient que 19 % du total (16 % pour les fonds canadiens et 3 % pour les fonds étrangers), tandis que les fonds fiscalisés représentaient 41 %, les fonds institutionnels, corporatifs et autres, 34 %, et les fonds gouvernementaux, 6 %. La même année, aux États-Unis, les fonds privés indépendants représentaient 73 %, les fonds institutionnels (liés aux institutions financières), 13 % et les fonds corporatifs, 7 % (Tableau 3).

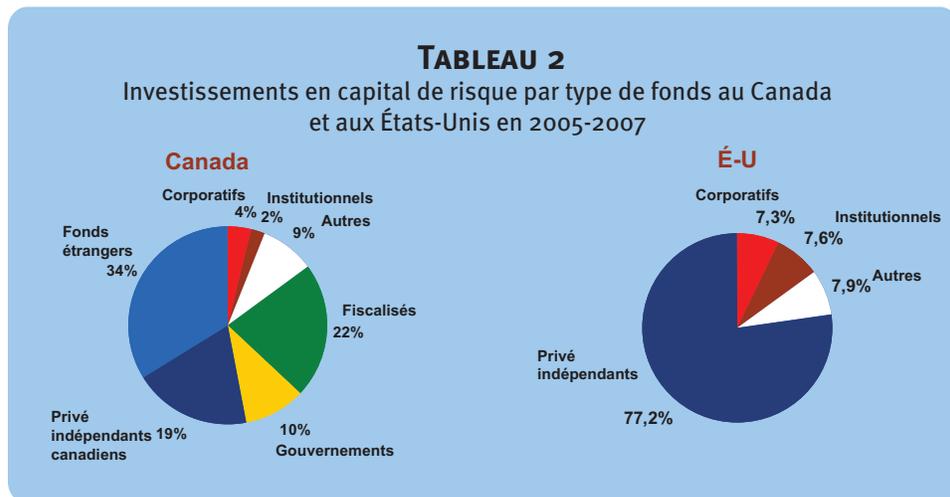
5.0 L'industrie canadienne du capital de risque

En 2005-2007, les fonds institutionnels, corporatifs et autres ne représentaient plus que 15 % de tous les investissements en capital de risque au Canada, les fonds fiscalisés, 22 % et les fonds gouvernementaux 10 %. Mais les fonds privés indépendants canadiens ne représentent toujours que 19 % du total, le reste allant aux fonds étrangers (34 %). Aux États-Unis, les fonds privés indépendants représentent 77 % du total (Tableau 2).

5.2 L'industrie canadienne du capital de risque est encore jeune

L'industrie canadienne du capital de risque est très jeune par rapport à celle des États-Unis et de l'Europe comme l'indique le tableau 4 qui affiche le pourcentage de fonds créés par tranche de 5 ans de 1969 à 2004. 42 % des fonds américains ont été lancés avant 1990, contre 18 % en Europe et 3 % au Canada. Par ailleurs, 92 % des fonds canadiens ont été lancés après 1994, contre 68 % en Europe et 46 % aux États-Unis. Cette concentration de fonds à la fin des années 1990 et au début des années 2000 explique en partie pourquoi l'industrie canadienne a été si durement touchée lors de l'éclatement de la bulle technologique en 2000.

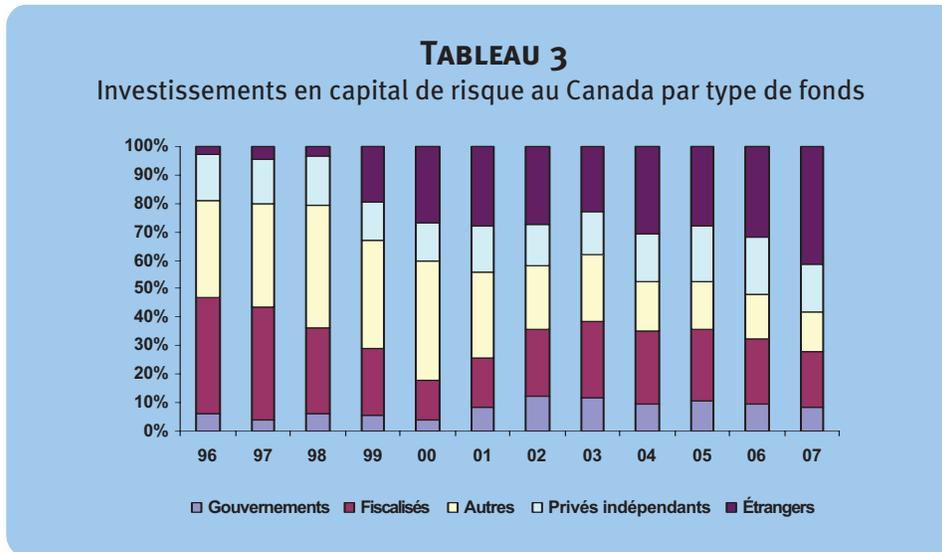
Tableau 2 : Investissements en capital de risque par type de fonds au Canada et aux États-Unis en 2005-2007



Source : Thomson Reuters

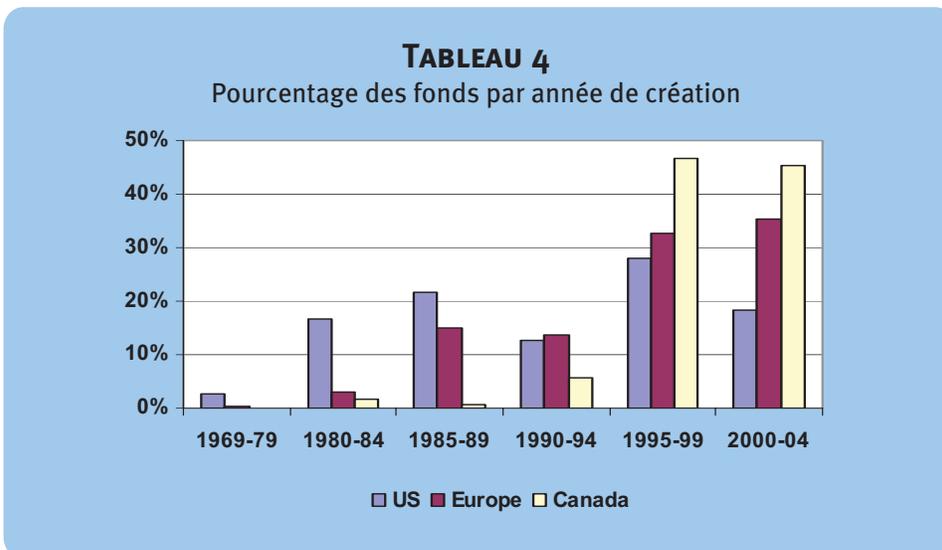
5.0 L'industrie canadienne du capital de risque

Tableau 3 : Investissements en capital de risque au Canada par type de fonds



Source : Thomson Reuters

Tableau 4 : Pourcentage des fonds par année de création



Source : Thomson Reuters

5.0 L'industrie canadienne du capital de risque

5.3 Elle est relativement moins développée que l'industrie américaine et l'écart s'élargit

Finalement, l'industrie canadienne est plus petite que l'industrie américaine et l'écart s'élargit. De 2003 à 2008, compte tenu de l'importance de l'économie de chaque pays, les investissements en capital de risque au Canada (y compris les fonds étrangers) ne représentaient que 60 % de ce qu'ils sont aux États-Unis, et moins de 42 % quand on tient compte seulement des investissements faits par les fonds canadiens. Et l'écart s'élargit rapidement. Entre 2003 et les trois premiers trimestres de 2008, (tableau 5) :

- Les investissements en capital de risque aux États-Unis ont augmenté de 17 %, passant de 0,18 % à 0,21 % du PIB américain
- Les investissements en capital de risque au Canada ont diminué de 35 %, passant de 0,13 % à 0,085 % du PIB canadien
- Les investissements de fonds canadiens au Canada ont diminué de 0,10 % à 0,06 % du PIB canadien, une chute de 40 %.

De 2003 à 2007, la chute des investissements des fonds canadiens a été camouflée par la hausse des investissements des fonds américains au Canada. Cette tendance a été abruptement renversée en 2008. Le prochain chapitre établira un parallèle entre ce déclin de l'investissement par les fonds canadiens et les tendances du côté de la levée de fonds. Plusieurs chapitres du présent rapport soulignent les bienfaits des investissements faits par des fonds américains : les meilleurs fonds américains n'apportent pas seulement des capitaux, mais aussi une expertise, des réseaux et la possibilité de financer de plus grandes rondes et de préparer des sorties à des valeurs plus élevées. Toutefois, ils ne peuvent être des substituts complets aux investisseurs canadiens puisque (i) ils pourraient se retirer lorsque les conditions sont moins favorables et (ii) habituellement, ils n'investissent pas aux premiers stades de développement, rarement avant les rondes B, et se reposent sur les investisseurs locaux pour les rondes d'amorçage et de démarrage.

Une industrie de capital de risque plus faible au Canada se traduira par des bénéfices réduits pour l'économie en général. Le déclin régulier des investissements en capital de

risque par les fonds canadiens depuis cinq ans, au moment où l'industrie est en croissance aux États-Unis, constitue un danger pour l'industrie du capital de risque et pour l'économie canadienne dans son ensemble.

5.4 Les levées fonds se réduisent et entraînent une baisse des investissements par les fonds canadiens

Comme nous l'avons mentionné plus tôt, les gouvernements ont été très actifs au cours des années 1990 et au début des années 2000 pour soutenir le développement de l'industrie canadienne du capital de risque par des crédits d'impôt aux investisseurs dans les fonds fiscalisés et par des investissements directs par des fonds gouvernementaux. Récemment, les gouvernements ont modifié leur soutien à l'industrie en privilégiant l'investissement indirect. Certaines provinces ont éliminé les crédits d'impôt aux personnes qui investissent dans les fonds fiscalisés et, dans la plupart des provinces, les allocations aux fonds gouvernementaux qui investissent directement en capital de risque ont été réduites ou supprimées. Parallèlement, les gouvernements ont augmenté leurs allocations pour investir indirectement dans des fonds de capital-risque.

Toutefois, entre 2003 et 2006, la baisse des fonds levés par les fonds gouvernementaux et fiscalisés n'a pas été compensée par une augmentation des fonds levés par les fonds privés indépendants. Plus récemment (2007-2008), les fonds levés par les fonds privés indépendants ont également diminué. Les fonds levés par les autres types de fonds (institutionnels, corporatifs et autres) sont peu importants et en décroissance. En conséquence, le total des fonds par les fonds canadiens a beaucoup décliné depuis 2005 (tableau 6) et selon les premières constatations, cette décroissance s'est accélérée en 2008.

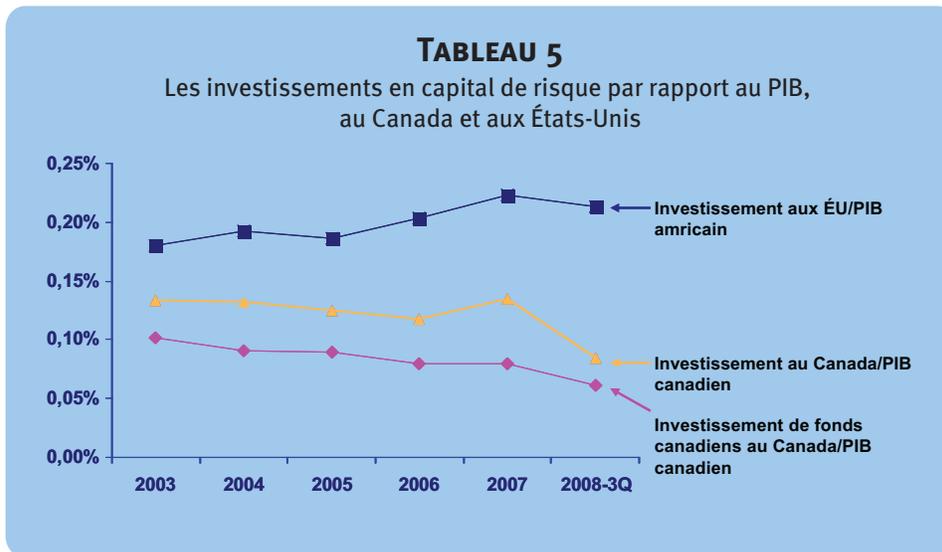
Comme nous l'avons déjà illustré au tableau 5, la décroissance de la levée de fonds se traduit par une chute des investissements en pourcentage du PIB et cette chute s'accélère. Le tableau 7a détaille le niveau d'investissement au Canada par type de fonds en pourcentage du PIB (les niveaux en dollars figurent au tableau 7b). Entre 2003 et les trois premiers trimestres de 2008 :

5.0 L'industrie canadienne du capital de risque

- Les fonds gouvernementaux et fiscalisés ont été réduits de moitié, passant de 0,051 % du PIB à 0,026 %
- Les « autres » fonds (institutionnels, corporatifs et autres) également, passant de 0,031 % du PIB à 0,014 %
- Les fonds privés indépendants canadiens ont progressé de 0,020 % en 2003 à 0,024 % en 2007, avant de redescendre à 0,021 % en 2008. Cette progression ne compense pas la chute des autres types de fonds.
- Enfin, les fonds étrangers ont presque doublé de 2003 à 2007, passant de 0,031 % du PIB à 0,056 %, récupérant presque toute la diminution des fonds canadiens, avant de retomber à 0,024 % en 2008.

Les données dont nous disposons indiquent que la diminution des fonds levés par les fonds canadiens s'est accélérée en 2008. Cette situation devrait entraîner une diminution accrue des investissements par les fonds canadiens. Comme nous l'avons déjà mentionné, les investissements par les fonds étrangers viennent compléter les investissements par les fonds canadiens. Ils ne les remplacent pas. Une diminution de l'investissement par les fonds canadiens constitue une grave menace pour le financement des sociétés technologiques canadiennes par le capital de risque .

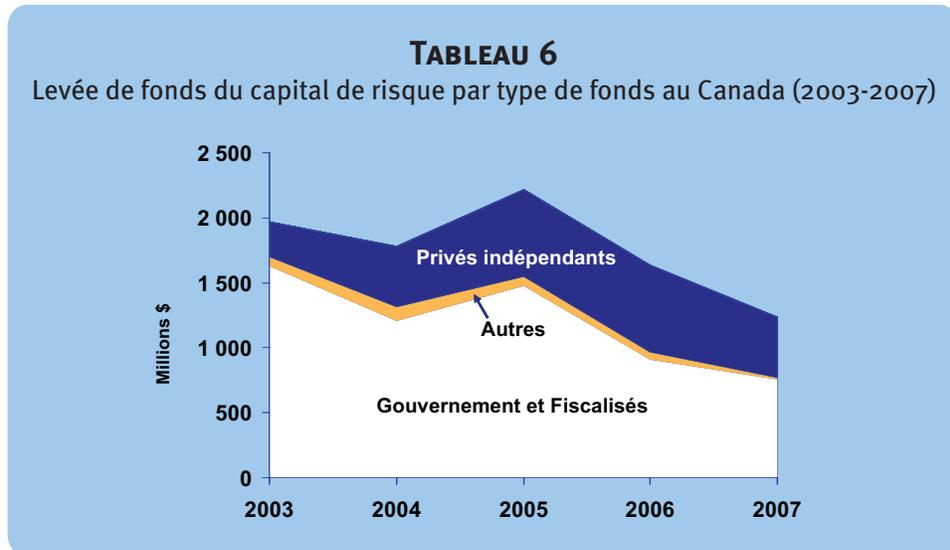
Tableau 5 : Les investissements en capital de risque par rapport au PIB, au Canada et aux États-Unis



Source: Thomson Reuters, Statistique Canada et le US Bureau of Economic Analysis

5.0 L'industrie canadienne du capital de risque

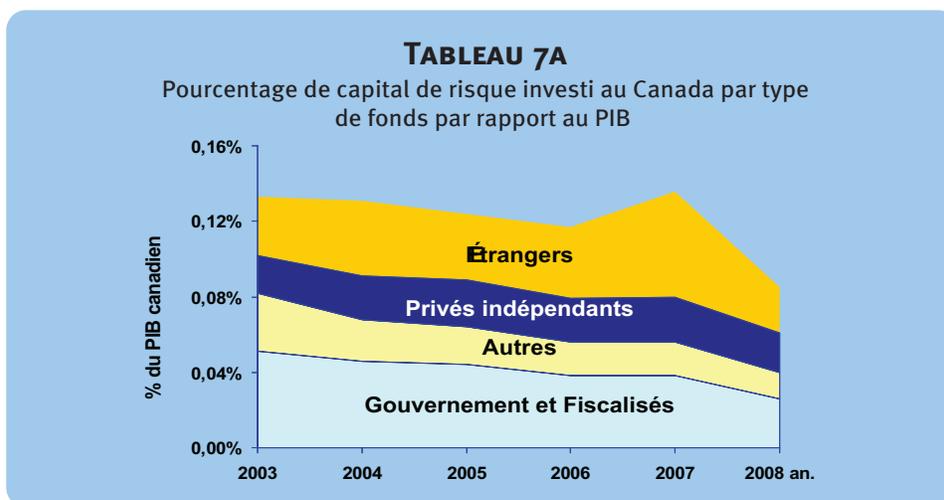
Tableau 6 : Levée de fonds du capital de risque par type de fonds au Canada (2003-2007)



Source : Thomson Reuters

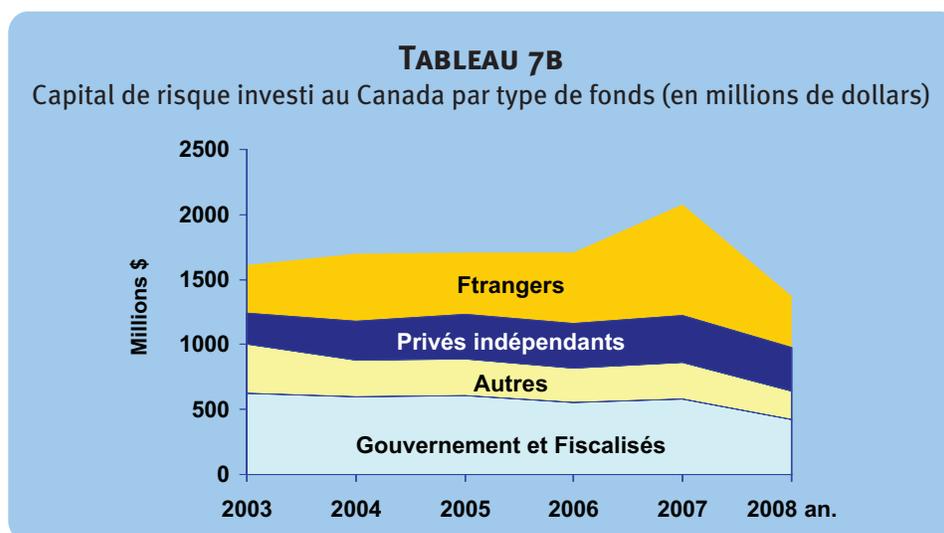
5.0 L'industrie canadienne du capital de risque

Tableau 7a : Pourcentage de capital de risque investi au Canada par type de fonds par rapport au PIB



Source: Thomson Reuters

Tableau 7b : Capital de risque investi au Canada par type de fonds (en millions de dollars)



Source: Thomson Reuters. Les trois premiers trimestres de 2008 ont été annualisés.

6.0 L'impact économique du capital de risque - Résultats américains

Le capital de risque joue un rôle de premier plan au sein de l'économie parce qu'il est relié à l'innovation, transformant des idées et des découvertes scientifiques en produits et services qui sont la base de nouvelles entreprises qui créent des emplois et de l'activité économique.

En termes techniques, l'impact du capital de risque sur l'économie se résume comme suit :

1. Le capital de risque stimule l'innovation et l'innovation est une des clés de la croissance.
2. Grâce au capital de risque, peuvent naître d'un centre de recherche, d'un laboratoire ou de l'esprit innovateur d'un entrepreneur, des entreprises à forte croissance. Ces nouvelles sociétés ont le potentiel de devenir une part très significative de l'ensemble de l'économie.

Ces conclusions découlent de nombreuses études réalisées aux États-Unis où la maturité de l'industrie et l'étendue des données disponibles ont mené à des recherches plus poussées. Les paragraphes qui suivent résument ces études.

La croissance économique est le résultat d'un accroissement des intrants (capital et travail) et d'une augmentation de la productivité, elle-même étroitement liée à l'innovation technologique. Des études de long terme ont démontré que dans les pays industrialisés, seule une petite partie de la croissance peut être attribuée à l'augmentation des intrants, indiquant que l'innovation technologique constitue le principal moteur de croissance⁸. Plus récemment, d'autres études détaillées ont documenté l'impact des technologies de l'information sur l'augmentation marquée de la productivité au sein de l'économie américaine depuis le milieu des années 1990⁹.

Le capital de risque stimule l'innovation pour les raisons suivantes :

- Les jeunes sociétés technologiques jouent un rôle très important dans le développement de nouvelles idées et technologies, les sociétés mieux établies étant habituellement plus lentes à innover et à développer de nouvelles technologies en dehors de leurs lignes de produits courants. Les jeunes entreprises sont plus promptes à développer de nouvelles idées et de nouvelles technologies issues d'universités et de centres de recherche, de sociétés établies pour lesquelles ces technologies sont périphériques (processus d'essaimage) ou encore directement d'entrepreneurs.
- Le capital de risque a développé des processus et des savoir faire spécifiques pour gérer les risques particuliers reliés à l'investissement dans des entreprises technologiques en démarrage et permet ainsi à ces entreprises d'être financées.

Les conclusions de diverses études présentées dans les paragraphes qui suivent illustrent l'impact positif du capital de risque sur l'innovation, la création de valeur, la croissance économique et l'emploi.

6.1 Les entreprises financées par du capital de risque ont un impact très positif sur l'innovation et la prise de brevets.

Un dollar investi en capital de risque est trois fois plus efficace en termes de prise de brevets qu'un dollar investi en R. et D.. Même si le capital de risque représentait moins de 3 % de la R. et D. des entreprises, de 1983 à 1992, il a été la source de 8 % des brevets industriels. Par rapport aux entreprises qui ne sont pas financées par du capital de risque, les brevets présentés par les sociétés qui en ont bénéficié sont cités 1,5 fois plus souvent et sont 4 fois plus souvent la cible de poursuites, ce qui, indirectement, montrent qu'ils ont plus de valeur¹⁰.

⁸ Josh Lerner passe en revue ces études dans « Alberta Venture Capital Review », février 2007, p. 9 et 10. Ce paragraphe est en partie basé sur ce document.

⁹ Source McKinsey Global Institute, « US Productivity Growth 1995-2000, Understanding the contribution of Information Technologies relative to other factors », octobre 2001

¹⁰ Source : Paul Gompers et Josh Lerner, « The Venture Capital Cycle », Chapitre 12: « Does Venture Capital Spur Innovation? ».

6.0 L'impact économique du capital de risque - Résultats américains

6.2 Les premiers appels publics à l'épargne d'entreprises financées par du capital de risque font mieux que ceux d'autres sociétés.

Les entreprises qui bénéficient du capital de risque ont tendance à être plus globales, à lancer un appel public à l'épargne plus rapidement et leur rendement suite à l'appel public est beaucoup plus élevé que celui d'autres sociétés¹¹.

6.3 Les sociétés financées par du capital de risque ont un fort impact positif sur l'économie américaine en termes d'emploi, de ventes et de capitalisation boursière

Selon une étude de Josh Lerner¹², « À la fin de 2004, les entreprises financées par du capital de risque qui avaient fait un premier appel public à l'épargne (et qui étaient toujours en bourse) représentaient 14 % de toutes les entreprises américaines cotées en bourse à ce moment-là. Et la capitalisation boursière des entreprises financées par du capital de risque représentait 2 milliards de dollars sur 21 milliards, c'est-à-dire 9 % de la capitalisation boursière de toutes les sociétés ouvertes au public. Les entreprises financées par du capital de risque représentaient également 4 % (0,6 milliards de dollars) de toutes les ventes des sociétés américaines ouvertes au public et employaient 3,5 % de l'ensemble de la main-d'œuvre de ces sociétés. Pour la plupart, il s'agissait d'emplois spécialisés, bien rémunérés, dans le secteur technologique. » Dans certains secteurs, l'impact était encore plus grand : « Par exemple, les entreprises œuvrant dans le secteur du logiciel et du matériel informatique qui avaient bénéficié d'investissements de capital de risque à leurs débuts, représentaient plus de 75 % de la valeur de leur secteur ».¹³

Selon une autre étude¹⁴ qui porte sur toutes les entreprises qui ont reçu du capital de risque, en 2006, « le revenu total des entreprises financées par du capital de risque totalisait 17,6 % (2,3 milliers de milliards de dollars) du Produit intérieur brut (PIB) des États-Unis et 9,1 % (10,4 millions) des emplois du secteur privé américain ». Les emplois dans ces entreprises ont augmenté de 3,6 % par année entre 2003 et 2006 alors que l'emploi dans les autres secteurs n'a progressé que de 1,4 %¹⁵.

¹¹ Sources : Gil Avnimelech, Martin Kenney, Morris Teubal, op cit., p.12 pour un tour d'horizon de la littérature sur ces questions et Josh Lerner, « Alberta Venture Capital Review », Février 2007, pour le temps pour se rendre au premier appel public à l'épargne et pour les rendements qui s'en suivent.

¹² Josh Lerner, « Alberta Venture Capital Review », février 2007, p.16.

¹³ Ibid. p.17.

¹⁴ Global Insight, « Venture Impact – The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies », Quatrième édition, p.5.

¹⁵ idem

7.0 L'impact du capital de risque sur l'économie canadienne

Dans ce chapitre, il sera question de l'impact du capital de risque sur l'économie canadienne, plus précisément la contribution à l'économie canadienne des entreprises qui ont reçu du financement de capital de risque au cours de leur croissance¹⁶. Dans la suite du texte, on les appellera « entreprises financées par du capital de risque ». Pour les raisons évoquées dans la méthodologie, l'analyse portera sur les investissements de capital de risque dans les secteurs technologiques : les sciences de la vie, les technologies de l'information et des communications (TIC) et les technologies autres (les technologies propres, y compris les nouvelles énergies et les nouveaux matériaux).

Les résultats peuvent se résumer ainsi :

- Une grande partie des plus importantes entreprises canadiennes de technologie, qu'elles soient privées ou ouvertes au public, a été financée par du capital de risque.
- Les entreprises technologiques financées par du capital de risque génèrent près de 150 000 emplois au Canada (1,3 % des emplois du secteur privé) et 1 % du PIB canadien.
- Les entreprises financées par du capital de risque ont un taux de croissance (emplois et ventes) beaucoup plus important que la moyenne de leur secteur.
- Les entreprises financées par du capital de risque ont une forte propension à l'innovation et à la R et D.
- Les entreprises financées par du capital de risque sont fortement tournées vers l'exportation.

7.1 Le capital de risque a financé une grande partie des plus importantes entreprises technologiques canadiennes, qu'elles soient privées ou ouvertes au public

Un des impacts les plus importants et les plus visibles du capital de risque est le nombre de grandes entreprises technologiques qui, au cours de leur croissance, ont été financées par du capital de risque. Évidemment, toutes leurs réalisations ne peuvent être attribuées au capital de risque. Mais, comme pour Q9, Axcan, Taleo, Creo et ALI (voir les études de cas au chapitre 8), le capital de risque a souvent constitué un point tournant pour ces entreprises : « l'apport de capital qu'il fallait, au moment où il le fallait ». Il a joué un rôle clé dans leur création et a contribué de façon significative à leur croissance.

Comme le révèlent les tableaux 8 et 9 :

- 50 % des entreprises de TIC qui figurent parmi les 1 000 principales sociétés canadiennes inscrites en bourse¹⁷ ont reçu du capital de risque lorsqu'elles étaient des entreprises privées en croissance. Ces entreprises financées par du capital de risque représentent 32 % de toutes les ventes et 83 % de toute la capitalisation boursière de cette catégorie.
- Dans le cas des Sciences de la vie, ces chiffres sont respectivement de 54 %, 26 % et de 38 %.
- Parmi les entreprises de TIC qui font partie des 350 principales entreprises privées canadiennes, le capital de risque en a financé 13 %, qui représentent 5 % de la totalité des ventes.
- Dans le cas des Sciences de la vie, ces chiffres sont respectivement de 33 % et de 15 %.

¹⁶ La méthodologie de l'étude est expliquée à l'Annexe B. Des résultats plus fouillés sont présentés dans le rapport statistique « The Economic Impact of Canadian Technology Venture Capital-Backed Companies », E&B Data, novembre 2008. D'autres études sur l'impact économique du capital de risque au Canada ont été menées dans les années 1990 par Macdonald & Associates Limited pour la Banque de développement du Canada (BDC). Selon ces études, le capital de risque avait eu un impact très positif sur les sociétés qui avaient participé au sondage. La présente étude va plus loin en extrapolant les résultats de l'enquête à toutes les sociétés financées par du capital de risque.

¹⁷ Source: Globe and Mail, « Report on Business », liste des Top 1000 Publicly Traded Companies, 2007.

¹⁸ Source: Globe and Mail, « Report on Business », liste des Top 350 Private Companies, 2007.

7.0 L'impact du capital de risque sur l'économie canadienne

Le tableau 10 liste les 10 principales entreprises de TIC et de Sciences de la vie financées par du capital de risque selon leurs revenus en 2007.

À cette liste, s'ajoutent de nombreuses autres entreprises importantes qui ont été financées par du capital de risque, puis rachetées (tableau 11). Nombre d'entre elles ont

continué de fonctionner et de croître au Canada après leur rachat comme on pourra le constater dans les études de cas de ALI et de Creo. Par ailleurs, elles ont créé un effet « boule de neige » important qui comprend des investisseurs providentiels, de nouveaux gestionnaires d'entreprises et de nouvelles entreprises en démarrage, comme nous le verrons au chapitre 8.

Tableau 8 : Part des sociétés financées par du capital de risque parmi les sociétés technologiques faisant partie des 1 000 principales sociétés inscrites en bourse

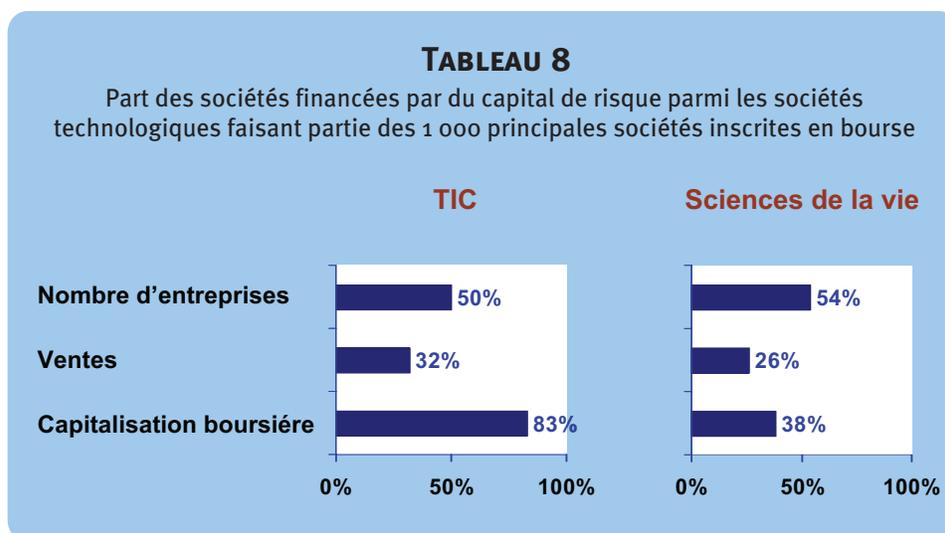
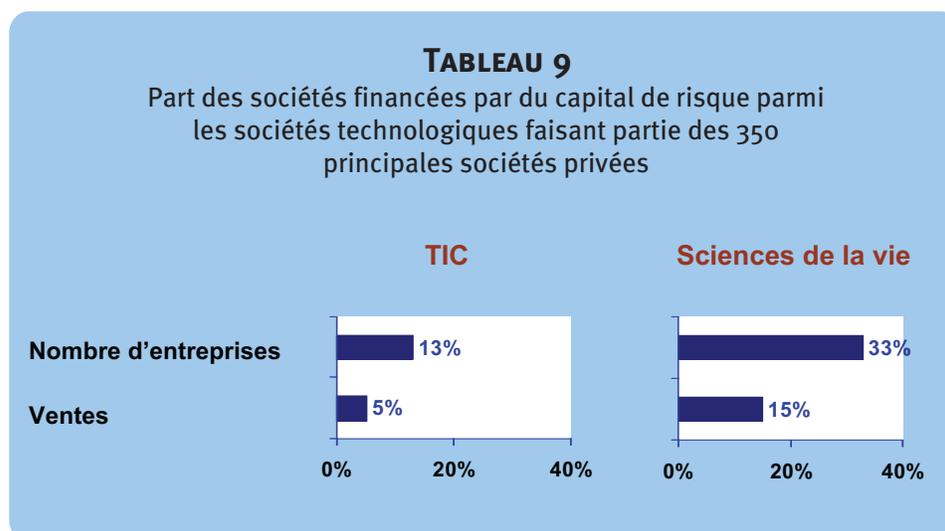


Tableau 9 : Part des sociétés financées par du capital de risque parmi les sociétés technologiques faisant partie des 350 principales sociétés privées



7.0 L'impact du capital de risque sur l'économie canadienne

Tableau 10 : Liste des principales sociétés financées par du capital de risque par secteur et par revenu²⁰ (2007)

TABLEAU 10
Liste des principales sociétés financées par du capital de risque par secteur et par revenu¹⁹ (2007)

TIC		Sciences de la vie	
Principals sociétés TIC financées par C-R	Ventes ('000 \$)	Principals sociétés SV financées par C-R	Ventes ('000 \$)
Research In Motion	6 088 756	Axcan Pharma	360 314
MacDonald Dettwiler & Ass.	1 204 239	Angiotech Pharmaceuticals	298 087
Cognos	1 004 167	Aspreva Pharmaceuticals	225 608
Softchoice	779 026	Atrium Innovations	175 843
Open Text	597 406	Paladin Labs	64 773
Sierra Wireless	444 698	Adaltis	64 196
Mitel Networks	387 000	AETerna Zentaris	43 944
xwave Solutions	319 700	Labopharm	21 259
Teranet Income Fund	263 532	Methylgene	18 605
Constellation Software	243 531	Cardiome Pharma	9 382

Tableau 11 : Grandes sociétés financées par du capital de risque qui ont été rachetées

TABLEAU 11
Grandes sociétés financées par du capital de risque qui ont été rachetées

Algorithmics
A.L.I.
Biochem Pharma
Brainhunter
Creo
Geac Computer
Hummingbird
Minacs Worldwide
Sierra Systems
Videotron

¹⁹ Les revenus des sociétés des sciences de la vie comprennent les revenus de partenariats.

7.0 L'impact du capital de risque sur l'économie canadienne

7.2 Les entreprises technologiques financées par du capital de risque génèrent près de 150 000 emplois au Canada (1,3 % de tout le secteur privé) et 1 % du PIB canadien

De 1996 à 2007, le capital de risque a financé 2 175 entreprises technologiques au Canada, dont 1 740 existaient toujours, au Canada, en 2008. De plus, avant 1996, le capital de risque a financé 15 entreprises encore en activité dont le chiffre d'affaires dépasse 50 millions de dollars en 2008.

Ensemble, elles génèrent des ventes de 18,3 milliards de dollars :

- 15,4 milliards \$ en TIC,
- 1,9 milliard \$ en Sciences de la vie,
- 1,0 milliard \$ en Technologies autres.

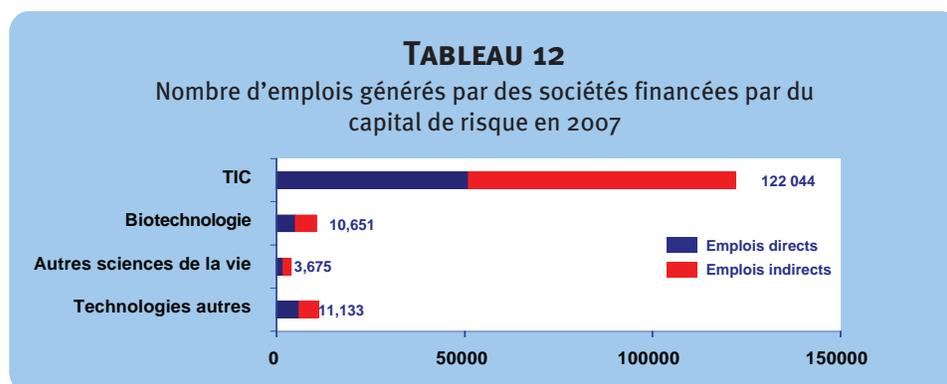
En moyenne, ces 1 755 entreprises ont un chiffre d'affaires de 10,5 millions de dollars et comptent 47 emplois directs chacune. Il s'agit de petites, de moyennes et de grandes

entreprises. Au total, elles emploient 63 955 personnes au Canada et 17 760 à l'étranger. De plus, elles génèrent 83 549 emplois indirects pour un total de 147 504 emplois directs et indirects au Canada, soit 1,3 % de tous les emplois du secteur privé canadien. Les emplois indirects sont les emplois générés par l'achat de biens et de services à d'autres entreprises d'autres secteurs. Ils sont calculés d'après les multiplicateurs d'emploi normalisés par secteurs fournis de Statistique Canada²⁰.

Les 51 050 emplois directs des entreprises canadiennes de TIC financées par du capital de risque représentent 8 % des emplois dans ce secteur et les 5 069 emplois directs des entreprises de biotechnologie financées par du capital de risque représentent 34 % des emplois dans ce secteur (tableau 12).

Le Produit intérieur brut (PIB) est la valeur de tous les biens et services produits à l'intérieur des limites géographiques d'un pays au cours d'une période donnée. En 2007, la contribution des entreprises financées par du capital de risque au PIB canadien a été de 14,5 milliards de dollars, 0,94 % du PIB total : 0,54 % provenant directement des salaires, des profits et des impôts versés par ces entreprises et 0,40 % générés indirectement par l'achat de biens et services auprès d'entreprises d'autres secteurs²¹.

Tableau 12 : Nombre d'emplois générés par des sociétés financées par du capital de risque en 2007



²⁰ Voir la méthodologie à l'Annexe B.

²¹ L'impact indirect sur le PIB est calculé au moyen des multiplicateurs du PIB normalisés par industrie de Statistique Canada. Voir la méthodologie à l'Annexe B.

7.0 L'impact du capital de risque sur l'économie canadienne

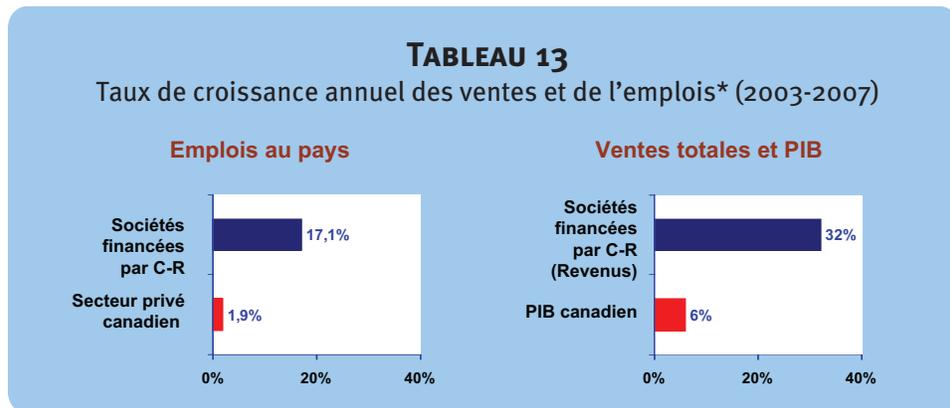
7.3 Les entreprises financées par du capital de risque croissent à un rythme beaucoup plus élevé (emplois et ventes) que la moyenne de leur secteur.

De 2003 à 2007, les entreprises financées par du capital de risque qui ont répondu à notre sondage ont connu un taux de croissance annuel composé de 17,1 % en matière d'emploi, et de 32 % en matière de ventes totales, comparé à 1,9 % pour l'emploi total du secteur privé canadien et 6 %

pour le PIB canadien. Le taux de croissance des entreprises financées par du capital de risque était ainsi 5 fois plus élevé pour les ventes et 9 fois plus élevé pour les emplois (tableau 13).

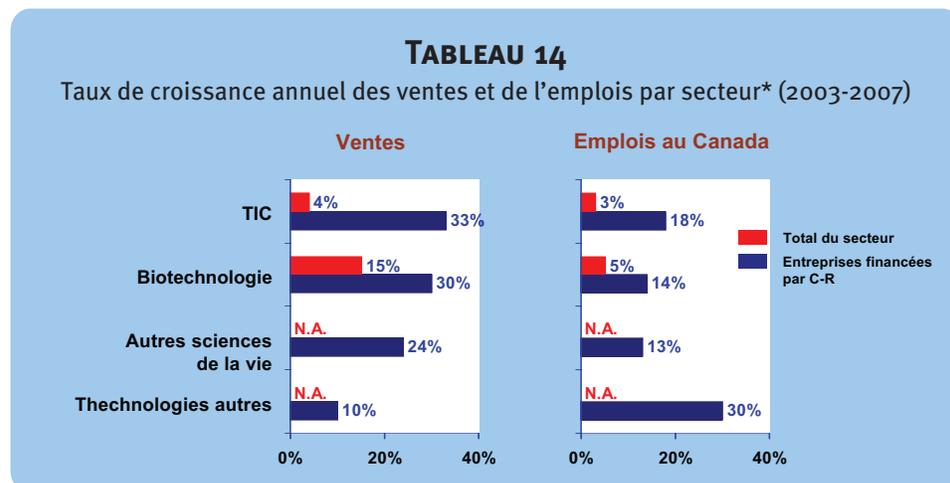
Dans chaque secteur, le taux de croissance des ventes et des emplois dans les entreprises financées par du capital de risque a de beaucoup surpassé celui de l'ensemble du secteur, comme le démontre le tableau 14.

Tableau 13 : Taux de croissance annuel des ventes et de l'emploi* (2003-2007)



*Résultats du sondage—Exclut les 15 grandes sociétés financées avant 1996.

Tableau 14 : Taux de croissance annuel des ventes et de l'emploi par secteur* (2003-2007)



*Résultats du sondage—Exclut les 15 grandes sociétés financées avant 1996.

7.0 L'impact du capital de risque sur l'économie canadienne

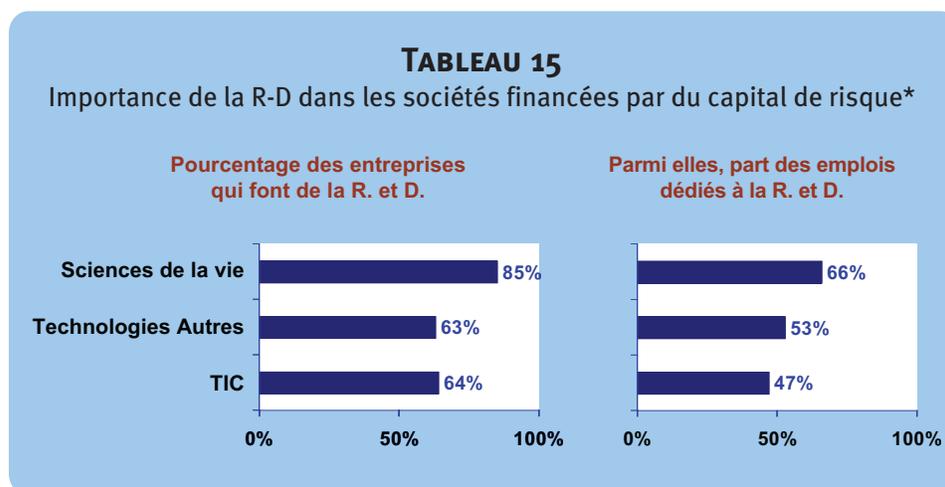
7.4 Les entreprises financées par du capital de risque ont une forte propension à l'innovation et à la R. et D.

Les entreprises financées par du capital de risque ont une forte propension à l'innovation et à la R. et D. Ces caractéristiques se mesurent (i) par l'existence d'activités de R. et D. au sein de l'entreprise, et (ii) par la part de tous les emplois rattachés au R. et D.

70 % de toutes les entreprises financées par du capital de risque ont des activités de R. et D. : 64 % dans les TIC, 85 % en sciences de la vie et 63 % en technologies autres.

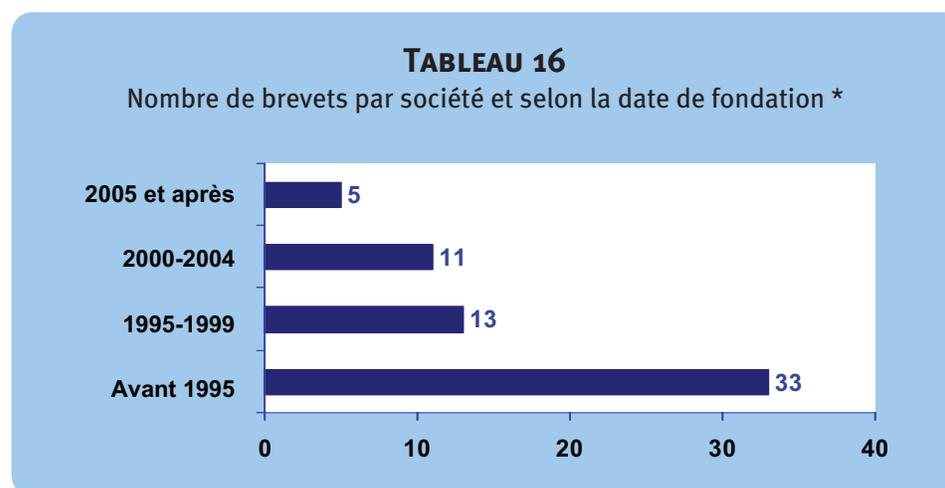
Pour les entreprises financées par du capital de risque qui font de la R. et D., la part des emplois rattachés à la R. et D. est de 54 %, 47 % pour les sociétés de TIC, 66 % pour les sociétés du secteur des sciences de la vie et 53 % pour les technologies autres.

Tableau 15 : Importance de la R-D dans les sociétés financées par du capital de risque*



*Résultats du sondage—Exclut les 15 grandes sociétés financées avant 1996.

Tableau 16 : Nombre de brevets par société et selon la date de fondation *



*Résultats du sondage—Exclut les 15 grandes sociétés financées avant 1996.

7.0 L'impact du capital de risque sur l'économie canadienne

L'importance de l'innovation et de la propriété intellectuelle pour les entreprises financées par du capital de risque se mesure également par le nombre de brevets qu'elles détiennent. En moyenne, les entreprises canadiennes financées par du capital de risque détiennent 10 brevets. Ce nombre augmente avec l'âge de l'entreprise (tableau 16).

7.5 Les entreprises financées par du capital de risque sont fortement tournées vers l'exportation

Les entreprises financées par du capital de risque sont fortement tournées vers l'exportation parce que les capital-risqueurs s'intéressent à des sociétés qui visent des marchés globaux et en forte croissance.

Les entreprises financées par du capital de risque font 70 % de leur chiffre d'affaires à l'étranger, quatre fois plus que la moyenne (17 %) de tout le secteur privé canadien. Pour les TIC, les ventes à l'étranger représentent 62 % de leur chiffre d'affaires, pour les Sciences de la vie, 79 %, et pour les Technologies autres, 51 %. Les entreprises canadiennes

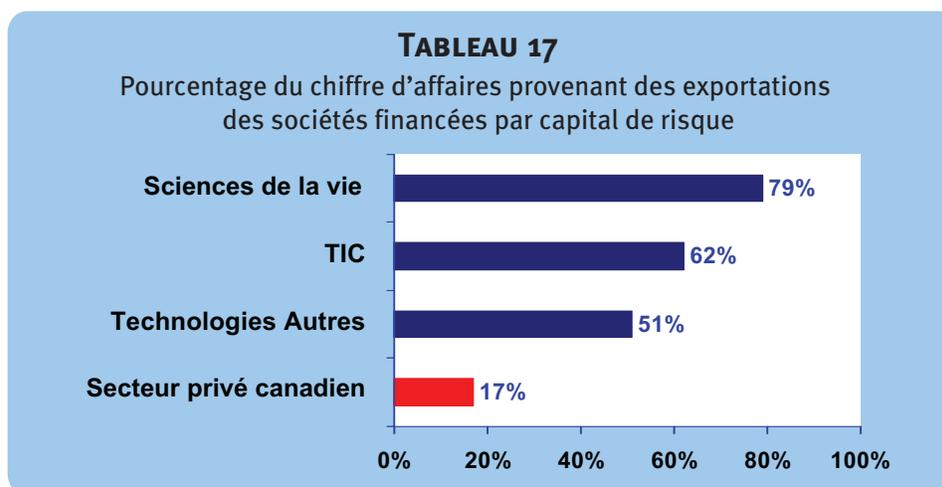
financées par du capital de risque comptent 21 % de leurs employés à l'étranger et 9 % de ces entreprises ont leur siège social à l'extérieur du Canada.

7.6 Sommaire – une comparaison entre le Canada et les États-Unis

Il est difficile, pour plusieurs raisons, de comparer rigoureusement l'impact économique du capital de risque dans chacun de ces pays : les définitions de secteurs sont différentes, comme le sont les méthodologies de recherche et les périodes étudiées. Néanmoins, la comparaison des données canadiennes et américaines est éclairante.

Née il y a 60 ans, l'industrie américaine du capital de risque s'est développée de façon accélérée depuis la fin des années 1970. Son rythme d'investissement annuel est d'environ 0,2 % du PIB (0,22 % en 2007) et continue d'augmenter. Les études d'impact incluent les secteurs de haute technologie ainsi que d'autres secteurs, comme la grande distribution et les biens et services destinés aux consommateurs. Ainsi, les sociétés américaines financées

Tableau 17 : Pourcentage du chiffre d'affaires provenant des exportations des sociétés financées par capital de risque



*Résultats du sondage—Exclut les 15 grandes sociétés financées avant 1996.

7.0 L'impact du capital de risque sur l'économie canadienne

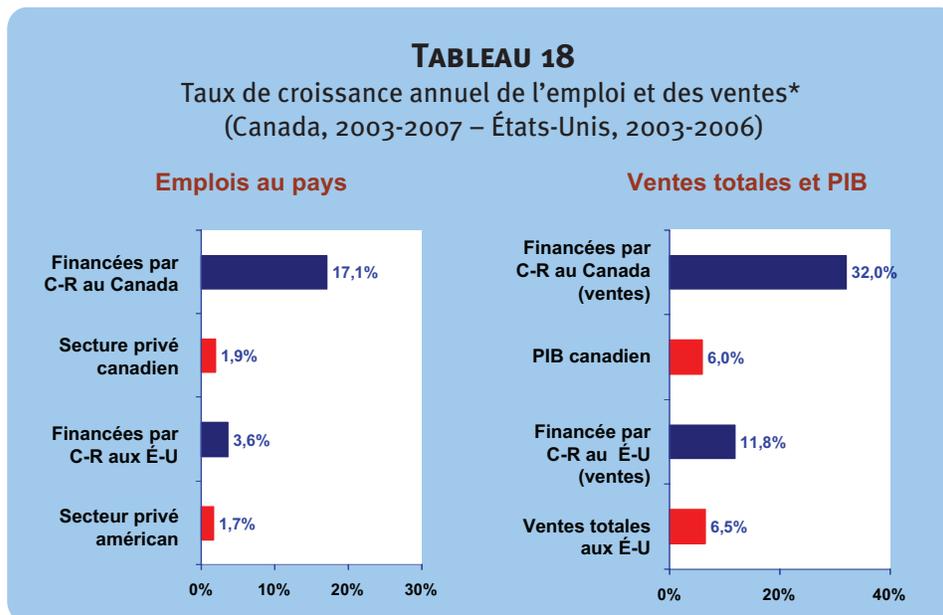
par du capital de risque comprennent les grandes firmes de haute technologie bien établies, comme Microsoft, Intel, Genentech, mais aussi des entreprises d'autres secteurs, comme Starbucks et Home Depot. Au total, les sociétés américaines financées par du capital de risque représentaient en 2006 17,6 % du PIB des États-Unis, 9,1 % de la main-d'œuvre et 8,6 % des ventes totales²².

L'industrie canadienne du capital de risque est née il y a moins de 30 ans et s'est mise à croître rapidement seulement dans les années 1990. Les investissements en capital de risque au Canada représentent environ 0,13 % du PIB (les deux tiers des investissements aux États-Unis) et stagnent. Les investissements de fonds canadiens au Canada représentent moins de 0,1 % du PIB et ils diminuent (0,8 % du PIB en 2007). En 2007, les entreprises financées par du capital de risque dans les secteurs technologiques généraient 0,94 % du PIB canadien et 1,3 % des emplois du secteur privé. Le nombre de grandes entreprises au Canada qui ont été financées par du capital de risque demeure faible.

Cette comparaison laisse entrevoir ce que le capital de risque pourrait apporter à l'économie canadienne dans 10, 20 ou 30 ans si l'industrie progressait à un rythme comparable à celui des États-Unis; mais elle indique également le manque à gagner pour le Canada si son industrie du capital de risque reste à la moitié de ce qu'elle est aux États-Unis, ou même diminue, alors que celle de nos voisins continue de croître.

Les sociétés canadiennes financées par du capital de risque connaissent des taux de croissance très soutenus (tableau 18). Les taux de croissance plus élevés au Canada qu'aux États-Unis viennent probablement du fait que les entreprises américaines financées par du capital de risque sont en moyenne plus grosses, plus anciennes et plus matures. Ces chiffres soulignent cependant les résultats très positifs obtenus par le capital de risque canadien dans le choix et l'accompagnement de ses investissements.

Tableau 18 : Taux de croissance annuel de l'emploi et des ventes* (Canada, 2003-2007 – États-Unis, 2003-2006)



*Canada - Résultats du sondage—Exclut les 15 grandes sociétés financées avant 1996.
US - Source: Global Insight Study – Les données ne sont pas totalement comparables. Détails dans le texte.

²² Global Insight, « Venture Impact – The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies », quatrième édition.

8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

Le capital de risque a un puissant effet positif sur l'emploi, la croissance, l'innovation et les exportations. Comme les États-Unis l'ont démontré, l'effet est cumulatif et peut croître très rapidement. Une des raisons en est que les sociétés qui réussissent, non seulement créent des emplois, mais aussi génèrent de l'expertise et de la richesse qui peuvent être réinvesties dans de nouvelles générations de sociétés en démarrage. C'est ce que nous appelons « l'effet boule de neige ». Le capital de risque joue un rôle important dans ce cercle vertueux.

L'industrie canadienne du capital de risque n'a pas encore atteint le niveau de maturité de l'industrie américaine. Au Canada, les gestionnaires sont plus jeunes, et les fonds et leurs équipes sont plus petits et moins expérimentés. Même si le Canada est reconnu pour la qualité de sa recherche et de sa technologie, il n'existe aucun centre technologique qui se compare Silicon Valley et Boston. De plus, l'industrie canadienne ne dispose pas encore d'une base très développée d'entreprises technologiques et, dans cet environnement, il est plus difficile pour les fonds de capital de risque et leurs entreprises en portefeuille d'atteindre le même niveau d'expertise spécialisée. C'est pour ces raisons que les entrepreneurs et les fonds de capital de risque canadiens font souvent équipe avec des fonds américains renommés dans le but de bâtir des entreprises solides et préparer des sorties d'une valeur élevée.

Malgré tout, il en a été question dans le chapitre précédent et les cas de réussite mentionnés plus loin le démontrent, les fonds canadiens de capital de risque ont participé au développement d'entreprises qui ont connu de réels succès. Tel qu'illustré par les exemples de réussite présentés ci-dessous, ils ont joué un rôle essentiel :

- en s'associant à des entrepreneurs en série
- en prenant des risques pour financer des entreprises en démarrage qui ne trouvaient pas d'autres sources de financement
- en travaillant avec des entrepreneurs pour peaufiner leur stratégie d'entreprise et renforcer leur équipe de gestion
- en créant des liens de confiance très solides avec des entrepreneurs, ce qui a permis de les soutenir de façon très audacieuse lors du financement de leur stratégie d'expansion

- en travaillant étroitement avec les meilleurs fonds américains de capital de risque pour établir une présence aux États-Unis et préparer des sorties réussies.

Une importante question revient souvent à propos de la collaboration entre fonds canadiens et américains de capital de risque, du fait que les sorties les plus réussies se fassent sur le marché américain, soit par une inscription au NASDAQ soit par une vente à une société américaine. Est-ce que cela ne tend pas à entraîner un glissement des activités vers les États-Unis, une exportation pure et simple de ce qui a été créé au Canada ?

Il existe évidemment des exemples d'entreprises canadiennes financées par du capital de risque qui, après avoir été achetées par une société américaine, ont, à toutes fins utiles, cessé leurs activités au Canada ou des entreprises qui ont traversé la frontière à la demande expresse d'investisseurs américains.

Toutefois, il existe également de nombreux exemples percutants de sociétés qui ont continué de grandir ou qui ont même accéléré leur croissance au Canada après avoir été achetées (voir Creo et ALI) ou qui se sont développées en parallèle au Canada et aux États-Unis après avoir installé leur siège social aux États-Unis afin d'avoir un meilleur accès au marché américain et de préparer un appel public à l'épargne sur le NASDAQ (voir l'exemple de Taleo).

Au total, comme il a été mentionné plus haut, le capital de risque a un effet positif important sur la création d'emplois et la croissance économique au pays. Cet effet positif ne se limite pas au développement de grandes entreprises ayant une forte présence au Canada. Lorsqu'une entreprise est acquise ou réussit son appel public à l'épargne sur le NASDAQ, cela crée de la richesse pour les fondateurs canadiens qui, souvent, en réinvestissent une partie dans des entreprises en démarrage, en devenant des investisseurs providentiels. Ils réinvestissent non seulement leur argent, mais aussi leur temps et leur expertise pour aider la prochaine génération d'entrepreneurs.

Un autre type de retombée des entreprises technologiques qui ont réussi vient de leur contribution à la croissance du bassin de gestionnaires de talent auquel une nouvelle génération d'entreprises aura accès. Les exemples qui suivent illustrent le nombre d'entreprises en démarrage qui

8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

ont eu recours aux bassins d'expertise et de gestionnaires générés par Taleo, Creo et ALL.

Enfin, certains de ces entrepreneurs qui ont réussi sont devenus des entrepreneurs en série, accumulant réussite sur réussite. Un des rôles du capital de risque est d'identifier rapidement ces entrepreneurs en série potentiels et d'investir en eux comme le démontre l'exemple de Q9 Networks.

En résumé, le capital de risque aide non seulement à bâtir d'importantes entreprises technologiques à succès, il contribue aussi à créer un bassin d'entrepreneurs chevronnés, d'investisseurs providentiels et de gestionnaires de talent. Grâce à leur aptitude à établir de bonnes relations avec eux, les fonds de capital de risque jouent un rôle important en les mettant en contact avec de nouvelles occasions d'affaires et en préparant une nouvelle génération de réussites technologiques.

8.1 Q9 Networks: attirer et appuyer les entrepreneurs en série

Comme l'indiquent Gompers et Lerner dans leur recherche²³, une des principales qualités de gestionnaires de capital de risque compétents est de pouvoir « découvrir les entrepreneurs débutants susceptibles de devenir des entrepreneurs en série et de miser sur eux ». Q9 est un bon exemple de cette alchimie entre entrepreneurs à succès et capital-risqueurs qui mène à la réussite économique et financière.

Osama Arafat et Stuart Lombard sont des bâtisseurs d'entreprises. En juin 1994, ils ont fondé InfoRamp et en ont fait le plus important fournisseur de services Internet de Toronto avant de le vendre à iSTAR Internet en septembre 1995. iSTAR Internet était financée par Jefferson Partners, un fonds de capital-risque dont John Albright était un associé. C'est alors qu'Osama Arafat, Stuart Lombard et John Albright se sont rencontrés.

En 1996, John Albright a quitté Jefferson Partners pour fonder JLA Ventures, un autre fonds de capital-risque. Albright, Arafat et Lombard ont décidé de faire équipe pour trouver de nouvelles occasions d'investir où ils pourraient travailler ensemble. Ils ont choisi Isolation Systems, un fabricant de réseaux privés virtuels. JLA Ventures, Arafat et Lombard ont investi dans la société. Arafat et Lombard en sont devenus co-PDG. En mars 1998,

après 18 mois sous leur direction, Isolation Systems a été vendue à Shiva Corporation pour 37 millions de dollars. En septembre 1998, Arafat et Lombard sont devenus associés dans JLA Ventures.

Afin d'alimenter ses activités d'investissements, JLA Ventures est constamment à la recherche de nouvelles occasions, de segments industriels sous-financés ou de nouvelles idées qui n'ont pas encore trouvé preneur. En 1999-2000, ils ont constaté que le domaine des services de gestion de colocation était encore mal financé et mal desservi. En janvier 2000, avec l'équipe de JLA Ventures, Arafat a écrit un plan d'affaires pour répondre à ces besoins et il s'est mis à la recherche d'entreprises existantes qui correspondaient à son plan. Il a rencontré Paul Sharpe, fondateur de Myna Communications, une petite société de services de téléconsultation. Ils ont décidé d'utiliser Myna Communications pour appliquer le plan d'affaires conçu par Arafat et ont changé le nom de l'entreprise qui est devenue Q9 Networks.

En avril 2000, dans le but de créer un premier centre de données à Toronto, ils ont obtenu un financement d'amorçage de 26,5 millions de dollars de JLA Ventures et Vengrowth Private Equity Partners, soit le plus important financement de démarrage dans le secteur canadien des technologies. En janvier 2001, Arafat est retourné à son rôle de bâtisseur d'entreprises en devenant PDG de l'entreprise, tandis que Paul Sharpe est demeuré président et chef de l'exploitation.

²³ Paul Gompers, Anna Kovner, Josh Lerner et David Scharstein, « Skill vs. Luck in entrepreneurship and Venture Capital: Evidence from Serial Entrepreneurs », juillet 2006.

8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

8.1 Q9 Networks: attirer et appuyer les entrepreneurs en série (suite)

En avril 2001, ils ont obtenu un nouveau financement de 88,5 millions de dollars de leurs investisseurs originels et de plusieurs autres investisseurs dont TD Capital, OMERS et Scotia Private Equity, pour construire un nouveau centre de données à Calgary et agrandir les installations de Toronto. De plus, cet investissement a permis à Q9 Networks d'acquérir les actifs canadiens d'Exodus Communications en 2002. Cette transaction incluait le plus grand centre de données au Canada.

En avril 2004, Q9 Networks comptait 65 employés et avait un chiffre d'affaires de 24 millions de dollars. La société a été ouverte au public sur le TSX et a levé 32,4 millions de dollars à 8,50 \$ l'action. Quatre années plus tard, en octobre 2008, elle a été achetée par ABRY Partners, un fonds de placement privé de Boston spécialisé en médias et en communications, au prix de 17,05 \$ l'action pour 361 millions de dollars, montant qui présuppose un développement agressif au cours des prochaines années malgré l'environnement difficile.

En moins de huit ans, avec le soutien de leurs investisseurs initiaux, Arafat et Sharpe ont, à partir d'une idée, créé un des principaux fournisseurs canadiens

d'infrastructure d'impartition de centres de données destinée aux organisations pour lesquelles les opérations informatiques revêtent une dimension critique. Aujourd'hui, l'entreprise compte 170 employés et des ventes annuelles de 70 millions de dollars. Ses services comprennent des bandes passantes, des serveurs dédiés, des pare-feu, l'équilibrage de lignes, des réseaux virtuels privés (VPN) et des systèmes de sauvegarde et de récupération des données permettant d'installer rapidement un nouveau client et de prévoir sa progression.

Dans tout ce processus, le capital de risque a joué un rôle-clé à plusieurs titres : attirer des entrepreneurs à succès, créer un environnement qui favorise l'incubation d'un nouveau projet, prendre le risque de le financer depuis le début, puis soutenir l'entreprise en partageant son expérience des affaires, s'impliquer sur le conseil d'administration, travailler avec les dirigeants sur la stratégie de croissance, préparer la prochaine grande ronde de financement et ouvrir des portes pour attirer des clients potentiels.

Il y a de bonnes raisons de croire que cette relation très créative ne prendra pas fin avec Q9 Networks, mais qu'elle mènera à d'autres réussites.

8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

8.2 Axcan Pharma: vision, stratégie, communication, confiance et audace

Interfalk est née de l'association en 1982 de Léon Gosselin et de la société allemande, Dr. Falk Pharma, en vue d'obtenir l'approbation de produits de gastro-entérologie mis au point par Falk Pharma et de les distribuer sur les marchés canadien et américain.

En 1992, Axcan Holdings Ltd (appartenant à Léon Gosselin) a racheté la part du Dr Falk. La société est devenue entièrement canadienne et a pris le nom d'Axcan Pharma en 1993.

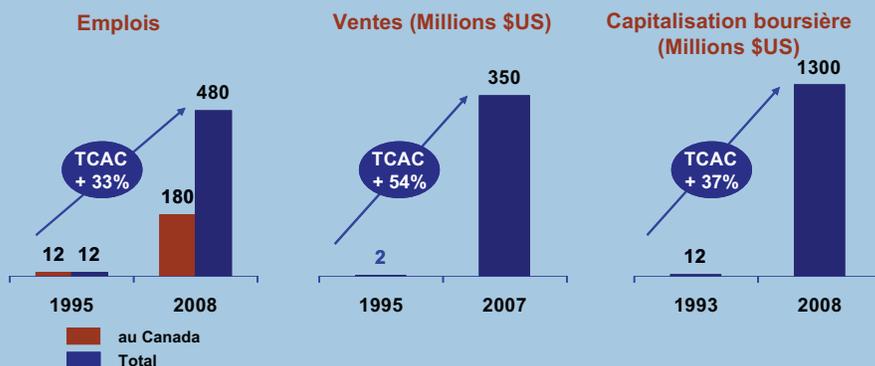
La même année, la division de capital de risque de la Caisse de dépôt et placement du Québec, connue plus tard sous le nom de Sofinov, a investi 5 millions de dollars dans l'entreprise. Axcan Pharma a pu alors se lancer dans une ambitieuse stratégie d'acquisition et de développement de produits à l'interne qui, au fil du temps, l'a amenée à figurer parmi les principales sociétés pharmaceutiques spécialisées en gastro-entérologie.

Évaluée à 15 millions de dollars CAN (11,6 millions de dollars US) avant l'investissement, Axcan Pharma a fait un premier appel public à l'épargne sur le TSX en 1995 au prix de 6 \$CAN l'action puis s'est inscrite au NASDAQ en 2000 au prix de 6 \$US l'action (8,90 \$CAN). Elle a réalisé plusieurs placements privés sur le TSX et le NASDAQ pour financer ses acquisitions avant d'être rachetée en 2008 par le fonds de buyout TPG pour 1,3 milliard \$US au prix de 23,35 \$US l'action. La valeur de la société a ainsi centuplé en 15 ans.

En 1995, la société comptait 12 employés, tous au Québec et des revenus de 2 millions de dollars CAN. En 2008, elle comptait 480 employés, 180 au Canada dont plus de 60 dans le secteur scientifique. En 2007, ses revenus étaient de 349 millions de dollars US.

L'exemple d'Axcan Pharma illustre bien comment le capital de risque peut travailler avec un entrepreneur chevronné et visionnaire, et ajouter de la valeur. Léon Gosselin a dirigé Axcan Pharma pendant presque toute sa croissance. Il a été PDG jusqu'en 2005 et a conservé la présidence du conseil. Il avait la vision et le talent pour réussir. CDPQ/Sofinov a travaillé en étroite collaboration avec lui pour transformer une petite entreprise familiale en une société gérée de façon professionnelle, fixant des étapes de recrutement précises dès le début. L'investisseur a nommé deux membres du conseil d'administration qui, avec le reste du conseil, ont travaillé très étroitement avec le PDG pour établir la stratégie d'acquisition, en assurer le suivi, la concentrer sur la gastro-entérologie en vendant ce qui ne s'y rapportait pas et fournir les capitaux nécessaires à sa réalisation.

En 1999, au moment crucial où Axcan devait passer à la vitesse supérieure ou chercher un acquéreur, Sofinov a réussi à réunir 100 millions de dollars US qui lui ont permis d'acquérir Scandipharm aux États-Unis et de devenir la première société pharmaceutique canadienne à avoir sa propre force de vente aux États-Unis. Sans cette décision hardie fondée sur la communication continue, la confiance réciproque et une stratégie bien articulée, Axcan Pharma ne serait pas la société pharmaceutique spécialisée reconnue internationalement qu'elle est devenue.



8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

8.3 Taleo – les retombées locales d'un succès global

Taleo (anciennement Recruitsoft) est actuellement le leader en matière de solutions informatiques de gestion des ressources humaines. Les produits de Taleo permettent aux organisations de mettre en place, d'automatiser et de gérer des processus de recrutement et de gestion des talents à l'échelle mondiale. Ces solutions aident les sociétés à recruter et conserver les meilleurs talents, à trouver les bons candidats pour les besoins de l'entreprise, à réduire le temps et les coûts associés à ces tâches et à alléger le fardeau de mise en conformité avec les diverses réglementations.

Au 30 juin 2008, Taleo affichait des revenus de 144 millions de dollars US sur 12 mois, elle comptait 850 employés, avait des bureaux en Californie et à Québec, des représentants aux États-Unis, au Canada, en Europe, en Australie et à Singapour et une liste de 1 800 clients dont 38 figurent parmi les Fortune 100 et 118 parmi les Fortune 500.

Taleo est un bon exemple de la façon dont le capital de risque peut travailler avec les fondateurs et les investisseurs providentiels pour créer une société d'envergure mondiale. L'entreprise est née en 1999 à Québec lorsque ses deux fondateurs, Martin Ouellet et Louis Têtu, ont préparé le plan d'affaires d'une entreprise spécialisée en automatisation des processus de recrutement, à l'aide d'un logiciel facturé à l'usage. L'idée a intéressé Robert Talbot, associé directeur de Propulsion Ventures, un fonds de capital-risque qui faisait partie du groupe Telesystem, société fondée par Charles Sirois, un entrepreneur à succès du secteur des TI. Telesystem avait déjà financé, au début des années 1990, un autre projet de Louis Têtu, Berclain Group, qui a été vendu en 1996 à Baan, un fabricant de progiciels de gestion intégrée. En 1999, Propulsion Ventures a structuré une première ronde de financement de 2 millions de dollars qui a permis de finaliser la première version du logiciel et a travaillé avec Louis Têtu, devenu PDG, pour mettre au point la stratégie de mise en marché.

En 2000, Recruitsoft a levé une deuxième ronde de financement de 15 millions de dollars avec Omnicom à

New York, qui a été suivie d'une troisième ronde de 37 millions de dollars avec Bain Capital Ventures de Boston, en 2001.

Pour les entreprises technologiques novatrices, les marchés et la concurrence ne sont pas locaux mais mondiaux et pour réussir, elles doivent se positionner rapidement sur l'échiquier mondial. Peu après la deuxième ronde de financement, Recruitsoft a investi fortement dans un bureau de ventes et de marketing à San Francisco pour se positionner sur le marché américain.

Après la troisième ronde de financement, Bain Capital a travaillé très activement avec la direction pour établir une place d'affaires aux États-Unis et y recruter une équipe de direction, en attirant notamment d'anciens dirigeants de Peoplesoft (qui venait d'être achetée par Oracle), et pour préparer une introduction en bourse.

Le 5 octobre 2005, Taleo s'est inscrite au NASDAQ, levant 94 millions de dollars US pour une capitalisation boursière de 306 millions de dollars US. Au 4 août 2008, son cours avait grimpé de 71 %, contre 12% pour le NASDAQ et 6% pour le S&P et sa valeur s'établissait aux environs de 700 millions de dollars US.

L'exemple de Taleo illustre les bénéfices que peuvent apporter aux entreprises canadiennes des fonds de capital-risque américains de premier rang, en finançant de grandes rondes, ce que la plupart des fonds canadiens ne peuvent faire en raison de leur petite taille, et en aidant les sociétés à se positionner dans le marché américain et à préparer une sortie sur le NASDAQ.

Il illustre aussi la valeur ajoutée par des fonds canadiens comme Propulsion qui a joué un rôle essentiel lors du financement de démarrage de l'entreprise, puis en discutant la stratégie financière et en organisant les rondes suivantes avec des fonds américains de premier rang.

Cette façon d'attirer des fonds américains de capital de risque dans des entreprises canadiennes pousse-t-elle ces dernières à traverser la frontière ? Pas dans le cas de Taleo. En août 2008, 293 de ses 861 employés travaillaient toujours à Québec où sont regroupées la

8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

8.3 Taleo – les retombées locales d'un succès global (suite)

plupart de ses activités de R. et D.. L'équipe continue de croître au rythme de l'entreprise et les contacts réguliers avec Silicon Valley l'aident à se maintenir à la fine pointe de l'industrie et de la technologie. Cela crée un mécanisme d'importation nette de connaissances qui bénéficie aux autres entreprises établies et en démarrage de la région. Le reste des employés est principalement constitué de personnels de vente et de marketing qui sont localisés près des marchés, aux États-Unis et dans le monde.

Le siège social de Taleo est situé en Californie et l'équipe de direction se compose de plusieurs Américains. Toutefois, étant donné le peu de chefs de direction et de directeurs des ventes et du marketing aguerris dans les secteurs technologiques au Canada à la fin des années 1990, il est peu probable que Taleo aurait connu un tel succès si la société était demeurée à Québec avec une équipe de direction locale. Le fait de s'installer en Californie et de recruter des gestionnaires de talent qui provenaient de Peoplesoft, d'Oracle et d'autres organisations de pointe a été déterminant pour le succès de Taleo.

Cependant, la situation évolue, puisque des entreprises à succès comme Taleo viennent augmenter le bassin

d'expertise et de fonds providentiels disponible pour les entreprises en démarrage au Canada :

- Louis Têtu est revenu au Canada et est maintenant directeur exécutif de Coveo Solutions, un développeur d'outils de recherche pour les entreprises basé à Québec. Propulsion Ventures a investi dans Coveo Solutions. M. Têtu a emmené avec lui deux anciens de Taleo, le directeur des finances et le vice-président aux ventes. Il a aussi investi deux millions de dollars dans l'entreprise et agit comme investisseur providentiel auprès d'autres sociétés canadiennes.
- Certains membres de l'équipe de gestion originale de Taleo y sont restés et occupent actuellement des postes de direction au siège social de Californie. Il se pourrait qu'ils reviennent un jour au Canada et leur expérience pourrait profiter à une nouvelle génération d'entreprises technologiques ou à des fonds de capital de risque canadiens. Ils pourraient aussi agir comme investisseurs providentiels.

Grâce à leur aptitude à établir de solides relations avec des entrepreneurs en série, les fonds de capital-risque jouent un rôle important pour créer des liens de toutes sortes entre ces entrepreneurs à succès et la prochaine génération d'entreprises.

8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

8.4 Creo – l'effet boule de neige du capital de risque et des entreprises qui réussissent

L'investissement en capital de risque dans Creo—d'abord par la BDC en 1988 puis, par la suite, par de nombreux fonds américains de capital de risque—a joué un rôle de premier plan dans l'accélération de la croissance de ce qui est devenu un des grands succès financiers technologiques canadiens. Vingt ans plus tard, les répercussions s'en font encore sentir. Au moins une demi-douzaine de sociétés de technologie d'avant-garde bénéficient de l'expertise et des capitaux générés par ce succès. Et toutes ont été à leur tour financées par des investisseurs providentiels ou par des fonds de capital-risque. L'effet boule de neige se poursuit.

Lorsqu'elle a été achetée par Kodak en 2005 pour un milliard de dollars, la plus grosse somme au comptant versée pour une entreprise technologique de Colombie-Britannique, Creo Inc. était un des principaux fournisseurs de systèmes de prépresse et de flux de production des imprimeurs commerciaux à travers le monde. Sa gamme complète de produits fait maintenant partie de la division Graphic Solutions & Services (GS&S) au sein du Groupe de communications graphiques de Kodak (GCG).

Cette société de Vancouver a été créée en 1984 par Ken Spencer et Dan Gelbart, deux anciens gestionnaires de MacDonald Dettwiler & Associates (MDA), une autre société de Vancouver financée par du capital de risque qui poursuit toujours ses activités à l'échelle mondiale. Ken Spencer a été le PDG de Creo jusqu'à sa retraite en 1995 et Dan Gelbart a occupé le poste de directeur de la technologie jusqu'à ce que la société passe à Kodak en 2005. En 1991, les deux fondateurs ont recruté Amos Michelson au sein de leur équipe de direction. Ancien PDG d'Opal à Silicon Valley, Michelson a pris le poste de PDG, quand Spencer est parti à la retraite.

Quand la BDC a investi dans Creo, en 1988, la société comptait moins de 20 employés. Les gestionnaires d'investissement de la BDC sont devenus les deux premiers membres externes du conseil d'administration de l'entreprise. Appuyée par son conseil et son

investisseur, l'équipe de direction s'est engagée dans une stratégie de croissance interne très soutenue. L'entreprise a ainsi pu attirer plusieurs investisseurs internationaux de capital de risque, notamment Star Ventures, Adam Street Partners, Technology Crossover Ventures, Harbourvest Partners et Goldman Sachs, pour financer son développement et sa croissance au cours des années 1990. En juillet 1999, Creo a fait un premier appel public à l'épargne sur le TSX et le NASDAQ.

De 1991 à 1999, le chiffre d'affaires de Creo est passé de 3 millions à 200 millions de dollars. Le nombre d'employés est passé de 50 à 1 000, dont 70 % dans la grande région de Vancouver, les autres emplois se trouvant aux États-Unis, en Europe, en Israël, en Extrême-Orient et en Australie.

Quand Kodak a acheté Creo, l'entreprise comptait 4 000 employés, dont 1 400 à Vancouver, et affichait un chiffre d'affaires de 650 millions de dollars US. Depuis qu'elle l'a acquise, Kodak a continué de développer les opérations de Creo et en a fait une importante division installée en Colombie-Britannique.

Des milliers d'emplois ont été créés, une valeur d'un milliard de dollars a été créée pour les actionnaires et une société d'envergure mondiale comme Kodak compte la Ville de Vancouver comme un de ses centres importants de développement de produits. Mais ce n'est pas tout. La richesse et l'expertise qui ont entouré le succès de Creo ont continué d'essaimer en créant et en finançant une nouvelle génération de nombreuses entreprises technologiques en Colombie-Britannique.

Après la vente de Creo à Kodak, Amos Michelson a aidé à lancer et à financer **Kardium**, une entreprise pionnière qui élabore de nouveaux produits médicaux pour contrer les maladies cardiovasculaires. Il est président du conseil et a attiré dans sa nouvelle entreprise des dirigeants et des conseillers de Creo. La société compte actuellement 15 employés.

Michelson est également le président du conseil et l'investisseur initial d'**Etalim**, une entreprise de technologies propres vouée à trouver des moyens plus efficaces de production et d'utilisation de l'énergie. Tous les employés d'Etalim viennent de Creo.

8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

8.4 Creo – l'effet boule de neige du capital de risque et des entreprises qui réussissent (suite)

Avec les fondateurs d'ALI Technologies, une autre société à succès de Colombie-Britannique financée par du capital de risque et qui a été achetée par McKesson pour plus de 500 millions de dollars, Michelson a investi dans le démarrage de **Cogent Health Technologies** et il y est très actif. Cogent est une entreprise de logiciels de gestion des maladies basée à Vancouver. Elle a reçu un financement de capital de risque de Yaletown Venture Partners, de Vancouver ainsi que de plusieurs investisseurs providentiels connus de la région.

Michelson est président du conseil de **Scrapboy Digital Media**, et y a investi. Il s'agit d'une entreprise de réseautique fondée en 2006. L'équipe de direction de Scrapboy comprend maintenant des anciens de l'équipe de Michelson chez Creo.

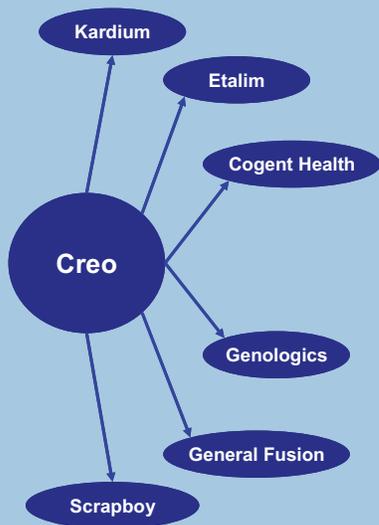
Avec les fonds canadiens de capital-risque, Yaletown Venture Partners et Growthworks, OVP Venture Partners de Seattle et un autre Canadien qui occupait le deuxième poste le plus important chez Cisco, Michelson a investi

dans **GenoLogics**, de Victoria, et siège à son conseil. Issue de l'Université de Victoria il y a à peine cinq ans, cette société de logiciels emploie maintenant 70 personnes au Canada, aux États-Unis et en Europe, et compte une impressionnante liste de clients parmi les plus grandes sociétés pharmaceutiques et instituts de recherche en sciences de la vie au monde. Son équipe de direction comprend d'anciens dirigeants de deux sociétés de Vancouver, Creo et Pivotal, qui toutes deux ont été financées par du capital de risque. Les fondateurs d'autres sociétés technologiques à succès de Colombie-Britannique, telles que MDS, ALI Technologies et Ventures West, ont été des investisseurs providentiels qui ont contribué au démarrage de GenoLogics.

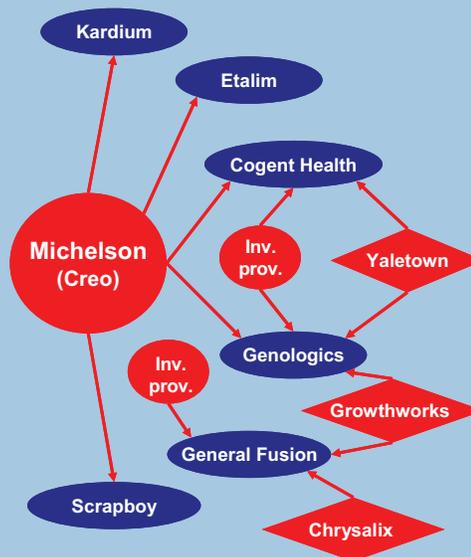
Finalement, **General Fusion** est une entreprise en démarrage qui travaille à de nouvelles applications en technologie de fusion. Le PDG et le directeur de la technologie de General Fusion faisaient partie des équipes de direction et de technologie de Creo. General Fusion dispose du soutien de nombreux investisseurs providentiels du secteur de la technologie et a également obtenu du financement de démarrage de deux sociétés de capital de risque de Vancouver, Chrysalix et Growthworks.

Creo : L'effet boule de neige

Dirigeants et membres de c.a.



Financement



8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

8.5 ALI Technologies : capital de risque, investisseurs providentiels et effet boule de neige

Fondée en 1986 et soutenue par une série de financements provenant d'investisseurs providentiels et de capital de risque, la société de Vancouver, **ALI Technologies**, s'est développée pendant 16 ans jusqu'à devenir un chef de file en logiciels de soins de santé. ALI a été achetée en 2002 par McKesson pour 530 millions de dollars, l'une des plus grandes transactions pour une société canadienne de logiciels. À l'époque, la société comptait 220 employés à Vancouver, dont plus de la moitié en R. et D., un chiffre d'affaires annuel de 56 millions de dollars et un taux de croissance annuel dépassant les 100 %.

D'aucuns prétendent que les sociétés canadiennes, lorsqu'elles sont achetées par une entreprise américaine, s'installent aux États-Unis. L'exemple d'ALI prouve tout le contraire. McKesson a continué d'investir dans la croissance de la société jusqu'à en faire un des principaux joueurs dans son marché, avec plus de 800 employés dans la région de Vancouver. Sans le soutien du capital de risque et des investisseurs providentiels au tout début, cette entreprise n'existerait pas aujourd'hui, ni les nombreux rejets engendrés par son succès.

Une autre idée préconçue veut que les entreprises technologiques financées par du capital de risque réussissent instantanément. L'exemple d'ALI est probablement plus près de la vérité : la société a mis de nombreuses années à s'ajuster aux fluctuations du marché, soutenue par des investisseurs privés patients et tolérants au risque.

D'abord financée par Milton Wong, un investisseur providentiel de Vancouver, puis par d'autres initiés de l'industrie comme Paul Lee, cadre supérieur chez **Electronic Arts**, ALI Technologies a développé des systèmes d'imagerie par infrarouge pour détecter les cas de cancer du sein. Après plus de cinq ans dans ce créneau, ALI a vu ses chances de réussir s'évaporer, de nouvelles technologies ayant permis de diminuer les risques associés à l'usage des rayons X, dans la détection du cancer du sein. Cette période a été difficile pour ALI

Technologies. Il a fallu prendre des décisions stratégiques et trouver du financement pour que la société puisse se réorienter.

Soutenue par des initiés et des investisseurs providentiels qui bénéficiaient du programme en capital de risque de la Colombie-Britannique qui accorde un crédit d'impôt aux contribuables qui investissent dans entreprises technologiques privées établies en C.-B., ALI s'est repositionnée dans une technologie qu'elle avait développée en gestion et archivage d'imagerie électronique.

En 1993, la société a recruté Greg Peet en qualité de PDG et a obtenu un premier financement de Discovery Capital, de Vancouver, un petit fonds de capital de risque soutenu par des investisseurs qui avaient profité eux aussi des incitatifs fiscaux offerts par le gouvernement provincial. Ce financement, à ce moment critique, a permis à la société d'élaborer sa stratégie de croissance et a ouvert la voie à des appels publics à l'épargne sur les bourses de Vancouver et de Toronto au milieu et à la fin des années 1990. Comme le résume si bien Greg Peet, aujourd'hui un des investisseurs providentiels qui a connu le plus de succès en C.-B., «C'était l'investissement qu'il fallait au moment où il le fallait».

De 1993 à 1997, ALI est passée de 11 employés à plus de 50. En 1997, ALI était devenue un chef de file dans le domaine des logiciels de soins de santé, avec 70 % du marché d'archivage d'imagerie par ultrasons. Pour bien asseoir sa position, ALI s'est lancée dans le marché de l'archivage d'imagerie radiologique et est devenue l'un des trois leaders nord-américains avant d'être achetée par McKesson pour plus d'un demi-milliard de dollars comptant.

À l'instar d'autres entreprises technologiques de la Colombie-Britannique qui ont réussi, l'histoire ne s'arrête pas là. La richesse et l'expertise engendrées par le succès d'ALI ont aidé nombre de sociétés en démarrage, alimenté l'évolution de l'industrie du capital de risque dans la région et contribuent à l'écosystème de création et de financement d'entreprises constitué d'entrepreneurs, d'investisseurs providentiels et d'investisseurs de capital de risque.

8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

8.5 ALI Technologies : capital de risque, investisseurs providentiels et effet boule de neige (suite)

Les co-fondateurs d'ALI, Len Grenier (directeur de la technologie) et Peter Van Bodegom (directeur des finances), sont devenus des investisseurs providentiels pour **Cogent Health Solutions**, une entreprise de logiciels de gestion des maladies et **GenLogics Life Science Software**, une entreprise de recherche et d'informatique biomédicale dérivée de l'Université de Victoria. Par la suite, ces deux sociétés ont obtenu des financements de capital de risque.

En sus d'investir, M. Grenier a été le PDG de Cogent et a recruté M. Van Bodegom, son associé chez ALI, en qualité de directeur des finances, ainsi que cinq autres anciens gestionnaires d'ALI. Greg Peet, ancien PDG d'ALI, et Amos Michelson, ancien PDG de Creo, une autre société à succès ayant bénéficié d'un financement par capital de risque, sont des investisseurs providentiels et membres du conseil de Cogent. Jusqu'à maintenant, la compagnie a réuni plusieurs millions de dollars de financement provenant d'investisseurs providentiels et de capital de risque.

Grenier, Van Bodegom et Peet ont investi, avec d'autres initiés de l'industrie technologique et des investisseurs institutionnels du Canada et des États-Unis, dans **Yaletown Venture Partners**, un fonds de capital de risque de Vancouver. Yaletown a investi dans 12 sociétés depuis 2003. Des investisseurs providentiels ont également investi dans ces mêmes sociétés.

De plus, Peet et Paul Lee ont investi dans **Blast Radius**, une entreprise de Vancouver spécialisée dans le développement de médias numériques qui a connu une croissance rapide avant d'être acquise en 2007 par WPP, une société inscrite au NYSE. Blast Radius a été financée par des investisseurs providentiels du secteur de la technologie de C.-B. Peet est un investisseur et le président du conseil de **Contigo Systems**, une entreprise qui développe et gère une plateforme de services de localisation pour des applications de repérage de biens, de gestion de flottes de véhicules ou de sécurité personnelle. Contigo a reçu des financements du fonds de capital de risque **Advantage Technology Fund** et d'investisseurs providentiels.

Peet a été membre du conseil de **Optimal Geomatics**, un concepteur de logiciels géomatiques axés sur les compagnies d'électricité et de gaz et de **TIR Systems**, un fabricant de semi-conducteurs acquis par Philips Electronics en 2007. Les deux sociétés avaient été financées par du capital de risque : Optimal Geomatics, par **Pender Fund** et TIR Systems, par **Discovery Capital**.

Le capital de risque, « l'investissement qu'il fallait au moment où il le fallait », a joué un rôle de premier plan pour faire d'ALI un grand succès économique et financier. En retour, ce succès a contribué de façon très significative à la mise en place de réseaux d'équipes de gestionnaires d'entreprises, d'investisseurs providentiels et de fonds de capital de risque qui, ensemble, participent à la formation, au financement et à la croissance de la prochaine génération d'entreprises technologiques en Colombie-Britannique. Et la boule de neige continue de rouler...

8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

8.6 Biochem Pharma : une pépinière de talents et une source de fonds pour l'industrie de la biotechnologie au Québec

Biochem Pharma fut fondée en 1986 par Dr Francesco Bellini et Dr Gervais Dionne, deux chercheurs du département de biochimie de l'Institut Armand Frappier (IAF) de l'Université du Québec, basé à Laval (Québec) et par Dr Bernard Belleau créateur d'une molécule anti VIH, le 3TC (ou lamivudine), dont la découverte a été présentée pour la première fois à l'occasion de la Cinquième Conférence internationale sur le SIDA, tenue à Montréal en 1989

Le financement initial de l'entreprise est venu d'un PAPE, dans le cadre d'un REA, en décembre 1986, qui a permis de lever 13,5 M\$ pour une capitalisation boursière totale de 25 M\$. L'institut Armand Frappier demeurait actionnaire de l'entreprise à hauteur de 45% aux côtés du management et du public. Toutefois, il est rapidement apparu que les intérêts de l'entreprise et ceux de son principal actionnaire divergeaient, ce qui mettait un frein au développement de Biochem et menaçait sa viabilité à long terme.

En 1989 l'Institut Armand Frappier s'est mis à la recherche de partenariats pour renflouer sa division de vaccins qui était déficitaire. Celle-ci fabriquait notamment les vaccins contre la grippe pour le Québec et avait d'autres vaccins en développement. Pour éviter un démantèlement pur et simple, le Fonds de solidarité des travailleurs du Québec s'est impliqué. Entre autres repreneurs possibles, il est entré en contact avec Biochem Pharma. Francesco Bellini et les gestionnaires du Fonds, dont Denis Dionne qui était alors responsable des placements privés, ont alors vu l'occasion de renforcer l'entreprise et de constituer un pôle solide de développement thérapeutique et de fabrication et développement de vaccins basé au Québec.

Dans un premier temps, à la fin de 1989, ils ont organisé un rachat de la part de l'institut Armand Frappier par le FSTQ et la Caisse de dépôt et placement du Québec (dont la division de capital de risque est devenue par la suite Sofinov) permettant ainsi à Biochem de pouvoir compter

sur des actionnaires solides, disposant d'équipes spécialisées dans le placement privé et le capital de risque et présents pour le long terme.

Quelques mois plus tard, Biochem Pharma a racheté et intégré la division vaccins de l'Institut Armand Frappier. Si Biochem n'avait pas été là, le rachat aurait sans doute été fait par Pasteur Mérieux Connaught et la production de vaccins aurait sans doute été centralisée à Toronto.

En 1990 également, Biochem a signé une entente avec Glaxo pour le développement du 3TC. La présence d'actionnaires solides a assurément renforcé la position de Biochem Pharma dans cette négociation et celles qui ont suivi tout au long du développement du produit et contribué à maintenir son indépendance face aux grandes sociétés pharmaceutiques.

L'entreprise a par la suite poursuivi son expansion dans trois domaines principaux :

- Les produits thérapeutiques, principalement dans les domaines de la virologie, du cancer, du contrôle de la douleur et des maladies cardiovasculaires;
- Les vaccins : après le rachat des opérations de IAF en 1990, devenus Biochem vaccins, Biochem a acheté 50% de North American Vaccines en 1990, entreprise dans laquelle Sofinov a également pris une participation par la suite. Puis, en 1995-96, Biochem a construit une usine de production de vaccins à Québec et, en 1998, un édifice de développement de vaccins à Boston, de façon à avoir accès à un bassin élargi de talents;
- Les outils de diagnostic : dès le départ, Biochem avait hérité de l'Institut Armand Frappier un peptide qui pouvait servir à détecter le VIH et avait développé une certaine expertise dans le domaine des diagnostics. Par la suite, Biochem a acquis 70% de deux compagnies de diagnostic italiennes (IFCI) en 1991, puis les opérations de diagnostic de Serono (une société suisse qui avait de nombreuses installations de par le monde) en 1994. Toutes ces activités ont été regroupées dans une filiale dénommée Biochem ImmunoSystems.

8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

En 1996, l'équipe de direction de Biochem s'est demandé comment elle devrait se positionner face à l'effervescence de la révolution génomique qui était susceptible d'affecter profondément la façon dont serait faite la recherche dans son domaine. Après réflexion, elle est venue à la conclusion que la meilleure façon pour elle de faire la veille technologique qu'elle recherchait serait de le faire au travers d'un fonds de capital de risque qui lui serait rattaché. C'est pourquoi elle s'est alliée avec des investisseurs institutionnels, dont CDP Sofinov, pour susciter Genechem, une équipe de gestion de capital de risque basée à Montréal, initialement spécialisée en génomique et qui en est actuellement à son troisième fonds.

Tous ces développements ont été financés par des PIPE (placements privés) et une émission publique en 1996. Par la suite, Biochem est devenue profitable et autosuffisante, grâce aux cash-flows générés par les royalties du 3TC.

En 1999, Biochem Pharma comptait 800 employés, incluant environ 400 employés de la filiale de diagnostic.

En 2000, la participation dans North American Vaccine a été vendue à Baxter et la filiale de diagnostic a été vendue à son management.

En 2001, Biochem Pharma a été vendue à Shire Pharmaceuticals pour 5,5 G\$. L'entreprise comptait alors 476 employés.

De 1987 à 2000, le chiffre d'affaires de Biochem Pharma est passé de 326 k\$ à 325 M\$ et l'entreprise a consacré 370 M\$ à la recherche et développement pour développer des produits pharmaceutiques. En 2001, Biochem avait, directement ou avec ses partenaires, 5 produits sur le marché et 20 projets de recherche et de développement dans les secteurs thérapeutique et de vaccins.

Tous ces développements, principalement basés au Québec, n'auraient pu avoir lieu si l'entreprise n'avait pas bénéficié dès le début de l'appui d'investisseurs de placement privé, individuels et institutionnels, commis pour le long terme, qui connaissaient le secteur et avaient une certaine vision pour soutenir le développement de

l'entreprise. Leur présence (i) a permis le passage réussi de l'université au statut d'entreprise réellement autonome et disposant des moyens de se développer, (ii) a facilité l'ancrage au Québec de l'activité de production de vaccins et (iii) a donné à l'entreprise une « police d'assurance » pour ne pas être à la merci des grandes pharmas ou sous l'influence d'intervenants spécifiques, donnant ainsi les coudées franches au management pour développer l'entreprise.

Mais l'histoire ne s'arrête pas là. Le succès de Biochem a créé au Québec un bassin de richesse et de talents qui ont été réinvestis dans une succession de nouvelles entreprises technologiques, avec, pour nombre d'entre elles, de nouveaux investissements faits par le capital de risque. Suite à la transaction entre Biochem / Shire, les employés qui ne sont pas restés avec Shire se sont redéployés dans l'industrie de la Biotech comme employés, dirigeants, administrateurs, investisseurs et fondateurs de Cie.

Peu après son départ de Biochem Pharma, **Francesco Bellini** a fondé **Picchio Pharma Inc.**, une co-entreprise avec Power Technology Investment Corporation, dont la mission est d'acquérir, développer et commercialiser de nouveaux produits et de nouvelles technologies thérapeutiques. Picchio Pharma a investi dans les entreprises suivantes :

- **Virochem Pharma**, une compagnie fondée en 2004 pour reprendre la division de virologie de Biochem Pharma dont Shire Pharmaceuticals voulait se départir. Ce redémarrage s'est appuyé sur un financement de 36,5 M\$ (avril 2004) par un consortium composé de Picchio Pharma, du Fonds de Solidarité, de la Caisse de dépôt, de la BDC, de Shire et de Gervais Dionne et François Legault, deux anciens dirigeants de Biochem. Gervais Dionne est devenu CEO/CSO et François Legault Président et COO. Plus de 40 chercheurs des anciennes équipes de Biochem Pharma sur le virus du SIDA et celui de l'hépatite C ont suivi le mouvement. Francesco Bellini est président du conseil de Virochem. L'entreprise compte actuellement 60 employés dans la région de Montréal.

8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

- **Adaltis**, nouveau nom de Biochem ImmunoSystems, l'ancienne filiale d'instruments de diagnostic de Biochem Pharma. L'entreprise a fait un PAPE sur le TSX en décembre 2004 avec une capitalisation de 280 M\$. Francesco Bellini a été président du Conseil. François Legault en a été un des administrateurs.
- **Neurochem**, une entreprise fondée en 1993, spécialisée dans le développement et la commercialisation de médicaments pour les maladies neurologiques et, tout particulièrement, la maladie d'Alzheimer. Neurochem avait été financée par la BDC, le FSTQ et CDP Capital/Sofinov. Après l'investissement de Picchio Pharma en 2002, Francesco Bellini est devenu Président du conseil et PDG de la compagnie. La capitalisation boursière est passée par un sommet de plus de 600 M\$ en 2007. Toutefois, après l'échec de son produit vedette, Alzhemed, en phase III, la compagnie s'est réorientée. Aux côtés de produits pharmaceutiques qu'elle continue de développer, elle a créé une division de produits nutraceutiques dérivés de ses recherches thérapeutiques et pris le nom de Bellus Santé. L'entreprise compte actuellement une centaine d'employés dans la région de Montréal.
- **Innodia**, une société spécialisée dans le développement de médicaments pour le diabète et l'obésité qui été démarrée avec un financement de Picchio Pharma, Genechem, la BDC et Neurochem, dont Innodia avait acquis certaines technologies. Claude Vezeau, l'ancien responsable de la division de vaccins de Biochem Pharma a été PDG de Innodia. La compagnie a été récemment vendue à Bellus Santé
- **Prognomix**, une compagnie fondée en 2005 pour développer de nouveaux outils de diagnostic pour le diabète. Prognomix a été financée par Picchio Pharma, le CQVB et la BDC. Francesco Bellini en est le président du conseil.
- **Ecopia**, une société spécialisée dans le développement de petites molécules à vocation thérapeutique fondée en 1998, qui a fusionné en 2007 avec Caprion Pharmaceuticals pour former Thallion Pharma. Gervais Dionne et François Legault étaient des administrateurs de Ecopia depuis 2002 et sont actuellement sur le

conseil d'administration de Thallion. Picchio Pharma a participé au financement qui a accompagné cette fusion. Thallion Pharma compte actuellement 37 employés dans la région de Montréal.

Gervais Dionne était Vice-président exécutif et Directeur scientifique (CSO) chez Biochem Pharma. Après être resté quelque temps chez Shire Pharmaceuticals après l'acquisition, il est devenu investisseur, CEO et CSO de Virochem Pharma. Il est également sur le conseil d'administration de Virochem, de Thallion Pharma et il a été sur celui de **Targanta Therapeutics**, une société spécialisée dans le développement nouveaux antibiotiques, fondée en 1997 et qui a reçu en 2007 un financement de 70 MUS\$ d'une série de fonds de capital de risque américains de premier rang.

François Legault, qui était Vice-président exécutif développement corporatif et participations de Biochem Pharma, avait présidé à la mise sur pied en 1997 de Genechem venture capital.. Suite à la vente de Biochem Pharma, il est devenu venture advisor chez CDP Capital Technologies/Sofinov, puis investisseur, COO et administrateur de Virochem Pharma et administrateur de Bellus Santé, Adaltis, Ecopia/Thallion et Targanta.

Jacques Lapointe, qui avait été président et COO de Biochem Pharma est devenu Président et CEO de **Conjuchem**, une entreprise spécialisée dans la découverte de nouveaux médicaments thérapeutiques, avec une orientation initiale sur le traitement du diabète.

Robert Dugré, qui avait été vice-président développement des affaires de Biochem Vaccins est devenu PDG d'**Angiochem**, une entreprise qui développe des produits thérapeutiques pour le traitement des maladies du cerveau.

Daniel Héту, qui avait été Vice-président développement corporatif chez Biochem Pharma est devenu Venture Partner chez Lumira Capital, un fonds de capital de risque en sciences de la vie basé à Toronto, Montréal, Boston et Mountain View (Californie).

8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

En outre, les anciens dirigeants de Biochem Pharma ont financé, à titre d'anges investisseurs, de nombreuses sociétés de biotechnologie. Une partie importante de ces investissements n'ont pas été rendu publics.

Au total, c'est plus d'une dizaine d'entreprises de biotechnologies et un fonds de capital de risque de la région de Montréal, qui ont bénéficié d'investissements et d'expertise managériale directement dérivés du succès de Biochem Pharma. Le Fonds de solidarité et la Caisse de dépôt/Sofinov qui, à titre de premiers investisseurs, puis d'investisseurs stratégiques avaient permis l'essor de

Biochem Pharma ont également souvent été associés à cette nouvelle génération d'entreprises qui ont ainsi profité de son succès.

On se souviendra de Biochem Pharma surtout pour la découverte du 3TC, la pierre angulaire de la thérapie associative pour le traitement de l'infection par le VIH et du SIDA et sa commercialisation dans plus de 80 pays. D'un point de vue industriel, Biochem Pharma aura été une pépinière de talents pour l'essor de l'industrie de la biotechnologie au Québec.

8.7 Positron Fiber Systems : accompagner des démarrages de première, puis de deuxième et de troisième génération

Positron Fiber Systems (PFS) est un bel exemple de collaboration entre un entrepreneur et des fonds de capital de risque pour créer une nouvelle entreprise, dont le succès a par la suite favorisé le démarrage en chaîne de plusieurs autres entreprises technologiques.

En 1992, **Claude Champagne**, après avoir passé 12 ans chez Nortel, était VP engineering chez Positron, une entreprise familiale fondée et dirigée par Reg Weiser, qui fabriquait des équipements de support pour le 9-1-1. Tous deux étaient à la recherche de nouvelles avenues pour diversifier la production de Positron et en accélérer la croissance.

Ayant identifié la communication à large bande pour clients d'affaires comme une opportunité en très forte croissance, Claude Champagne bâtit un plan d'affaires pour développer des multiplexeurs fibre optique à débit accru de transmission et de réception. En 1993, il démarra un premier projet de recherche (Interactive Information Technology) en partenariat avec M3i, ATS Aerospace, Innovatech du grand Montréal et le CRIM (Centre de recherche informatique de Montréal) qui bénéficiait également de subventions fédérales et provinciales et de

financements de Positron. Celui-ci fut suivi d'un deuxième projet (Infoway) en partenariat avec Eicon Technology. Ces projets permirent à Claude Champagne de développer un modèle de commutateur OC3, livré en 1995, qui reçut immédiatement un accueil très favorable des grands clients et OEM (Original Equipment Manufacturer).

Décision fut alors prise d'essaimer l'entreprise. Don Gibbs, ex CFO de Mitel, fut embauché comme futur CEO. Innovatech, Quorum Growth Fund et Whitecastle Investment, trois fonds de capital de risque, ont été approchés pour financer l'essaimage. En 1995, ils ont investi 15 M\$ et aidé à structurer une entente avec Positron qui satisfasse toutes les parties. En 1996, ils ont aidé à orchestrer une ronde mezzanine de 10 M\$ avec Eagle Partners, puis, en 1997, à préparer un premier appel public à l'épargne (PAPE) sur le NASDAQ et les bourses de Toronto et Montréal pour un montant de 82 M\$ à une valeur pre-money de 200 M\$. L'année suivante, l'entreprise fut vendue à RELTEC pour 300 M\$ cash.

Le succès de PFS est pour beaucoup dû à la vision de son équipe de direction qui a su la positionner non seulement comme un fournisseur d'équipement de transmission en fibre optique, mais aussi et surtout comme un développeur de systèmes de gestion de réseaux de télécommunication, soit de passer d'un produit tout venant (« commodity ») à un produit à haute valeur ajoutée. De 1995 à 1997, PFS a noué des ententes avec de grands OEM tels que RELTEC, ADC Telecom, Siemens,

8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

Lucent et Digital Microwave, faisant passer les ventes de 0 à 40 M\$ et le nombre d'employés à 100 lors du PAPE et 150 lors de l'achat par RELTEC.

En 1999, Marconi a racheté à RELTEC la division issue de PFS et investi 100 M\$ en R&D pour développer une nouvelle plate-forme. Cette nouvelle division de Marconi a compté jusqu'à 380 employés avant d'être frappée par l'éclatement de la bulle. Les activités ont été reprises à nouveau par Positron.

Dans cette aventure, outre les financements qu'ils ont apportés dès le début, les fonds de capital de risque ont joué un rôle déterminant pour (i) structurer le processus d'essaimage, (ii) élargir le syndicat d'investisseurs, (iii) travailler avec les courtiers pour préparer le PAPE et, enfin, (iv) préparer la vente de l'entreprise à un moment où l'équipe de gestion initiale rencontrait certaines limites pour gérer une compagnie devenue publique.

Mais l'histoire ne s'arrête pas là. Le succès de PFS a créé un large bassin de richesse et d'expertise qui s'est réinvesti dans de nombreuses autres entreprises technologiques.

Reg Weiser, le CEO de Positron, a réinvesti une part des profits réalisés avec la vente de PFS dans les deux principales lignes de produits de Positron, les systèmes de support pour le 9-1-1, devenu par la suite **Positron Public Safety Systems (PPSS)** et les lignes de fabrication à contrat de produits électronique en fibre optique, devenu **Positron Technologies**.

Lors de sa vente à IPC (NY) en mars 2007, PPSS comptait plus de 300 employés de par le monde. PPSS a ensuite été revendue en novembre 2008 à West Corporation pour 167 MUS\$. La division avait alors 360 employés, dont 240 au Canada.

Lors de sa vente à Triton Technologies en décembre 2007, Positron Technologies comptait 260 employés et générait des ventes de 60 M\$.

De plus, Reg Weiser s'est impliqué à titre d'ange investisseur et membre du conseil d'administration dans trois nouvelles start-up, **Nomino Technologies**,

Opendesk et **Cescom** qui ont également été financées par Innovatech du Grand Montréal et T2C2, deux fonds de capital de risque avec lesquels il avait noué des relations au travers de Positron Fiber Systems

Claude Champagne est demeuré chez RELTEC, puis chez Marconi pour diriger la division des multiplexeurs optiques. Par la suite, Claude Vachet, l'un des gestionnaires d'Innovatech, l'a attiré dans l'un de ses investissements, **LxDATA**, à titre d'administrateur (2002), puis de président du conseil (2005) et, enfin, PDG (2008). Faisant profiter cette nouvelle entreprise de sa vision et de son expérience, Claude Champagne l'a repositionnée d'un fabricant de senseurs optiques en un fournisseur de solutions de monitoring de pointe pour l'exploration et l'exploitation des sables bitumineux. L'entreprise compte actuellement 40 employés dont 32 au Québec. Claude Champagne est également un ange investisseur dans **Ambercore**, un fournisseur de solutions pour collecter, intégrer et analyser des données spatiales, aux côtés de Quorum Growth Fund qui avait été un des investisseurs initiaux dans PFS.

Lorsque Positron Fiber Systems a été racheté par RELTEC, **Sami Yazdi**, **Giovanni Forte** et **Patrick Ostiguy**, qui étaient respectivement vice-président, directeur et gestionnaire de produit chez PFS ont quitté l'entreprise et investi de leur propre argent pour démarrer **Avantas Networks** une nouvelle entreprise de systèmes de test et de mesure Optique/Data réseau pour les entreprises de télécommunication. Avantas a été financée par Ventures West, Skypoint Capital et T2C2. Sami Yazdi est devenu CEO et Giovanni Forte CTO. Ils ont par la suite également reçu des financements d'Innovatech et de la BDC. En moins de deux ans l'entreprise a réussi à lancer sur le marché ses premières unités commerciales de tests et mesures portatives capables d'opérer avec le même appareil autant sur les réseaux optiques que Data Ethernet (data cuivre). Elle employait déjà 60 employés et avait su attirer un financement de 25 M\$ de JDSU lorsqu'elle a été achetée pour 93 M\$ par Exfo en 2001. Elle a continué de croître comme division tests et protocoles d'Exfo et compte actuellement près d'une centaine d'employés.

8.0 Exemples de réussite : l'effet boule de neige du capital de risque canadien

Par la suite, **Giovanni Forte** est devenu en 2005 co-fondateur et PDG de **Trellia Networks**, une autre entreprise basée à Montréal, qui développe des solutions de connectivité sans fil. Trellia a été financée par Skypoint et le FSTQ et compte actuellement une trentaine d'employés.

Patrick Ostiguy est devenu le fondateur et PDG d'**Accedian Network**, une entreprise basée à Montréal, qui offre aux grands fournisseurs de télécommunication des solutions de contrôle et d'assurance de la performance de paquets. L'entreprise a levé 11M\$ d'investissements de Skypoint, du Fonds de solidarité et de Rho Canada.

Ce sont les entrepreneurs qui créent et développent les entreprises. Les fonds de capital de risque jouent un rôle important, parfois déterminant, pour les appuyer lors des démarrages, accompagner la croissance, préparer les sorties et, enfin, les attirer ou les accompagner dans le démarrage d'entreprises de deuxième ou troisième génération.

9.1 L'industrie canadienne du capital de risque est très importante pour l'économie

L'industrie canadienne du capital de risque est encore jeune, beaucoup plus jeune que sa contrepartie américaine. Par rapport à son économie, elle est aussi plus petite de moitié. Il est donc normal que la population d'entreprises qui ont été financées par le capital de risque soit beaucoup moins importante qu'aux États-Unis.

Toutefois, l'impact des entreprises financées par du capital de risque sur l'économie canadienne est très significatif : 150 000 emplois (1,3 % de tous les emplois du secteur privé) et près de 1 % du PIB. L'impact sur la croissance est également important, puisque les entreprises financées par du capital de risque ayant participé au sondage croissent plus de 5 fois plus rapidement que l'économie en général. De plus, leur impact sur l'innovation (R. et D. et brevets) et les exportations est très substantiel.

Au-delà de ces statistiques économiques, il y a d'autres retombées importantes : (i) les entreprises financées par du capital de risque qui réussissent génèrent une richesse et une expertise qui sont réinvesties dans les entreprises en démarrage de la prochaine génération; (ii) elles créent des entrepreneurs en série; (iii) elles permettent des financements par des investisseurs providentiels; (iv) elles créent un bassin de gestionnaires chevronnés. Avec les investisseurs providentiels, les fonds de capital de risque jouent un rôle crucial en faisant le lien entre ces bassins de richesse et d'expérience, d'une part, et les nouvelles sociétés en démarrage, d'autre part.

9.2 Les gouvernements ont tout intérêt à soutenir le développement de l'industrie du capital de risque

Bâtir un écosystème prospère de soutien à l'innovation est une tâche de longue haleine. Comme l'ont démontré les nombreuses études américaines citées dans le présent document, une industrie du capital de risque vigoureuse en est l'une des plus importantes composantes. Mais il faut des décennies pour constituer un bassin d'entrepreneurs en technologie, de capital-risqueurs et de gestionnaires d'entreprises reconnus. Bâtir une industrie de capital de risque forte et viable prend un temps tout aussi long. Il aura fallu trois décennies, plusieurs cycles économiques et un très grand soutien des gouvernements (dans les années 1960 par l'entremise du programme SBIC) avant que l'industrie américaine du capital de risque connaisse une croissance soutenue et auto entretenue à partir de la fin des années 1970. Cette croissance du capital de risque a eu un impact considérable sur l'économie américaine en matière de productivité et d'innovation, de croissance économique et d'emplois.

Le Canada veut passer d'une économie de ressources à une économie basée sur le savoir. Pour y arriver, il a massivement investi des fonds publics en R. et D. et, par une série de mesures telles que des crédits d'impôt et des fonds gouvernementaux de capital de risque, les gouvernements fédéral et provinciaux ont soutenu le développement de l'industrie du capital de risque. Les bénéfices qu'apporte le capital de risque à l'économie canadienne sont très importants et, si l'on se fie à l'exemple de l'industrie américaine, ces bénéfices pourraient plus que doubler si l'industrie peut continuer de croître.

Mais l'industrie canadienne du capital de risque traverse actuellement une période de transition très difficile. Les gouvernements ont réduit leur soutien direct au moment où, comme c'est le cas dans la plupart des autres industries de capital de risque dans le monde, l'industrie canadienne n'est pas encore parvenue à livrer des rendements suffisamment élevés pour attirer de façon régulière les investisseurs institutionnels canadiens et étrangers. Par conséquent, les montants levés diminuent et le rythme d'investissement des fonds canadiens se réduit. Au cours des quatre dernières années, ce déclin a été compensé en

9.0 Conclusion

partie par une augmentation des investissements provenant de fonds américains. Cependant, ce financement américain se dirige généralement vers des entreprises à des stades plus avancés et entraîne quelquefois un glissement de leurs activités aux États-Unis. L'établissement d'une économie technologique forte et innovatrice au Canada nécessite une solide industrie canadienne du capital de risque.

9.3 Un appel à passer à l'action

La tourmente qui agite les marchés financiers depuis 2008 rendra la crise du capital de risque encore plus sévère étant donné que, pour rééquilibrer leurs portefeuilles, bon nombre d'investisseurs institutionnels vont réduire leurs investissements dans des fonds de capital de risque et les concentrer dans de grands fonds qui ont fait leurs preuves. Les fonds canadiens, habituellement petits et jeunes, en souffriront. Au moment même où l'accès au capital sera plus difficile pour les fonds, les sociétés en portefeuille auront besoin de liquidités accrues pour survivre à la récession. Pour l'ensemble du système, ce sera le pire moment pour manquer d'argent.

Les gouvernements canadiens, tant fédéral que provinciaux, ont investi des montants très substantiels en R. et D. tant dans les universités et centres de recherche, par des financements directs, que dans l'industrie à travers des crédits d'impôt. Il y a des retombées potentielles très importantes à attendre de la commercialisation de ces recherches. L'industrie du capital de risque est une partie essentielle de l'écosystème qui permet le transfert de la recherche du laboratoire au produit commercialisable, et si l'industrie du capital de risque n'est pas en santé, ces retombées seront perdues. Une industrie du capital de risque forte et en croissance est essentielle, à court terme pour dériver tous les bénéfices de la commercialisation de la R. et D., et à plus long terme, en raison des impacts positifs qu'elle aura sur l'économie en général en termes de croissance et d'emploi. Il est donc essentiel que toutes les parties—gouvernements, investisseurs institutionnels, fonds de capital-risque et entrepreneurs—travaillent ensemble à la construction d'une industrie canadienne du capital de risque solide et durable.

Glossaire de termes en capital de risque²⁴

commanditaires

(Limited Partners) — investisseurs dans le fonds dont le rôle se restreint à l'apport de capital. Leur responsabilité est limitée, à hauteur de leur investissement dans le fonds. Ils n'ont pas d'autorité de gestion

commandité

(General Partners) — ont la responsabilité de la gestion de la société et de toutes les activités d'investissement du fonds. Ils participent aux profits des investissements dans des proportions préétablies et sont responsables à la fois des opérations et du passif de la société en commandite.

Frais de gestion

(Management Fee) — frais exigés par les commandités en contrepartie de la gestion d'un fonds. Les frais de gestion visent à financer les coûts d'installation et le fonctionnement quotidien du fonds et rémunèrent les gestionnaires pour leur temps et leur expertise. Ces frais qui s'établissent à environ 2 % par an du capital engagé dans le fonds diminuent souvent après la fin de la période d'investissement.

Période d'investissement

(Investment Period) — Période durant laquelle de nouveaux investissements peuvent être faits. Ne dépasse habituellement pas 5 ans.

Taux de rendement minimum ou taux épreuve

(Hurdle rate) — Rendement minimum que les commandités doivent remettre aux investisseurs avant de pouvoir participer aux profits.

Intéressement différé ou participation aux profits

(Carried Interest ou Carry) - Part des profits que les commandités reçoivent à titre de rémunération, une fois que le taux de rendement minimum a été atteint, Cette part s'élève habituellement 20 %.

²⁴ La plupart de ces termes sont communs au capital de risque et aux fonds de buyout. Voir CVCA, « Why buyout investments are good for Canada », p. 9.

Annexe B : Méthodologie

Cette étude est l'étude la plus complète sur l'impact économique du capital de risque qui ait été réalisée à date au Canada. Elle se compare aux études qui ont été réalisées précédemment sur le sujet dans la mesure où elle repose également sur un sondage réalisé auprès d'entreprises financées par du capital de risque. Elle va toutefois plus loin en complétant les bases de données existantes sur le capital de risque qui ont été mises en place au milieu des années 90 (i) en incluant des entreprises qui ont reçu des financements de capital de risque avant cette date et (ii) en extrapolant les résultats du sondage à l'ensemble de la population des entreprises financées par le capital de risque. Ces deux étapes ont été rendues possibles par l'existence de la base de données VC Reporter qui est alimentée depuis 1996 par Thomson Reuters et Macdonald & Associates qui l'avait précédée.

1. Collecte des données

De façon à capter l'histoire et l'ensemble de la population d'entreprises financées par le capital de risque, l'étude est basée sur deux ensembles de données complémentaires qui correspondent à deux processus distincts de collecte de données. Étant donné que la compilation exhaustive des données sur les investissements de capital de risque n'a commencé qu'en 1996, ces processus diffèrent selon la période du premier investissement de capital de risque dans l'entreprise :

- Pré-1996 : Un processus minutieux d'identification des grandes entreprises technologiques canadiennes (définies par un niveau de ventes supérieur à 50 M\$) qui ont été financées par le capital de risque avant 1996 a été mené en utilisant les principales listes publiques d'entreprises canadiennes et en les passant en revue avec des vétérans de l'industrie du capital de risque au Canada. Ce processus d'identification a été très large. Il ne peut malgré tout prétendre être exhaustif.
- 1996 et après : Un sondage auprès d'entreprises financées durant la période 1996-2007 a été organisé, utilisant un questionnaire envoyé à plus de 790 entreprises qui figuraient dans un au moins des six portefeuilles les plus importants au Canada (BDC, Desjardins, FSTQ, Growthworks, Vengrowth et Ventures West). Le taux de réponse a été de 34%. Les entreprises inactives dans l'ensemble de la population ont été identifiées de façon séparée en utilisant des techniques

de ratissage du web complétées par un jugement au cas par cas. Ce processus permet une meilleure estimation des taux de croissance de même que des calculs de taux de survie.

2. Extrapolation

Les résultats du sondage ont été extrapolés en utilisant la base de données exhaustive de VC Reporter sur les investissements de capital de risque depuis 1996 :

- Une première extrapolation a été réalisée des résultats du sondage aux 643 entreprises actives dans les portefeuilles des principaux fonds. Des techniques d'identification de biais de non-réponse ont été utilisées pour raffiner le processus d'extrapolation. Pour ce faire, on a procédé à un test sur un échantillon aléatoire de 10% pour lequel un taux de réponse de 84% a été obtenu. Les profils des non-répondants (ventes moyennes et emploi) tels que révélés par le test de réponse ont été appliqués aux autres non-répondants. Une telle technique améliore la validité d'ensemble des résultats.
- Une deuxième extrapolation a été menée des portefeuilles des principaux fonds à l'univers total des 1 740 entreprises actives en se basant sur le capital investi, tel que fourni par la base VC Reporter de Thomson Reuters, et en tenant compte des taux de mortalité mesurés par E&B Data.

Ces résultats ont ensuite été ajoutés aux observations sur les grandes entreprises qui ont été financées par du capital de risque avant 1996 et qui sont encore actives.

Les tailles moyennes (ventes et emplois) ont été calculées sur une base sectorielle pour les entreprises actives dans les principaux portefeuilles. Ces moyennes ont été appliquées proportionnellement au capital investi aux autres entreprises actives qui figurent dans la base de données. La somme des résultats pour les principaux portefeuilles et pour ces autres entreprises couvre donc bien l'ensemble des entreprises qui ont été financées après 1996. Pour certaines variables telles que celles qui sont reliées à l'innovation et aux activités à l'étranger (emploi en R. et D., présence à l'international, exportations), les résultats du sondages n'ont pas été extrapolés et ne représentent donc que la situation des entreprises qui ont répondu au sondage.

3. Sources - Statistique Canada

Statistique Canada. « Résultats choisis de l'Enquête sur l'utilisation et le développement de la biotechnologie de 2005, No au catalogue : 88006XIF Numéro 6
<http://www.statcan.gc.ca/pub/88f0006x/88f0006x2007006-fra.pdf>

Le rapport de Statistique Canada couvre les dernières statistiques sur le secteur canadien de la biotechnologie. Étant donné que les statistiques officielles des sciences de la vie ne sont pas stabilisées, contrairement à celles du secteur de la biotechnologie, les statistiques relatives à la biotechnologie ont été utilisées. Dans les données du sondage, les sociétés oeuvrant en biotechnologie représentent 84 % du capital de risque investi dans les sciences de la vie.

Statistique Canada. Division des comptes de l'industrie. Comptes nationaux. « Multiplicateurs nationaux d'entrées-sorties », 2004

Les séries de multiplicateurs et ratios des entrées-sorties permettent l'estimation de l'incidence directe, indirecte et globale d'augmentations de la production industrielle ou de l'emploi au sein d'un secteur.

Statistique Canada. « Produit intérieur brut (PIB) aux prix de base, selon le SCIAN », Tableau 379-0027, 2007. [En ligne] (2008).
<http://cansim2.statcan.gc.ca/cgi-win/CNSMCGI.PGM>
(consulté en juillet 2008)

Ce tableau statistique de Statistique Canada affiche le Produit intérieur brut pour le secteur pharmaceutique.

Statistique Canada. « Produit intérieur brut en termes de dépenses, par province et territoire » 2003-2007. [En ligne] (2008).
<http://www40.statcan.ca/lo1/csto1/econ15-fra.htm>
(consulté en juillet 2008)

Ce tableau statistique de Statistique Canada affiche le produit intérieur brut pour les provinces de Colombie-Britannique, d'Ontario, de Québec et du reste du Canada.

Bibliographie

Avnimelech G., Kenney, M. and Teubal, M., « Building Venture Capital Industries: Understanding the US and Israeli Experiences », Berkeley Round Table on the International Economy, 2004

CVCA, « Why buyout investments are good for Canada », 2008

CVCA, « The Drivers of Venture Capital Performance, 2008 Update Monitoring Progress – An industry facing a financing crisis », Gilles Duruflé, 2008

CVCA, « The Drivers of Canadian Venture Capital Performance », Gilles Duruflé, 2006

Global Insight, « Venture Impact – The Economic Importance of Venture Capital Backed Companies », quatrième édition

Gompers, P. and Lerner, J., « The Venture Capital Cycle », deuxième édition, The MIT Press 2004

Lerner, J., « “Alberta Venture Capital Review », février 2007

McKinsey Global Institute, « US Productivity Growth 1995-2000, Understanding the contribution of Information Technologies relative to other factors », octobre 2001

