

## Le financement des entreprises en démarrage et en croissance : le point de la situation

Jean-Marc Suret

Volume 86, numéro 3, septembre 2010

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/1003528ar>

DOI : <https://doi.org/10.7202/1003528ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

HEC Montréal

ISSN

0001-771X (imprimé)

1710-3991 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Suret, J. (2010). Le financement des entreprises en démarrage et en croissance : le point de la situation. *L'Actualité économique*, 86 (3), 385-411.  
<https://doi.org/10.7202/1003528ar>

Résumé de l'article

Le financement des entreprises en croissance demeure un problème très important qui, dans de nombreux pays, dont le Canada, met en jeu des politiques publiques multiples et des montants considérables. Les résultats des efforts des pouvoirs publics ne semblent cependant pas toujours être à la hauteur des attentes. En avril 2010, un symposium sur la finance entrepreneuriale et le capital de risque a rassemblé, à Montréal, 60 experts venus de 18 pays. Nous résumons ici les présentations, discussions et propositions faites lors de cette activité. Nous avons choisi trois dimensions particulièrement importantes du point de vue des politiques publiques au Canada. La rentabilité de l'industrie du placement privé et du capital de risque est faible et les investisseurs institutionnels en ont pris conscience. Les émissions initiales sont en forte diminution, ce qui limite les possibilités de sortie très profitable du capital de risque. La conception et l'implantation de politiques publiques en faveur du capital de risque sont difficiles.

## *Le financement des entreprises en démarrage et en croissance : le point de la situation\**

Jean-Marc SURET  
*École de comptabilité  
Université Laval  
CIRANO*

RÉSUMÉ – Le financement des entreprises en croissance demeure un problème très important qui, dans de nombreux pays, dont le Canada, met en jeu des politiques publiques multiples et des montants considérables. Les résultats des efforts des pouvoirs publics ne semblent cependant pas toujours être à la hauteur des attentes. En avril 2010, un symposium sur la finance entrepreneuriale et le capital de risque a rassemblé, à Montréal, 60 experts venus de 18 pays. Nous résumons ici les présentations, discussions et propositions faites lors de cette activité. Nous avons choisi trois dimensions particulièrement importantes du point de vue des politiques publiques au Canada. La rentabilité de l'industrie du placement privé et du capital de risque est faible et les investisseurs institutionnels en ont pris conscience. Les émissions initiales sont en forte diminution, ce qui limite les possibilités de sortie très profitable du capital de risque. La conception et l'implantation de politiques publiques en faveur du capital de risque sont difficiles.

ABSTRACT – In several countries including Canada, public policies related to the financing of emerging companies involve numerous programs and large amounts of money. Major problems remain in this area, and government efforts are not always successful. In April 2010, a symposium entitled “Entrepreneurial finance and Venture capital” was organized in Montréal, drawing about 60 researchers from 18 countries. We summarize several presentations, keynote addresses and panel session discussions. We select the most relevant work from the point of view of Canadian public policies about small business finance. Three important conclusions emerged. First, the rate of return of private equity and venture capital is low; institutional investors are now reluctant to invest in this asset class. Second, the increasing rarity of IPOs (initial public offering) is likely to limit the more profitable exits in the venture capital industry. Third, conceiving and implementing public policy that favours small business finance is a challenging task.

---

\* L'auteur remercie le directeur de la revue, Patrick González, ainsi que Pierre Pedneau (SOUAR), François Gilbert (Anges Québec) et Cécile Carpentier (Université Laval et CIRANO) pour leurs commentaires à propos des versions antérieures de ce texte.

## INTRODUCTION

Le financement des entreprises en croissance reste un enjeu difficile et important au Canada. L'objectif de ce texte est de tirer les enseignements des présentations, discussions et conférences qui se sont tenues les 16 et 17 avril 2010 dans le cadre du symposium intitulé *Entrepreneurial Finance & Venture Capital Markets*. Ce symposium a été organisé par CIRANO en collaboration avec l'Association *European Financial Management*. L'activité, qui a bénéficié de l'appui d'Industrie Canada, du *Center for Management Buy-out Research* (Nottingham), de la Caisse de dépôt et placement du Québec et de la Banque de développement du Canada a rassemblé une soixantaine de chercheurs provenant de 18 pays.

Il n'est pas possible de résumer ici l'ensemble des travaux présentés et commentés lors de cette activité. Nous nous sommes limité aux communications qui ont des implications directes pour le financement des entreprises canadiennes, notamment dans le secteur des technologies. Nous nous sommes également concentré sur la dimension des politiques publiques. En effet, comme l'indiquent Brenner et Brenner (2010), les politiques canadiennes en la matière souffrent de graves lacunes et il semble urgent de contribuer à la réflexion qui devrait guider leur révision. Nous avons complété notre survol en incluant quelques travaux qui ont été mentionnés au cours des discussions et en particulier le volume récent de Josh Lerner, qui traite des politiques publiques en matière de capital de risque (Lerner, 2010). La liste des articles présentés lors du symposium et celle des auteurs figurent à l'annexe 1.

Nous abordons, dans la première partie, la rentabilité du capital privé. Nous y exploitons notamment la présentation de Josh Lerner, conférencier invité, intitulée « *Private Equity and Venture Capital in the Wake of the Crisis* ». Dans la seconde partie, nous traitons des émissions initiales, sur la base de la présentation du second conférencier invité, Alexander Ljungqvist, intitulée « *The Decline and Fall of the IPO Market* ». La dernière partie est consacrée à la discussion de la table ronde, sur le thème : « *Venture Capital in Canada: Challenges and Alternatives* ».

## 1. LE PLACEMENT PRIVÉ, SA RENTABILITÉ ET SES SOURCES

Les fonds de placement privés (PE) et de capital de risque (VC) sont généralement considérés comme des contributeurs importants au financement des divers stades de croissance des entreprises, notamment dans le secteur des technologies. Pour être en mesure de fonctionner, cette industrie doit attirer des fonds, qui proviennent le plus souvent d'investisseurs institutionnels (LP)<sup>1</sup>. La capacité d'attirer

---

1. Le secteur est généralement constitué des fonds structurés sous la forme de sociétés en commandite (*Limited Partnerships*). Les commanditaires (*Limited Partners* ou LP) fournissent les capitaux qui sont gérés par les commandités (*General Partners* ou GPs). Nous utilisons la notation courante LP pour désigner les commanditaires qui sont notamment des régimes de retraite ou des fondations.

ces capitaux dépend principalement de la rentabilité de l'industrie : pour les LP, le placement privé et le capital de risque constituent des catégories d'actif qui doivent procurer un rendement suffisant compte tenu de leur niveau de risque et de leur faible liquidité. Plusieurs documents présentés lors de la conférence, ainsi que la présentation de Josh Lerner, ont abordé cette dimension.

### 1.1 La faible rentabilité du placement privé

Lerner observe que de nombreux contributeurs remettent en question leur implication dans les fonds de placement privé et de capital de risque (PE/VC), et il considère que cette remise en cause est justifiée. Plusieurs travaux ont montré que le rendement des fonds de PE/VC était inférieur à celui des indices boursiers, après ajustement pour le risque, par des écarts absolus allant jusqu'à 6 % par année. L'industrie revendique généralement des taux de rendement élevés. Par exemple, l'Association américaine du capital de risque (NVCA) rapporte un taux de rendement de l'ordre de 37,8 % pour les 15 années se terminant en 2009. Toutefois, les chercheurs ont mis en évidence les divers biais que comportent les mesures de l'industrie (Phalippou et Gottschalg, 2008). En conclusion de sa revue des divers travaux relatifs aux investissements institutionnels, Fleming (2010 : 25) écrit : « *return to private equity, on average, do not compensate investors for the risks they assume in investing in illiquid, small private companies* ». Phalippou (2010 : 279) conclut qu'à moins de disposer de capacités exceptionnelles de sélection des fonds, les investisseurs devraient se tenir très loin du placement privé.

Ces travaux n'incorporent pas la période de la crise, durant laquelle les rendements ont été faibles. Un article présenté lors du symposium parvient à une conclusion différente. En utilisant une modélisation complexe du risque et de la dynamique des rendements, Buchner *et al.* (2009) mettent en évidence une performance positive des fonds de PE/VC européens, entre janvier 1980 et juin 2003, période relativement faste pour le placement privé. Lerner analyse successivement quatre scénarios quant à l'avenir de cette industrie. Le premier, intitulé *Recovery*, est basé sur le constat que l'industrie est fortement cyclique et qu'aux périodes de rendement élevé qui commandent de fortes souscriptions succèdent des périodes de faible performance durant lesquelles les montants souscrits baissent. Cette réduction des sommes disponibles permet une meilleure sélection des projets et une augmentation des rendements. Selon ce scénario qui prévaut depuis le début des années cinquante aux États-Unis, on pourrait assister à la reprise progressive des contributions des LP.

Un second scénario, intitulé *Back to the Future* prévoit l'abandon, par plusieurs contributeurs importants, des investissements en PE/VC. En effet, la distribution des performances des fonds est très largement asymétrique. Le rendement moyen du secteur masque le fait que la grande majorité des fonds de PE/VC ont connu des taux de rendement très faibles. Un maigre 10 % des fonds sont responsables de 84 % de la performance totale et 5 % des fonds concentrent 70 % de cette performance. La situation est semblable en Europe. Les fonds dont la perfor-

mance ne se situe pas dans le premier quartile perdent de l'argent. Il existe, par ailleurs, une forte persistance dans les niveaux de performance des fonds de PE. Les contributeurs aux fonds les moins performants ont donc eu, année après année, des résultats médiocres. Enfin, les diverses catégories d'investisseurs sont fort inégales lorsqu'il s'agit de choisir les gestionnaires. Seules les fondations, notamment celles liées aux grandes universités de l'*Ivy League*, ont obtenu des rendements satisfaisants. Sur la base de ce scénario, on peut anticiper une baisse importante des montants alloués par les gestionnaires institutionnels au placement privé. Seuls les gestionnaires qui, ayant eu une bonne expérience avec cette catégorie d'actif et auprès des fonds les plus performants, persisteraient.

Le scénario suivant, intitulé *the LP's desertion* prédit l'abandon de cette catégorie d'actif par l'ensemble des gestionnaires institutionnels. Le phénomène serait semblable à l'abandon des investissements dans les compagnies indépendantes d'exploration minière, après les investissements importants consentis dans les années soixante-dix, en raison des fraudes commises par des entrepreneurs. Lerner souligne les abus des gestionnaires de PE/VC en ce qui concerne les frais de gestion, qui creusent un écart considérable entre les rendements bruts et nets des fonds placés dans cette catégorie d'actif. Phalippou et Gottschalg (2008) estiment les frais totaux à 6 % des montants effectivement investis. Ces montants investis sont, en moyenne, largement inférieurs aux montants pour lesquels le LP s'est engagé et sur lesquels sont estimés les frais de 2 à 2,5 % généralement annoncés par l'industrie<sup>2</sup>. Les LP, et notamment les principaux régimes de retraite américains, ont tenté de faire accepter des structures de rémunération moins onéreuses, mais en vain. Cette insatisfaction survient à un moment où de nombreuses fondations et plusieurs régimes de retraite se trouvent dans une situation difficile. Beaucoup ont connu des rendements fortement négatifs durant la crise de 2007 et peuvent difficilement composer, désormais, avec le manque de liquidité des investissements en PE/VC. La prévision qui découle de ce scénario serait une baisse très significative et permanente des contributions des LP sans augmentation sensible des rendements nets, en raison du maintien d'une structure de rémunération très lourde.

Enfin, Lerner évoque le scénario assez peu plausible du maintien des contributions aux fonds de PE/VC, en raison du suroptimisme des LP et de la capacité du secteur à revendiquer des taux de rendement plus favorables que ceux dont profitent réellement les LP à l'échéance des fonds. Il souligne au passage qu'il faut remonter à 1997 pour retrouver une année où les fonds de capital de risque qui ont été liquidés ont rapporté en moyenne et en médiane des montants égaux à ceux qui avaient été investis. La faible rentabilité moyenne du capital de risque n'est

---

2. Les auteurs tiennent compte du *carried interest* ou *carry*, qui est la part de la plus-value réalisée qui revient aux gestionnaires du fonds. La proportion la plus courante est de 20 % des plus-values. Dans la majorité des cas, le *carry* ne peut être versé que si le rendement du fonds atteint une valeur prédéfinie (*the hurdle rate*) généralement établie à 8 %. Voir Phalippou et Gottschalg (2008 : 19).

pas une caractéristique américaine. Les rendements rapportés en Europe sont largement inférieurs à ceux estimés pour les États-Unis. L'Association européenne de capital de risque (EVCA) rapporte un taux de rendement annuel moyen de -1,9 % entre 2000 et 2010.

Lerner suggère que l'éventualité la plus probable combine les deux premiers scénarios, qui incluent tous deux une baisse des contributions des LP. Les fonds de capitaux privés génèrent en moyenne des rendements positifs, mais les rendements nets sont négatifs et donc largement insuffisants pour couvrir le risque de cette forme d'investissement. Plusieurs contributeurs importants donc vont abandonner ce type d'investissement de façon permanente, d'autres vont réduire leurs contributions. Les gestionnaires les moins performants disparaîtront vraisemblablement, ce qui pourrait améliorer le rendement de l'industrie. Il reste possible, pour les gestionnaires des régimes et des fondations, de se tourner vers l'investissement direct dans des entreprises fermées pour éviter la lourde charge que représentent les frais de gestion exigés par les gestionnaires des fonds.

### 1.2 *Les investissements institutionnels directs*

Nielsen (2010) analyse la rentabilité des investissements directs des régimes de retraite dans le capital de sociétés fermées. Ce type d'investissement serait en croissance rapide. À cause de la difficulté d'accès aux données, il existe peu de mesures du rendement et du risque de ce type de placement. Une seule étude d'envergure a montré que le taux de rendement des investissements dans les sociétés fermées était inférieur à celui des indices boursiers, en dépit d'un risque supérieur lié notamment à l'absence de diversification (Moskowitz et Vissing-Jorgensen 2002). Nielsen utilise des données en provenance du Danemark, et montre que le rendement annuel moyen ajusté pour le risque de cette catégorie de placement a été de -3,92 % par année entre 1995 et 2004. Il examine plusieurs explications au fait que les régimes continuent à investir directement et retient celle liée au suroptimisme et à une mauvaise perception du risque. Selon l'auteur, les gestionnaires de régimes de retraite eux-mêmes paraissent surestimer les probabilités de succès des entreprises en démarrage.

Maynes et Pandes (2010) analysent les placements privés effectués dans des sociétés ouvertes au Canada. Ces placements sont, dans ce pays, surtout effectués par des particuliers et sont soumis à des contraintes qui en limitent la liquidité. Les acquéreurs de placements privés ne peuvent les revendre avant une période de temps que la réglementation a ramené de 12 à 4 mois en 2001. Ce changement a eu pour effet de diminuer l'escompte que les émetteurs doivent concéder pour attirer les investisseurs, afin de compenser le manque de liquidité. Le changement aurait donc diminué le coût de ce mode de financement. Pourtant, Maynes et Pandes observent une diminution de l'activité d'émissions des plus petits émetteurs à la suite de ce changement, qui n'aurait donc pas conduit à une amélioration des possibilités de financement des émetteurs de petite taille.

### 1.3 Les anges investisseurs

Les anges investisseurs, ou investisseurs informels, sont des individus fortunés qui investissent directement dans des entreprises en phase de démarrage avec lesquelles ils n'ont pas de lien familiaux ou autres. Selon DeGennaro et Dwyer (2009), les anges investisseurs aguerris qui opèrent en réseau se tirent mieux d'affaire que les investisseurs institutionnels. Cette étude, à la suite de quelques autres, utilise la remarquable base de données élaborée par la Fondation Kaufman dans le cadre de l'*Angel Investor Performance Project (AIPP)*. Wiltbank et Boeker (2007) décrivent cette base ainsi que la performance des anges investisseurs. Cette base comprend les données provenant de 539 anges investisseurs opérant en réseau, qui ont effectué 3 097 investissements. Les sorties ont été répertoriées pour 1 137 de ces placements.

Le rendement espéré de ces anges, dont l'investissement médian est de 49 000 \$, se situe autour de 49 %. Toutefois, la distribution des rendements observés est très fortement asymétrique, ce qui rend difficile l'interprétation des rendements moyens. Environ le tiers des investissements des anges se traduit par une perte totale et, dans un peu plus de la moitié des cas, l'investisseur ne récupère pas sa mise de fonds en totalité. La médiane des taux de rendement est donc nulle. À l'autre extrémité de la distribution, 14,5 % des placements permettent aux anges de quintupler leur mise de fonds et, dans 5,3 % des cas, la valeur de sortie représente plus de 20 fois l'investissement initial. L'investissement le plus rentable a permis de dégager un rendement annualisé de 48 000 %.

Cette étude montre qu'une proportion relativement importante des anges investisseurs peut dégager des rendements élevés dont la moyenne atteint 33 %. Même si les techniques de mesure sont différentes, il semble que les opérations des anges investisseurs soient les seules à permettre un rendement moyen positif dans le domaine du financement privé. Ce taux de rendement serait supérieur à celui des fonds de PE/VC et des investissements directs des institutionnels dans les entreprises en croissance. La distribution des taux de rendement semble légèrement plus favorable que celle observée au Canada dans le cas des placements privés dans les sociétés ouvertes de petite taille (Carpentier et Suret, 2010b). Dans ce cas, la proportion de rendements négatifs atteint 77 % et la proportion de rendements élevés est moindre. Les anges investisseurs, qui sont généralement des spécialistes de ce type de placement, ont vraisemblablement une compétence supérieure à celle des investisseurs canadiens qui interviennent sur le marché des placements privés. Ces anges sont également plus impliqués dans la gestion des entreprises dans lesquelles ils investissent, ce qui ne semble pas être le cas des investisseurs canadiens.

Toutefois, ces rendements moyens des anges investisseurs sont influencés par des valeurs très élevées d'un petit nombre de placements, généralement de petite taille. Les résultats canadiens rapportés par Riding (2008) sont du même ordre que ceux rapportés aux États-Unis, mais ils diffèrent selon les catégories d'anges investisseurs.

Le rendement des investissements en PE/VC semble donc faible, surtout du point de vue des LP qui supportent des frais de gestion très élevés. Cette situation n'est pas conjoncturelle. Depuis la fin des années quatre-vingt-dix, les taux de rendement obtenus par les LP lors de la liquidation des fonds sont insuffisants pour compenser le niveau de risque. Il est donc normal que les investisseurs se détournent de cette catégorie de placement. La rentabilité de l'industrie est généralement considérée comme étant bien moindre au Canada qu'aux États-Unis (Duruflé, 2006 : 8), ce qui devrait rendre le problème plus aigu au Canada qu'il ne l'est aux États-Unis. Les anges investisseurs semblent être les seuls investisseurs impliqués dans ce domaine à dégager des taux de rendement qui, en moyenne, semblent favorables

#### 1.4 *Quelles leçons pour le Canada?*

Une attention particulière devrait être apportée au soutien des investisseurs informels. Ils représentent l'activité la plus significative au niveau du démarrage et des premiers stades de financement, s'impliquent dans un nombre élevé d'entreprises et leur activité semble générer des taux de rendement compatibles avec le niveau de risque. Ces diverses raisons ont conduit plusieurs pays à instaurer des programmes dont l'objectif est de faciliter et accroître l'activité des investisseurs informels (Mason, 2009). Il s'agit en premier lieu d'incitatifs fiscaux dont le plus significatif est la réduction de l'impôt sur le gain en capital (Brenner et Brenner 2010 : 95). Plusieurs pays d'Europe ont instauré des programmes fiscaux dédiés à stimuler l'activité des anges. C'est également le cas dans une vingtaine d'états américains<sup>3</sup>. Le *US Innovation Technologies Investment Incentive Act* de 2010<sup>4</sup> propose un crédit d'impôt de 25 % pour les placements effectués dans des entreprises admissibles aux subventions fédérales en R&D .

Plusieurs pays ont également ajusté la réglementation pour favoriser l'investissement informel (Mason 2009). La récente Loi Dodd-Frank (*Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) a été aménagée afin de ne pas pénaliser l'activité de cette catégorie d'investisseurs<sup>5</sup>. Il n'en reste pas moins que le manque de possibilités d'investissement limite le développement de l'activité : « *one of the most consistent findings in research on business angels: the majority (is) unable to find sufficient investment opportunities* » (Mason, 2009 : 542).

---

3. Voir EBAN, *Fiscal Incentives Available to Business Angels in Europe*, European Business Angel Network, juin 2008. Pour les États américains, voir *ACA State Policy*, sur le site de l'Association américaine des anges investisseurs.

4. H.R. 5767: *Innovative Technologies Investment Incentive Act of 2010 To amend the Internal Revenue Code of 1986 to allow a credit for equity investments in high technology and biotechnology small business concerns developing innovative technologies that stimulate private sector job growth*. Déposé en chambre le 15 juillet 2010.

5. Voir : *Financial Reform Act Includes Important Changes for Angels and Entrepreneurs* sur le site de l'Association américaine des anges investisseurs.



Les problèmes d'information et de recherche de possibilité d'investissement sont l'un des obstacles importants à l'activité des investisseurs informels. Pour les résoudre, plusieurs pays ont mis en place des dispositifs d'aide au développement et au fonctionnement des réseaux d'anges. Des initiatives de formation des entrepreneurs, mais aussi des anges, ont également vu le jour en Europe et aux États-Unis, avec le concours d'organismes divers. Enfin, plusieurs gouvernements ont instauré des fonds de co-investissement afin d'apparier les sommes investies par les investisseurs informels et de faciliter les rondes successives de financement. Au Canada, le financement informel a bénéficié de quelques initiatives récentes. Le gouvernement du Québec appuie le réseau Anges Québec à hauteur de 750 000 \$ pour trois ans (Conseil de la science et de la technologie du Québec, 2010 : 35). Récemment, *FedDev Ontario* a annoncé un programme de 190 millions de dollars sur quatre ans, afin d'appuyer les actions des anges investisseurs. Deux millions sont dédiés au développement des réseaux d'anges et le reste au financement complémentaire d'entreprises appuyées par des anges ou des sociétés de capital de risque. Toutefois, les sommes consacrées au financement de l'investissement informel restent bien inférieures aux dépenses fiscales et montants consacrés à l'aide au financement institutionnel, notamment au Québec.

## 2. LES ÉMISSIONS INITIALES

### 2.1 *Le déclin des émissions initiales*

Le second conférencier invité, Alexander Ljungqvist rapporte une baisse significative de l'activité d'émission aux États-Unis principalement dans la catégorie des opérations de petite taille. Ce constat est largement partagé (Oesterle, 2006; Weild et Kim, 2010). Weild et Kim rapportent que le nombre annuel moyen d'émissions initiales est estimé à 520 dans les années 1990 à 1995, 539 dans les années 1996 à 2000 et à 122 depuis 2001. Toutefois, la baisse est encore plus marquée pour les émissions qui impliquent des levées de fonds inférieures à 50 millions de dollars. Leur nombre fluctuait entre 400 et 500 par année entre 1992 et 1997. On en dénombre de 10 à 20 par année, en moyenne, depuis 2001. Weild et Kim soulignent que la baisse du nombre des émissions initiales aux États-Unis survient cinq à dix ans après une période de forte collecte de fonds par l'industrie du capital de risque. Cette industrie était à l'origine d'une proportion élevée des émissions initiales américaines, mais elle privilégie désormais la vente en bloc des placements à un investisseur stratégique.

Ljungqvist écarte deux explications au déclin des émissions initiales et en retient trois autres. En premier lieu, on ne peut invoquer les mauvaises conditions économiques mondiales. Le marché des émissions initiales a retrouvé ou dépassé son niveau antérieur à l'éclatement de la bulle technologique dans plusieurs pays. Le marché américain des émissions initiales n'a pas profité de la croissance de l'économie entre 2002 et 2005. En second lieu, la rareté des entreprises capables et désireuses d'entrer sur le marché n'est pas non plus une explication plausible.

De nombreuses entreprises américaines se sont inscrites sur l'*Alternative Investment Market* de Londres. Les explications apportées par Ljungqvist à ce déclin mettent en cause les investisseurs, la structure du marché du courtage et le coût des émissions initiales.

Premièrement, les investisseurs qui ont souscrit aux émissions initiales durant la bulle des valeurs technologiques ont subi des pertes plus considérables aux États-Unis que dans d'autres marchés. Ces investisseurs semblent désormais peu réceptifs aux nouvelles émissions. Deuxièmement, plusieurs souscripteurs qui jouaient un rôle important dans les émissions appuyées par le capital de risque ont été acquis par des firmes plus importantes dans un mouvement de consolidation des activités d'*investment banking*. Les activités de suivi des émissions initiales, que réalisaient les analystes financiers des firmes de courtage acquises, ont été fortement réduites ou supprimées.

L'intérêt des grandes firmes de courtage pour les émissions de petite taille semble faible, d'autant que des poursuites très coûteuses ont été engagées contre plusieurs courtiers en raison de leur comportement lors d'émissions initiales. Près de 200 firmes de courtage ont soit mis fin à leurs activités de recherche ou les ont réduits de façon significative. À la suite des allégations relatives au comportement des analystes financiers durant la bulle technologique, Merrill Lynch a été condamné à 100 millions de dollars d'amende et la structure de la recherche liée aux nouvelles émissions a été totalement modifiée. Avant cette poursuite et l'accord Spitzer qui lui est associé, les analystes du souscripteur d'une émission initiale produisaient des analyses importantes pour assurer une activité de transaction sur les actions émises et assurer ainsi leur liquidité. Ils étaient rémunérés en fonction du prix et de la quantité des actions vendues, ce qui les plaçait dans une situation évidente de conflit d'intérêt. L'accord Spitzer interdit de telles rémunérations et l'activité de recherche des vendeurs de titres (le *sell-side*) a fortement diminué, notamment pour les titres de petite capitalisation peu échangés.

Troisièmement, les coûts des émissions initiales sont fort élevés aux États-Unis. En particulier, la sous-évaluation initiale y est importante. Il y a sous-évaluation initiale lorsque les émissions initiales se vendent, en moyenne, à un prix inférieur à celui qui sera établi par la suite par le marché. Cette différence, qui est de l'ordre de 10 à 20 % aux États-Unis, représente un coût pour l'émetteur. Par ailleurs, les frais liés à la réglementation ont augmenté à la suite de l'adoption de la Loi Sarbanes-Oxley en 2002. Oesterle (2006 : 369) considère d'ailleurs que le coût élevé des émissions initiales déprime le marché du capital de risque américain. Aux États-Unis, des analyses suggèrent que la diminution des émissions initiales aurait un impact négatif sur l'emploi dans les entreprises de technologie. Il semble en effet que la majorité des emplois dans les entreprises appuyées par le capital de risque sont créés lorsque l'entreprise est entrée sur le marché public<sup>6</sup>.

---

6. Selon les analyses de l'Association américaine de capital de risque. Voir Renaissance, *How to Heal the PAPE Market and Get the Economy Moving*, 18 mai 2009, consulté le 12 novembre 2010 à <http://www.renaissancecapital.com/PAPEHome/Review/HealingPAPEs.pdf>.

Pour cette raison, nous abordons dans la section suivante l'effet possible du déclin des émissions initiales, notamment sur le capital de risque.

### *2.2 Le déclin des émissions initiales est-il un réel problème?*

Du point de vue des politiques publiques, il faut distinguer deux aspects. Le premier est celui du marché boursier. Le second est celui de la cession des placements en capital de risque, qu'on désigne le plus souvent sous le terme de sortie du capital de risque.

Les marchés boursiers s'érodent continuellement en raison des disparitions d'entreprises, des reprivatisations et des opérations de fusion et acquisition. Le nombre des sociétés américaines inscrites en Bourse, rapporté au PNB, a diminué de 52,8 % entre 1991 et 2008 (Weild et Kim, 2009), ce que ces auteurs considèrent comme dramatique. La diminution du nombre de sociétés inscrites est également importante au Canada. Le nombre brut d'inscription a chuté de 4 182 en 1991 à 3 789 en 2007, ce qui représente une baisse de 9,4 % (Carpentier *et al.* 2009). Ces auteurs montrent d'ailleurs que les États-Unis et le Canada sont, avec la Suisse, les seuls pays ayant connu une baisse significative des nombres de sociétés inscrites entre 1990 et 2007. Dans les autres pays, le nombre de ces sociétés s'est accru de 29 % (au Royaume-Uni) à 315 % (à Hong-Kong). La raréfaction des émissions initiales contribue donc à l'érosion des marchés. Le Canada semble être davantage pénalisé par cette érosion que les autres marchés, en partie à cause de la migration des entreprises qui choisissent de s'inscrire en bourse aux États-Unis.

Il est généralement admis qu'un marché boursier dynamique est une condition essentielle au développement d'une industrie du capital de risque (Black et Gilson, 1999). Il en est ainsi parce que les émissions initiales représentent le mode de sortie du capital de risque qui procure les taux de rendement les plus élevés.

Il est possible, comme le suggère Ljungqvist, que ce résultat soit induit par un problème d'auto-sélection : les émissions initiales semblent plus profitables parce que les VC procèdent à une émission initiale pour leurs meilleurs placements, durant des périodes où le marché boursier est réceptif. L'étude des effets possibles de la raréfaction des émissions initiales sur le capital de risque doit donc prendre en considération plusieurs facteurs. L'étude récente la plus approfondie a été menée par Chaplinsky et Gupta-Mukherjee (2009). Ils étudient 1 215 sorties par fusion-acquisition (M&A) et 1 401 sorties par émission initiale de sociétés de capital de risque américaines, de 1985 à 2008. Le rendement médian et moyen obtenu par émission initiale est significativement plus élevé que celui obtenu par M&A. Le rendement médian des sorties par M&A est d'ailleurs largement négatif, à -32,1 %, alors qu'il se situe à 108,6 % pour les sorties par émission initiale. Ce résultat n'est pas expliqué par les fluctuations de marché. Quelles que soient les conditions de marché boursier, les sorties par émission initiale procurent des rendements beaucoup plus élevés que ceux observés lors des M&A. Les rendements moyens élevés procurés par les sorties par émission initiale sont d'ailleurs largement imputables à des valeurs très élevées obtenues lorsque les marchés sont peu

réceptifs. L'omission de la bulle des valeurs technologiques réduit davantage les rendements obtenus par M&A que ceux associés aux émissions initiales. On ne peut donc pas expliquer les valeurs supérieures obtenues lors de sorties par émission initiale par le fait que celles-ci coïncident avec les périodes de forte réceptivité du marché boursier aux émissions, connues sous le terme de *hot issue market*.

La proportion des sorties par M&A est passée de 44 à 71 % à partir de 1999, aux États-Unis. Toutefois, le montant total récupéré par les sociétés de capital de risque lors des M&A n'a pas augmenté<sup>7</sup>. Par ailleurs, les sociétés de capital de risque qui parviennent à dégager des rendements élevés par M&A sont les plus expérimentées et spécialisées, ce qui n'est pas les cas pour les sorties par émission initiale. Réussir une sortie rentable par M&A demande donc compétence et spécialisation. Aucun de ces résultats n'est très encourageant pour l'industrie. Les sorties très profitables sont devenues plus rares, alors qu'elles étaient la clé de la rentabilité de l'industrie. Les sorties par émission initiale aux États-Unis de sociétés appuyées par le capital de risque canadien sont très rares. Nous en avons répertorié cinq entre 1999 et le début de 2010<sup>8</sup>.

### 2.3 La valeur des émissions canadiennes

L'un des articles présentés lors du symposium apporte un élément complémentaire inquiétant. Selon Carpentier *et al.* (2010a), les émissions initiales canadiennes appuyées par le capital de risque commandent des valeurs relatives bien inférieures à celles observées lors des émissions comparables aux États-Unis. La différence de prix est considérable : elle est de 57 à 71 % selon les modèles économétriques utilisés. Cette différence subsiste lorsqu'on tient compte des divers facteurs explicatifs, tels que la qualité des émetteurs, l'implication des sociétés de capital de risque, des courtiers prestigieux et la liquidité. Ces résultats confirment les énoncés de l'association canadienne de capital de risque, à l'effet que les conditions de sortie du capital de risque sont nettement moins favorables au Canada qu'aux États-Unis (CVCA 2006 : 18). Les auteurs associent la différence de valeur à l'écart entre les normes d'inscription et de maintien à la cote entre les deux marchés. Au Canada, les normes minimales d'inscription sont très permissives et le rendement postérieur aux émissions initiales est beaucoup plus faible qu'il ne l'est aux États-Unis, notamment pour les émissions de petite taille<sup>9</sup>.

7. Au Canada, les 68 sorties par émission initiale effectuées sur le TSX entre 1997 et 2004 ont rapporté 12 milliards de dollars, soit 200 millions de moins que les 222 sorties par M&A effectuées au cours de la même période (Brander *et al.*, 2010). Les sorties par M&A permettent donc une récupération moindre des montants investis.

8. Au cours de cette période, la base *Thomson Venture* rapporte 113 sorties de capital de risque canadien par émission initiale, dont cinq sont suivies d'inscription sur le NASDAQ. Deux de ces cinq projets étaient financés également par des sociétés de capital de risque américaines.

9. Eckbo *et al.* (2007 : 343) rapportent les résultats de cinq études qui situent la performance anormale des émetteurs américains entre -2,4 % et +16,5 %. Dans leur analyse de 5 018 émissions initiales de 1980 à 2000, ils observent une performance anormale de -14,8 % en utilisant la méthode BHAR, qui disparaît lorsque la méthode dite des facteurs est utilisée. Avec cette même méthode, nous estimons le rendement anormal moyen à -33 % pour trois ans (Carpentier *et al.*, 2010b : 29).

Les émissions étudiées par Carpentier *et al.* (2010a) ont été effectuées sur le *TSX*, alors que les normes d'admission très faibles sont une caractéristique principale de la Bourse de croissance. Toutefois, les deux marchés sont largement superposés. Lors de la modification de la *Penny Stock Rule* en 2005, la SEC a rétabli une norme minimale d'inscription en bourse, qui stipule que les marchés nationaux tels que le NASDAQ doivent exiger une capitalisation minimale de 50 millions de dollars US. À la fin de 2005, 281 des 970 sociétés inscrites sur le *TSX* avaient une capitalisation inférieure à cette limite. *L'Advisory Board* de la SEC a recommandé, au début de 2006, que soient considérés comme titres de microcapitalisation ceux émis par les entreprises dont la capitalisation est inférieure à 128 millions de dollars US. À la fin de 2005, 407 entreprises inscrites sur le *TSX* (sur 970) n'atteignaient pas cette limite. Au même moment, 59 émetteurs inscrits sur la *Bourse de croissance TSX* avaient une capitalisation supérieure à 50 millions de dollars. Il est donc difficile de séparer clairement les marchés et il semble probable que les éléments de risque attachés aux émetteurs de la *Bourse de croissance TSX* sont aussi appliqués aux émissions initiales qui se font sur le *TSX*. Ceci est d'autant plus vraisemblable que les normes minimales du *TSX* sont également plus permissives que celles de la plupart des autres marchés.

#### 2.4 *Quels enseignements pour le Canada?*

Le Canada semble également souffrir d'une diminution de la fréquence des émissions initiales, que nous avons illustrée au graphique 1. Ce graphique montre que le nombre des opérations impliquant des montants supérieurs à 10 millions de dollars est très faible. Par rapport aux années quatre-vingt-dix et deux mille, la diminution observée depuis 2001 paraît moins forte que celle observée aux États-Unis. Toutefois, cette diminution est très importante si on la rapporte aux années 1986 à 1989, lorsqu'on enregistrait de 200 à 440 émissions annuellement. On en compte entre 30 et 120 par année depuis 2001. Les sorties de capital de risque se font très majoritairement par fusion acquisition. L'Association canadienne de capital de risque recense 218 sorties par M&A depuis 2005, contre 46 émissions initiales (CVCA, 2010).

Les nombres annuels moyens d'émissions par sous-période apparaissent au tableau 1. Entre la fin des années quatre-vingt dix et le début des années deux mille, le nombre d'émissions initiales diminue de 44,6 %. La diminution est plus forte dans le groupe des émissions de 10 millions de dollars et moins, où le nombre d'émissions diminue de moitié. Le nombre des émissions initiales a été divisé par près de quatre au Canada depuis la fin des années quatre-vingt, de 277 à 66, et celui des petites émissions a été divisé par 6,5. Nous voyons deux raisons à cette situation. En premier lieu, le rendement obtenu par les investisseurs impliqués dans ces émissions est extrêmement faible. Le rendement excédentaire médian au cours des trois années suivant les émissions initiales canadiennes a été de l'ordre de -70 % au cours de la période 1993-2003. Il est normal que des inves-

tisseurs rationnels s'éloignent de ce type d'opérations, ce qui créé un problème de demande pour les émissions initiales. En second lieu, les introductions en bourse par voie indirecte permettent aux entreprises canadiennes d'entrer en bourse en esquivant le processus et certaines des obligations liées aux émissions initiales. Ces méthodes reposent principalement sur l'utilisation des prises de contrôle inversées, où une société germée acquiert le contrôle d'une coquille inscrite en bourse. Cette coquille peut être une société de capital de démarrage. Entre 1993 et 2003, Carpentier *et al.* (2008) rapportent 1 024 émissions initiales et 1 383 entrées en bourse par prise de contrôle inversée. Ces opérations font intervenir des investisseurs agréés dont on considère qu'ils ont les connaissances requises pour veiller seuls à leurs intérêts financiers. De façon générale, et en particulier pour les opérations qui impliquent des émetteurs de petite taille, les taux de rendement obtenus sont extrêmement faibles (Carpentier et Suret, 2010a).

GRAPHIQUE 1

ÉVOLUTION DU NOMBRE TOTAL D'ÉMISSIONS INITIALES AU CANADA, 1986-2008, SELON L'IMPORTANCE DU PRODUIT BRUT

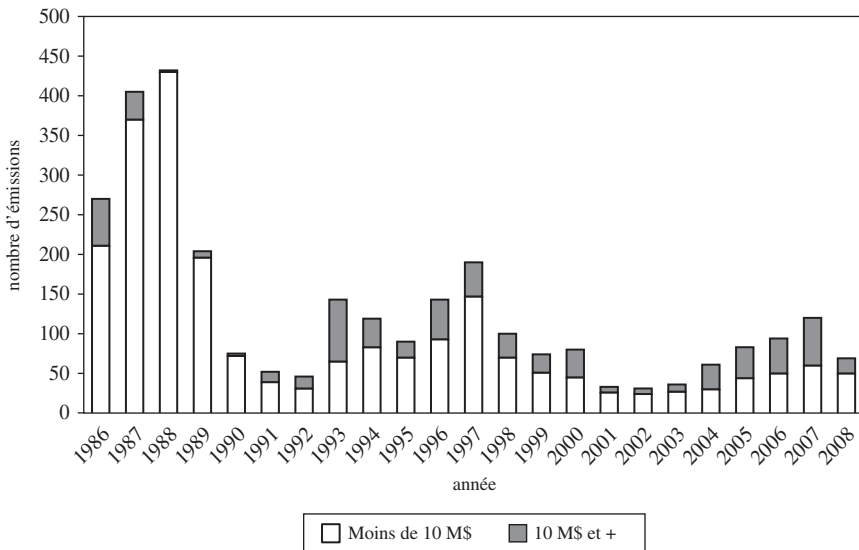


TABLEAU 1

ÉVOLUTION DU NOMBRE ANNUEL MOYEN D'ÉMISSIONS INITIALES AU CANADA, PAR PÉRIODE

	<b>Produit brut inférieur à 10 millions de dollars</b>	<b>Produit brut supérieur à 10 millions de dollars</b>	<b>Ensemble des émissions</b>
1986-1990	256	21	277
1990-1995	58	32	90
1996-2000	81	36	117
2001-2008	39	27	66

La diminution des émissions initiales au Canada ne peut s'expliquer par leur coût élevé. Aux États-Unis, la rémunération des courtiers, les autres frais et surtout la sous-évaluation initiale imposent des coûts totaux que nous avons estimés à 23 % du produit brut pour un échantillon de 208 émissions de 50 à 100 millions de dollars US, entre 2004 et 2008. Les mêmes émissions ont coûté 10 % au total au Canada au cours de la même période (Suret et Carpentier, 2010 : 70). Le problème de la sous-évaluation initiale a été analysé par Liu et Ritter (2009) lors du symposium. Ces auteurs montrent que cette sous-évaluation est moindre lorsque les émissions sont souscrites par des courtiers locaux spécialisés. La sous-évaluation moindre observée au Canada peut être expliquée par la présence de nombreux courtiers locaux de petite taille. La structure du marché ne serait donc pas responsable de la diminution des émissions initiales au Canada. Les rendements extrêmement faibles obtenus par les investisseurs qui ont acquis des titres vendus lors des émissions initiales depuis près de 20 ans constituent l'explication la plus plausible.

La réduction du nombre des émissions initiales, et les valorisations plus faibles observées au Canada pourraient s'opposer à un éventuel redressement de la rentabilité du capital de risque dans ce pays.

### 3. CAPITAL DE RISQUE AU CANADA, *BOURSE DE CROISSANCE TSX* ET POLITIQUES PUBLIQUES

#### 3.1 *Le capital de risque*

Nous articulons cette partie autour de la transcription de la table ronde tenue lors du symposium<sup>10</sup>. Dès le départ, Gilles Duruflé cadre le débat en proposant une définition du capital de risque :

10. Les membres de panel étaient : Douglas Cumming (York University), Louis Doyle (*Bourse de croissance TSX*), Gilles Duruflé (consultant), Josh Lerner (Harvard University) et Jean-Marc Suret (Université Laval et CIRANO).

*If you take it in the North American meaning or way, venture cap is a specialized pool of capital to finance technology startups and high growth technology startups. So it's a very specific profile of companies, which target generally a very large market, fast growing.*

Pour Duruflé, les entreprises candidates au capital de risque ont un potentiel mondial et devraient logiquement permettre une sortie des investisseurs par une émission initiale lancée sur le NASDAQ. Cette définition appelle trois commentaires. En premier lieu, le capital de risque ne concerne qu'une faible proportion des entreprises, qui présentent des caractéristiques très particulières. En second lieu, beaucoup d'activités étiquetées « capital de risque » au Canada n'en sont pas. Troisièmement, le terme de *startup* renvoie à la notion d'entreprise en croissance et non en démarrage. En 2009, les investissements en capital de risque dans la catégorie « *startup* » ne représentaient que 21 % environ des montants investis selon des données de la CVCA.

Le capital-risque ne concerne qu'un faible nombre d'entreprises, évalué à 331 en 2009 selon la CVCA (2010). Ce nombre est en forte baisse par rapport aux 560 entreprises financées en 2005. La forte baisse des financements et des levées de fonds en capital de risque n'est pas limitée au Canada. Block *et al.* (2010) estiment la baisse des investissements de capital de risque de première ronde à 45,9 % aux États-Unis et à 24,8 % en dehors des États-Unis. Les montants investis en PE/VC ont été divisés par 3 en Europe entre 2007 et 2009. Les anges investisseurs canadiens semblent financer davantage d'entreprises canadiennes que ne le fait le capital de risque, et l'écart entre les deux sources est considérable. Selon Riding (2008), les investisseurs informels auraient effectué en moyenne près de 132 000 placements par année en 2003 et 2004.

Aux États-Unis, la fondation Kauffman estime qu'environ 1 % des 600 000 entreprises créatrices d'emploi qui naissent annuellement recevront du capital de risque (Kedrosky, 2009). Parmi les 900 entreprises qui ont connu la plus forte croissance aux États-Unis, 16 % seulement étaient appuyées par du capital de risque. Le capital de risque finance un nombre limité d'entreprises aux caractéristiques très particulières. Ces entreprises pourraient, dans certains cas, générer d'importantes retombées, si on en croit les études d'impact économique préparées par les diverses associations de sociétés de capital de risque.

En second lieu, une partie importante des montants et activités qui ont été considérés comme du capital de risque au Canada n'en était pas, notamment en ce qui concerne les fonds de travailleurs<sup>11</sup>. Gilles Duruflé admet que les initiatives

---

11. Même si le capital de risque ne constitue qu'une portion très limitée des fonds sous gestion, le plus important Fonds de travailleurs canadien, le FSTQ, se présente toujours comme « *A venture capital firm for Québec SMEs* », sur son site Web. Dans la section « Aperçu du marché du capital-risque au Canada et aux États-Unis », le site web d'Industrie Canada mentionne : « Ces dernières années, au Canada, les principaux intervenants du marché du capital-risque étaient les sociétés de capital de risque de travailleurs (SCRT) ».



gouvernementales ont aidé l'émergence de l'industrie, mais que le Canada ne disposait pas toujours des gestionnaires requis pour intervenir efficacement en capital de risque. Selon son expression : « *The problem is not money, it's smart money* ». Il réitère ce constat en notant que les gestionnaires des Fonds de travailleurs n'ont pas la capacité d'investir en capital de risque. Enfin, selon l'un des intervenants, la réduction de l'offre gouvernementale a coïncidé avec la diminution de l'offre privée provoquée par les faibles rendements, créant un manque particulier de capital de risque au Canada.

Après cette définition, les éléments clés de la discussion ont été les suivants :

- il est extrêmement difficile de mettre en place des programmes et politiques efficaces en matière de capital de risque;
- le capital de risque doit, pour être efficace, reposer sur des fonds de grande taille dont la dimension est clairement internationale;
- le capital de risque doit, à terme, être en mesure de se financer sans recourir au support des gouvernements et certains pays y sont parvenus;
- la réglementation canadienne des valeurs mobilières paraît trop souple, mais la bourse de croissance semble répondre aux besoins d'une catégorie particulière d'entreprises.

### 3.2 La difficulté d'établir des politiques efficaces en matière de capital de risque

Les participants évoquent et reconnaissent les problèmes liés aux diverses interventions dans le domaine du financement des entreprises en croissance au Canada. Lerner fait remarquer que ces problèmes sont communs à la plupart des pays. Dans son volume (2010 : 5), il indique en effet que dans la plupart des pays, les efforts des gouvernements pour promouvoir l'activité entrepreneuriale ont été des échecs, et que ces échecs étaient largement prévisibles en raison d'un manque de compréhension du secteur du capital de risque, ainsi que des erreurs de conception et de mise en place des programmes. Ces erreurs sont liées principalement à l'allocation inefficace des fonds et à la capture des avantages par les entités mises en place pour financer l'innovation (Lerner, 2010 : chap. 4). Lors de ses interventions au cours de la table ronde, Lerner évoque l'aspect néfaste de l'effet d'éviction que provoquent les actions gouvernementales destinées à augmenter l'offre de capital, ainsi que l'accent mis sur le développement d'une industrie du capital de risque locale et sur des fonds de petite taille. Il insiste sur le fait que l'essentiel de l'action gouvernementale devrait se centrer sur la création de conditions favorables à l'entrepreneuriat et à l'activité des investisseurs étrangers.

Les participants à la table ronde n'ont pas avancé de mesures concrètes, mais des principes d'intervention. Ils ont largement évoqué la difficulté de conception et de mise en place des interventions dans ce domaine.

### 3.3 *Les conditions du succès*

Le capital de risque doit, pour être efficace, reposer sur des fonds de grande taille dont la dimension est clairement internationale. Il doit être en mesure d'attirer des mises de fonds institutionnelles.

Les fonds doivent être de grande taille. Gilles Duruflé souligne que les fonds canadiens sont trop petits et que cela limite leur capacité à soutenir les entreprises jusqu'au moment où elles pourraient permettre des sorties très profitables. Pour Lerner « *we can't have a situation when it's like 50 funds running around Canada with very narrow mandates and \$40 million in management. That's really a recipe for disaster.* »<sup>12</sup> Les fonds les plus petits, qui sont également le plus souvent les moins rentables, devraient être liquidés pour améliorer la performance de l'industrie. La dimension internationale des fonds et des investissements en capital de risque a été soulignée à plusieurs reprises par les participants. Comme le note l'un d'eux « *A successful VC backed company which started in Canada is not really a Canadian company* ». Par ailleurs, les fonds gouvernementaux, tels que celui géré par la BDC, ont clairement des contraintes d'investissement local qui s'opposent à ce principe d'internationalisation. Cette dimension méritera des analyses en matière de politiques publiques. En effet, on peut se demander dans quelle mesure une aide à une industrie étrangère, ou à une industrie locale tournée vers l'étranger, est possible et justifiée. Il semble surtout urgent, compte tenu de ces recommandations, de réexaminer l'ensemble des obstacles de nature fiscale et réglementaire qui s'opposent à l'investissement de sociétés de capital de risque étrangères au Canada. Brenner et Brenner (2010 : 92-93) présentent une analyse de ces obstacles.

Le capital de risque doit, à terme, être en mesure de se financer sans recourir aux gouvernements. Le premier constat posé lors du symposium concerne la rentabilité du capital de risque et du placement privé en général. Elle est désormais faible, en moyenne, et les frais de gestion élevés réduisent encore l'attrait de cette catégorie de placement pour les investisseurs institutionnels. À court et à moyen terme, il faut vraisemblablement s'attendre à une réduction des fonds institutionnels dédiés à cette catégorie d'investissement. Il semble difficile d'anticiper un redressement rapide de la rentabilité du capital de risque dans la mesure où les émissions initiales se raréfient et se font, au Canada, à un escompte important par rapport à la valeur obtenue aux États-Unis. Pourtant, l'augmentation de la rentabilité est une condition indispensable à l'émergence d'une industrie autonome. Comme le dit Lerner lors de la table ronde : « *What we really want is a scenario where the Australian funds and the Canadian funds can raise money not from the Australian government or the Canadian government but from CALPERs or from Abu Dhabi* ». Pour le moment, selon ce qui a été avancé lors de la table ronde, il

---

12. Cette situation prévaut au Canada, largement en raison des politiques publiques : « *The Canadian combination of VC subsidies and regulations has resulted in fewer "critical masses" of talented business teams that VCs can bet on to grow Canadian start-ups* » (Brenner et Brenner, 2010 : 91).

semble que les gestionnaires institutionnels canadiens investissent surtout dans des fonds privés hors Canada.

Le mouvement qui consiste à déléguer à des gestionnaires privés les fonds autrefois gérés directement par des fonds gouvernementaux et fiscalisés est vu, par plusieurs panélistes, comme un pas dans la bonne direction. Toutefois, nous suggérons que ces mécanismes sont encore loin de ceux mis en place en Israël, que Josh Lerner cite en exemple. Dans ce pays en effet, les fonds publics ont financé le démarrage de fonds mixtes, qui devaient obtenir une part importante et fortement croissante de fonds privés, forçant ainsi les gestionnaires à performer ou à disparaître (Carpentier et Suret, 2006). Les Yozmas israéliens étaient conçus pour maximiser l'alignement des intérêts, éléments clés de la réussite des initiatives en capital de risque (Lerner, 2010). Un montage tel que celui de Teralys, qui est un fonds de fonds financé par un fonds de travailleur (FSTQ, 250 millions), par la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ, 250 millions) et par les fonds publics d'Investissement Québec (200 millions), ne nous semble pas correspondre à ce schéma<sup>13</sup>. En particulier, il est prévu que les fonds « solliciteront également d'autres investisseurs institutionnels et privés dans le but de réunir un montant additionnel de 125 M\$ », mais les modalités de cet appel supplémentaire demeurent vagues et rien ne semble être prévu dans le cas où ces fonds ne peuvent être obtenus. Par ailleurs, le désengagement du gouvernement n'est pas programmé. De telles initiatives ne correspondent pas au schéma décrit par Lerner (2010 : 13) : des programmes efficaces demandent que les fonds publics soient appariés par des investisseurs privés crédibles. Même s'il s'agit d'un progrès par rapport à la situation antérieure, comme l'ont noté les participants, nous considérons que de telles structures ne résolvent pas les principaux problèmes en matière d'intervention publique en capital de risque.

### 3.4 La réglementation des valeurs mobilières paraît trop souple

Pour Josh Lerner, la réglementation des valeurs mobilières est trop souple au Canada, et le marché serait vu comme une source de *cheap dumb money*. Lerner rappelle l'expérience européenne des marchés juniors lancés au cours des années quatre-vingt-dix pour fournir des possibilités de sortie au capital de risque. Ces marchés auraient mené une course aux minima en matière de normes et ont montré beaucoup de réticences à exclure des entreprises. Plusieurs scandales ont miné leur crédibilité, et plusieurs se sont effondrés. Ce type de marché ne permet pas aux investisseurs en capital de risque de céder des parts importantes du contrôle

---

13. Les capitaux non gouvernementaux investis peuvent difficilement être considérés comme des capitaux privés. Le FSTQ bénéficie d'avantages fiscaux, il n'est donc pas essentiel qu'il obtienne un rendement maximal de sa participation. L'investissement de la Caisse de dépôt se situe dans le cadre de sa mission de développement économique local. Comme le souligne le président Sabia lors de l'annonce de la création du Fonds, l'initiative se situe « dans un contexte où les entreprises d'ici ont un besoin encore plus grand d'accès au capital ». Il n'est donc pas essentiel que le rendement soit très élevé, la mission de développement économique local étant souvent opposée à celle de la maximisation du rendement.

des entreprises financées dans de bonnes conditions. Pour Lerner, les marchés publics et de capital de risque ne sont vraiment complémentaires que lorsque les marchés publics appliquent des règles strictes de gouvernance. Louis Doyle fait observer que la *Bourse de croissance TSX* applique des règles de gouvernance élevées et que les scandales impliquant des entreprises inscrites en bourse ont été plutôt moins nombreux au Canada, au cours des années récentes que dans d'autres pays. Dans les faits, ce sont les règles canadiennes minimales d'inscription et non celles liées à la gouvernance qui sont très largement inférieures à celles qui prévalent, par exemple, sur le NASDAQ. Pour Lerner, la *Bourse de croissance TSX* finance des entreprises qui sont très différentes des candidates potentielles au capital de risque, en particulier en raison de la forte proportion d'entreprises minières<sup>14</sup>. Les différences seraient également sensibles pour les entreprises technologiques. Cet argument est également appuyé par Gilles Duruflé<sup>15</sup>.

En matière de critères minimums d'inscription, Louis Doyle reconnaît que l'objectif de la *Bourse de croissance TSX* est de permettre le financement d'entreprises qui ne pourraient pas accéder au marché du capital de risque :

*What we've basically said is that Canadian investors, at one point in time, reach a level of knowledge and of comfort where they are willing to invest into early stage business plans, but prefer to benefit from the context of the public market rather than doing a pure traditional private investment from an angel perspective.*

La *Bourse de croissance TSX* a permis un nombre supérieur d'entrées vers le marché principal que le capital de risque au cours des années 1985 à 2006 et a procuré un taux de rendement supérieur, même si on exclut le secteur des ressources naturelles. Si la comparaison entre la *Bourse de croissance TSX* et le capital de risque canadien est difficile, elle reste cependant instructive. En effet, Gilles Duruflé admet que beaucoup d'entreprises répertoriées comme ayant été financées par le capital de risque canadien ne sont pas des entreprises justifiant l'octroi du capital de risque selon les critères qui semblent prévaloir désormais.

Cette discussion met en évidence la perception américaine forte que les marchés boursiers canadiens sont peu réglementés, dans la mesure où ils permettent l'entrée en bourse de titres de microcapitalisation. L'épisode durant lequel le NASDAQ et d'autres marchés ont modifié leurs normes minimales d'inscription pour attirer davantage d'entreprises pendant la bulle des valeurs technologiques est toujours vu comme un événement fort négatif (Klein et Mohanram, 2006).

---

14. Les entreprises technologiques ne représentaient toutefois que le tiers des investissements considérés comme du capital de risque entre 1996 et 2004 selon le relevé effectué par Brander *et al.* (2010). De 1990 à 2006, les différences entre les placements dits de capital de risque et les financements effectués sur la *Bourse de croissance TSX* semblent relativement peu marquées.

15. De nombreuses entreprises technologiques se sont financées par la *Bourse de croissance TSX*. Entre 1996 et 2004, 122 de ces entreprises ont gradué vers le marché principal, et peuvent donc vraisemblablement être considérées comme des succès.

Sans doute par assimilation, mais aussi en raison de la segmentation incomplète entre le *TSX* et la *Bourse de croissance TSX*, le marché canadien est perçu comme étant propice aux fraudes.

#### CONCLUSION

Au terme du symposium, les participants ont semblé conclure que deux problèmes importants étaient largement partagés par d'autres pays : les mises de fonds des LP en placement privé et capital de risque se réduisent fortement, en grande partie en raison de la faible rentabilité du secteur. Les émissions initiales, qui permettaient les plus hauts rendements aux investisseurs en capital de risque, deviennent plus rares et plus difficiles. Par ailleurs, la cible du capital de risque est mieux définie et ne peut concerner qu'un nombre réduit d'entreprises à dimension potentiellement internationale. Dans ce contexte, il nous semble que les politiques publiques devraient essentiellement assurer les conditions favorables au fonctionnement du secteur du capital de risque et non augmenter artificiellement les montants disponibles au moyen de subventions ou avantages fiscaux.

Faciliter la sortie par émission initiale nous semble être l'une des avenues à explorer. Elle demande vraisemblablement une segmentation beaucoup plus nette entre le *TSX* et la *Bourse de croissance TSX*, incluant le relèvement des normes minimales du *TSX* qui pourrait devenir le véritable marché de sortie du capital de risque. Le relèvement des normes permettrait vraisemblablement une valorisation plus élevée, puisque les caractéristiques de l'émission sont directement liées à la survie des émetteurs. Relever les normes minimales aurait également pour effet probable d'améliorer le rendement postérieur aux émissions initiales, condition essentielle pour créer une demande suffisante de la part des investisseurs. Toutefois, les pouvoirs publics peuvent difficilement intervenir directement, puisque les normes d'inscription relèvent des bourses.

L'augmentation du capital de risque disponible passe par l'amélioration de la rentabilité de l'industrie. Il nous semble que les interventions devraient systématiquement reposer sur un réel appariement des fonds publics et privés. La persistance d'un modèle où des fonds publics ou subventionnés constituent l'essentiel de la mise de fonds nous semble néfaste.

La meilleure définition de ce qu'est le capital de risque met en évidence une demande importante provenant d'entreprises qui n'ont ni l'ambition ni le potentiel de devenir des entreprises mondiales. C'est probablement ce type d'entreprise que les pouvoirs publics devraient cibler en priorité, puisqu'il semble que le capital de risque classique s'y intéressera de moins en moins. La *Bourse de croissance TSX* est vraisemblablement une option pour ces entreprises. Toutefois, les investisseurs attirés par cette bourse ne semblent pas réaliser des rendements compatibles avec les risques assumés. Il convient, dans ce cas, de s'interroger sur l'équilibre entre les facilités de financement des entreprises et les rendements offerts aux investisseurs. Il nous semble que cet équilibre est en défaveur des investisseurs. Cette situation ne peut être maintenue à long terme.

Les anges investisseurs sont impliqués dans un nombre très élevé d'entreprises à un stade qui ne peut intéresser les investisseurs institutionnels. Ils contribuent à améliorer les conditions de rentabilité de l'industrie du capital de risque en augmentant le nombre des projets susceptibles d'obtenir du capital de risque. Ils interviennent par ailleurs à un stade de développement où d'importantes lacunes semblent exister, tout en dégagant des taux de rendement supérieurs à ceux d'autres catégories d'investisseurs impliqués dans le financement entrepreneurial. Les anges investisseurs devraient donc être au centre des préoccupations des pouvoirs publics en matière de financement des nouvelles entreprises.

## ANNEXE 1

## LISTE DES PARTICIPANTS ET AFFILIATIONS

Archambault, Richard	Industrie Canada
Bengtsson, Ola	University of Illinois at Urbana-Champaign
Bessler, Wolfgang	University of Gissen
Bonini, Stefano	Bocconi University/New York University
Braun, Reiner	Universität München
Buchner, Axel	Technical University of Munich
Bustamante, Maria Cecilia	London School of Economics
Cao, Jerry	Singapore Management University
Caselli, Stefano	Bocconi University
Chahine, Salim	American University in Beirut
Cole, Rebel	DePaul University
Cumming, Douglas	York University
Dai, Na	Suny Albany
De Zwart, Gerben	ING&RSM/Erasmus University
DeGennaro, Ramon	The University of Tennessee
Derrien, François	HEC Paris
Doukas, John A.	Old Dominion University/ University of Cambridge
Doyle, Louis	TSX Venture
Duhamel, Marc	Industrie Canada
Durufflé, Gilles	Consultant, Montréal
Espenlaub, Susanne	Manchester Business School
Fidrmuc, Jana	Warwick Business School
Floros, Ioannis	Iowa State University
Frieser, Brian	Robeco Group

Groh, Alexander	Montpellier Business School
Hamza, Olfa	Université du Québec à Montréal
Hsu, Hung-Chia	University of Wisconsin, Milwaukee
Imad'Eddine, Gael	Catholic University of Louvain
Jelic, Ranko	University of Birmingham
Johan, Sofia	Tilburg University
Khurshed, Arif	Manchester Business School
Kooli, Maher	Université du Québec à Montréal
Kraeussl, Roman	VU University Amsterdam
Krause, Stefan	Banque de France
Lerner, Josh	Harvard University
Liechti, Diego	University of Bern
Liu, Xiaoding	University of Florida
Ljungqvist, Alexander	Stern School of Business, NYU
Loderer, Claudio	University of Bern
Macias, Antonio	Texas Christian University
Majadillas, Mary Anne	California State University
Martí-Pellón, José	Universidad Complutense de Madrid
Michel, Jean-Sébastien	HEC Montréal
Mohamed, Abdulkadir	Manchester Business School
Munari, Federico	University of Bologna
Nahata, Raj	Baruch College/Cuny
Nielsen, K. Meisner	Chinese University of Hong-Kong
Pandes, J. Ari	University of Calgary
Plehn-Dujowich, Jose	Temple University
Robb, Alicia	Kauffman Foundation/UCSC
Sievers, Soenke	University of Cologne
Suret, Jean-Marc	Université Laval
Switzer, Lorne	Concordia University
Tåg, Joacim	Research Institute of Industrial Economics
Tappeiner, Florian	Technische Universität Munchen
Thiele, Veikko	Queen's University
Tykvová, Tereza	ZEW Mannheim
Wright, Mike	Nottingham University Business School
Wu, Zhenyu	University of Saskatchewan
Yung, Chris	University of Colorado

ARTICLES PRÉSENTÉS, PAR THÈME

*Conférenciers invités*

- J. Lerner, « Private Equity in a Time of Crisis: What does the Future Hold? ».  
 A. Ljungqvist, « The Decline and Fall of the IPO Market ».

*Dimensions internationales*

- G. Imad'Eddine, A. Schwienbacher, « International Capital Flows into the European Private Equity Market ».  
 A. Schertler, T. Tykvová, « Overcoming Distances via Syndication with Local Friends: The Case of Venture Capital ».  
 R. Kraeussl, S. Krause, « Are Particular Industries more Likely to Succeed? A Comparative Analysis of VC Investment in the U.S. and Europe ».

*Buy-outs*

- P.-J. Norbäck, L. Person, J. Tåg, « Buying to Sell: A Theory of Buyouts ».  
 S. Bonini, « Secondary Buyouts ».  
 A.-K. Achleitner, R. Braun, F. Tappeiner, « Structure and Determinants of Financial Covenants in Leveraged Buyouts - Evidence from an Economy with Strong Creditor Rights ».

*Placement privé*

- J. Fidrmuc, P. Roosenboom, T. Teunissen, « Under the Hammer: Do Private Equity Investors Really Acquire Target Firms For Less? ».  
 S. Caselli, F. Corielli, S. Gatti, F. Querci, « Corporate Governance and Independent Directors: Much Ado About Nothing? The Evidence Behind Private Equity Investment Performance ».  
 A. Buchner, C. Kaserer, N. Wagner, « Private Equity Funds: Valuation, Systematic Risk and Illiquidity ».  
 E. Maynes, J. A. Pandes, « The Wealth Effects of Reducing Private Placement Resale Restrictions ».  
 I. Floros, T. R. A. Sapp, « On the Information Content of Repeated PIPE Offerings ».  
 H.-C. Hsu, A. Reed, J. Rocholl, « Competitive Effects of Private Equity Investments ».

*Émissions initiales*

- X. Liu, J. R. Ritter, « Local Underwriter Oligopolies and IPO Underpricing ».  
 F. Degeorge, F. Derrien, K. L. Womack, « Auctioned IPOs: The U.S. Evidence ».  
 C. Carpentier, D. Cumming, J.-M. Suret, « The Valuation Effect of Listing Requirements: An Analysis of Venture Capital-Backed IPOs. ».  
 J.-S. Michel, « Does Managerial Optimism Lead to Long-Run Underperformance? Evidence from Venture Capital-Backed IPOs ».



- O. Hamza, M. Kooli, « Does Venture Capitalists Reputation Improve the Survival Profile of IPO Firms? »
- J.-F. Bourdon, L. Switzer, « Management Quality and Operating Performance: Evidence for Canadian IPOs ».
- W. Bessler, W. Drobetz, M. Seim, « Financing Activities and Payout Policies of Entrepreneurial Firms: Empirical Evidence from German Initial Public Offerings ».
- S. Chahine, M. Goergen, « Power Sharing in the Boardroom and its Impact on IPO Performance. »
- M. C. Bustamante, « The Dynamics of Going Public ».

*Capital de risque et contrats*

- S. Hazarika, R. Nahata, K. Tandon, « Success in Global Venture Capital Investing: Do Institutional and Cultural Differences Matter? ».
- J. Cao, W. T.H. Koh, C. T. Chua, X. Wang, « Specialization, Information Production and Venture Capital Staged Investment ».
- D. Cumming, N. Dai, « Why Do Entrepreneurs Switch Venture Capitalists? ».
- C. Yung « The Long-Run Supply and Demand for Venture Capital Funds: Information and Endogenous Entry ».
- M. Balboa, J. M. Pellón, « The 'Double Market' Approach in Venture Capital and Private Equity Activity: The Case of Europe ».
- M. D. Cain, S. M. Davidoff, A. J. Macias, « Broken Promises: Private Equity Bid Failures and the Limits of Contract ».
- E. Garcia-Appendini, S. Caselli, F. Ippolito, « Contractual Characteristics and the Returns of Private Equity Investments ».
- B. Sensoy, O. Bengtsson « Changing the Nexus: The Evolution and Renegotiation of Venture Capital ».
- J. M. Plehn-Dujowich, K. Serfes, V. Thiele, « Competing for Ideas: Matching and Contracting in the Venture Capital Market ».

*Capital informel et relationnel*

- E. Croci, J. A. Doukas, H. Gonenc, « Family Control and Financing Decisions ».
- J. H. Chua, Z. Wu, « Value Added by Angel Investors through Post-Investment Involvement: Exploratory Evidence and Ownership Implications ».
- G. P. Dwyer, Jr., R. P. DeGennaro, « Expected Returns to Angel Investors ».

*Sortie du placement privé*

- R. Jelic, M. Wright, « Exits, Performance, and Late Stage Capital: The Case of UK Management Buy-outs ».

- A. Khurshed, S. Espenlaub, A. Mohamed, « The Exit Behavior of Venture Capital Firms ».
- J. Ang, I. Hutton, M. A. Majadillas, « Managerial Divestment in Leveraged Buyouts ».

*Dimension des politiques publiques*

- R. Cole, H. Mehran, « Gender and the Availability of Credit to Privately Held Firms: Evidence from the Surveys of Small Business Finances ».
- R. W. Fairlie, A. M. Robb, D. T. Robinson, « Financial Capital Injections among New Black and White Business Ventures: Evidence from the Kauffman Firm Survey ».
- F. Munari, L. Toschi, « Assessing the Impact of Public Venture Capital Programmes in the United Kingdom: Do Regional Characteristics Matter? ».

*Optimisme*

- N. Dai, V. Ivanov, « Entrepreneurial Optimism, Credit Availability, and Cost of Financing: Evidence from U.S. Small Businesses ».
- G. Keienburg, S. Sievers, T. Hartman-Wendels, « Agency Risk and Firm Valuation: An Empirical Analysis of Venture Capitalists' Private Expectations ».
- D. Liechti, C. Loderer, Urs Peyer, « Luck and Entrepreneurial Success ».

*Investissement institutionnel*

- A. Groh, H. von Liechtenstein, « The First Step of the Capital Flow from Institutions to Entrepreneurs: The Criteria for Sorting Venture Capital Funds ».
- G. de Zwart, B. Frieser, D. van Dijk, « A Recommitment Strategy for Long Term Private Equity Fund Investors ».
- K. Meisner Nielsen, « The Return to Pension Funds' Direct Investments in Private Equity: New Evidence on the Private Equity Premium Puzzle ».
- D. Cumming, G. Fleming, S. A. Johan, « Institutional Investment in Listed Private Equity ».

BIBLIOGRAPHIE

- BLACK, B. S. et R. J. GILSON (1999), « Does Venture Capital Require an Active Stock Market? », *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(4) : 36-48.
- BLOCK, J. H., G. DE VRIES et P. G. SANDNER (2010), « Venture Capital and the Financial Crisis: An Empirical Study Across Industries and Countries », Document de travail, Munich Personal RePec Archives.
- BRANDER, J. A., E. EGAN et T. F. HELLMANN (2010), « The Comparative Performance of Government Sponsored and Private Venture Capital: An Investigation using Canadian Data », in J. LERNER et A. SCHOAR (éds.), *International Differences in Entrepreneurship*, Chicago, The University of Chicago Press.

- BRENNER, R. et G. A. BRENNER (2010), « Venture Capital in Canada: Lessons for Building (or Restoring) National Wealth », *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1) : 86-98.
- BUCHNER, A., C. KASERER et N. WAGNER (2009), « Private Equity Funds: Valuation, Systematic Risk and Illiquidity », Document de travail, EFM Symposium on Entrepreneurial Finance, Montréal 2010.
- CARPENTIER, C., D. J. CUMMING et J.-M. SURET (2010a), « The Valuation Effect of Listing Standards: An Analysis of Venture Capital-Backed IPOs », Document de travail, EFM Symposium on Entrepreneurial Finance, Montréal 2010.
- CARPENTIER, C., D. J. CUMMING et J.-M. SURET (2010b), « The Value of Capital Market Regulation and Certification: IPOs Versus Reverse Mergers », Document de travail, Financial Management Association Conference 2010, New York.
- CARPENTIER, C., J.-F. L'HER et J.-M. SURET (2009), « On the Competitiveness of the Canadian Stock Market », *Banking & Finance Law Review*, 24(2) : 287-310.
- CARPENTIER, C. et J.-M. SURET (2006), « Création et financement des entreprises technologiques : les leçons du modèle israélien », *L'Actualité économique*, 82(3) : 419-438
- CARPENTIER, C. et J.-M. SURET (2010a), « Entrepreneurial Equity Financing and Securities Regulation: An Empirical Analysis », *International Small Business Journal*, à paraître.
- CARPENTIER, C. et J.-M. SURET (2010b), « Private Placements by Small Public Entities: Canadian Experience », in D. CUMMING (éd.), *Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation*, Wiley, p.129-152.
- CHAPLINSKY, S. et S. GUPTA-MUKHERJEE (2009), « The Rise of M&A Exits in Venture Capital: Implications for Capital Recovery », Document de travail, Financial Management Association Conference 2010, New York.
- CONSEIL DE LA SCIENCE ET DE LA TECHNOLOGIE DU QUÉBEC (2010), « Le financement de l'innovation dans les entreprises », étude.
- CVCA (2006), « Les facteurs déterminants de la performance du capital de risque canadien », Association canadienne de capital de risque.
- CVCA (2010), « Canada's Venture Capital Industry in 2009 - 34 Page Data Deck », Report prepared for the Canadian Venture Capital Association by Thomson Reuters.
- DURUFLÉ, G. (2006), « The Driver of Canadian VC Performance », Canadian Venture Capital Association Annual Conference, June 6, 2006
- ECKBO, B., R. MASULIS et O. NORLI (2007), « Security Offerings: A Survey », in B. ECKBO (éd.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Volume 1*, North-Holland, p.233-373.
- FLEMING, G. (2010), « Institutional Investment in Private Equity », in D. CUMMING (éd.), *Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation*, Wiley, p.9-29.
- KEDROSKY, P. (2009), « Right-sizing the US Venture Capital Industry », *Venture Capital*, 11(4) : 287-293.

- KLEIN, A. et P. S. MOHANRAM (2006), « Economic Consequences of Differences in NASDAQ Initial Listing Standards: The Role of Accounting Profitability », Document de travail, Stern School of Business.
- LERNER, J. (2010), *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed – and What to do About It*, Princeton : Princeton University Press.
- LIU, X. et J. RITTER (2009), « Local Underwriter Oligopolies and IPO Underpricing », Document de travail, EFM Symposium on Entrepreneurial Finance, Montréal 2010.
- MASON, C. M. (2009), « Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review », *International Small Business Journal*, 27(5) : 536-556.
- MAYNES, E. et J. A. PANDES (2010), « The Wealth Effects of Reducing Private Placement Resale Restrictions », *European Financial Management*, à paraître.
- MOSKOWITZ, T. J. et A. VISSING-JORGENSEN (2002), « The Returns to Entrepreneurial Investment : A Private Equity Premium Puzzle? », *American Economic Review*, 92(4) : 745-778.
- NARO, R. P. et G. P. DWYER (2009), « Expected Returns to Angel Investors », Document de travail, Financial Management Association Conference, New York. Document de travail, EFM Symposium on Entrepreneurial Finance, Montréal 2010.
- NIELSEN, K. M. (2010), « The Return to Direct Investment in Private Firms: New Evidence on the Private Equity Premium Puzzle », *European Financial Management*, à paraître.
- OESTERLE, D. A. (2006), « The High Cost of IPOs Depresses Venture Capital in The United States », *Entrepreneurial Business Law Journal*, 1(2) : 369-380.
- PHALIPPOU, L. (2010), « Risk and Return of Private Equity », in D. CUMMING (éd.), *Private Equity: Fund Types, Risks and Returns, and Regulation*, Wiley p.257-282.
- PHALIPPOU, L. et O. GOTTSCHALG (2008), « The Performance of Private Equity Funds », *Review of Financial Studies*, à paraître.
- RIDING, A. L. (2008), « Business Angels and Love Money Investors: Segments of the Informal Market for Risk Capital », *Venture Capital*, 10(4) : 355-369.
- SURET, J.-M. et C. CARPENTIER (2010), « Securities Regulation in Canada: Re-examination of Arguments in Support of a Single Securities Commission », Rapport d'expertise.
- WEILD, D. et E. KIM (2009), « A Wake-up Call for America », Document de la série Capital Market, Grant Thornton.
- WEILD, D. et E. KIM (2010), « Why are IPOs in the ICU? », White Paper, Grant Thornton LLP.