



Mémoire

Conseil de la science et de la technologie

sur le rôle de l'État québécois  
dans le capital de risque

---

Présenté à la Commission des finances publiques  
Assemblée nationale du Québec

---

Février 2004

Québec 

**Mémoire sur le rôle de l'État québécois dans le capital de risque  
présenté à  
la Commission parlementaire des finances publiques**

**par le  
Conseil de la science et de la technologie**

**6 février 2004**

**Conseil de la science et de la technologie**

1200, route de l'Église, bureau 3.45

3<sup>e</sup> étage

Sainte-Foy QC G1V 4Z2

Téléphone : (418) 644-1165

Télécopieur : (418) 646-0920

Courriel : [cst@cst.gouv.qc.ca](mailto:cst@cst.gouv.qc.ca)

Site Internet : <http://www.cst.gouv.qc.ca>

**Conception, recherche et rédaction**

Daniel Lebeau, économiste

Agent de recherche

Conseil de la science et de la technologie

**Mise en pages**

Catherine Moreau

Secrétaire

**Coordination des communications**

Cécile Plourde

Conseillère en communication

**Conception et réalisation graphiques**

Balatti Design

**Révision linguistique**

Robert Paré

Dépôt légal – 1<sup>er</sup> trimestre 2004

Bibliothèque nationale du Québec

Bibliothèque nationale du Canada

ISBN 2-550-42084-5

Pour faciliter la lecture du texte, le genre masculin est utilisé sans aucune intention discriminatoire.

© Gouvernement du Québec 2004

## TABLE DES MATIÈRES

Remerciements.....	3
Introduction.....	7
1. Le capital de risque aux États-Unis .....	9
2. Le capital de risque en Europe et ailleurs dans le monde.....	13
3. Les interventions gouvernementales dans le capital de risque à travers le monde.....	17
4. Les interventions gouvernementales aux États-Unis.....	19
5. Les interventions gouvernementales dans le capital de risque au Canada .....	21
6. Les taux de rendement canadiens .....	23
7. Portrait succinct du capital de risque au Québec .....	27
8. La problématique du capital de risque au Québec.....	33
8.1. Le nombre et la taille des investissements.....	33
8.2. L'absence de SCR américaines.....	37
8.3. La présence directe et indirecte des gouvernements.....	39
9. La problématique exposée par le rapport Brunet.....	41
10. Commentaires du Conseil sur le rapport Brunet.....	43
11. Les régions ressources .....	49
12. Constats et recommandations .....	55
Annexe 1 Membres du Conseil de la science et de la technologie.....	63
Annexe 2 Groupe de travail ad hoc sur le capital de risque .....	65
Lexique .....	67

## **Remerciements**

Des remerciements s'adressent aux membres du Conseil de la science et de la technologie dont les noms apparaissent à l'annexe 1. Sont remerciés également les membres du comité ad hoc formé pour préparer ce mémoire du Conseil (voir l'annexe 2).

Nous désirons exprimer notre gratitude à monsieur Daniel Lebeau, responsable de la conception, de la recherche et de la rédaction du mémoire. Nous remercions enfin madame Catherine Moreau pour la mise en forme du document.



Sainte-Foy, le 6 février 2004

Monsieur Michel Audet  
Ministre du Développement économique et régional  
Gouvernement du Québec  
Québec

Monsieur le ministre,

Conformément aux dispositions de l'article 15.11 de la Loi favorisant le développement de la recherche, de la science et de la technologie, j'ai l'honneur de vous transmettre le mémoire du Conseil de la science et de la technologie sur le rôle de l'État québécois dans le capital de risque.

Je vous prie d'agréer, Monsieur le ministre, l'expression de ma haute considération.

La présidente,

**Hélène P. Tremblay**



## Introduction

Le Conseil de la science et de la technologie est un organisme consultatif qui a comme mandat de conseiller le ministre sur toute question relative au développement scientifique et technologique du Québec.

Depuis plusieurs années, le Conseil s'intéresse à l'ensemble du système d'innovation pour en assurer le développement spatial et sectoriel. Or, la problématique du financement, et en particulier celui du capital de risque, occupe une place explicite au sein du système d'innovation. Car le capital de risque est un ingrédient essentiel à la création et au développement de PME technologiques, comme à l'expansion des secteurs plus traditionnels. C'est pourquoi, à plusieurs reprises par le passé, que ce soit dans des avis, des mémoires ou des études, le Conseil a eu l'occasion de traiter ces questions et d'adresser des recommandations au gouvernement.

Dans ce mémoire, le Conseil effectue une brève analyse du capital de risque au Québec et le compare aux États-Unis et à l'Europe sous des angles précis. Le mémoire analyse également les propositions du Rapport Brunet et formule un ensemble de recommandations propices à renforcer l'industrie du capital de risque au Québec tout en permettant au gouvernement de ne pas être exposé à des risques inutiles. Faute de temps, il ne couvre pas le rôle d'Investissement Québec, celui de la Société générale de financement n'étant abordé qu'en fonction du soutien qu'elle peut apporter aux entreprises technologiques.

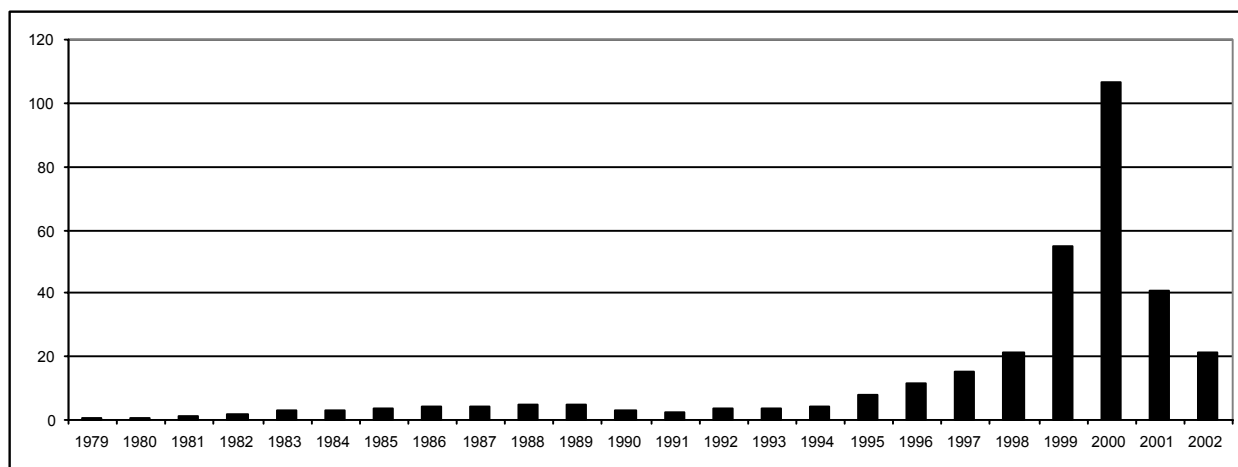
Disons-le d'entrée de jeu, le Conseil est convaincu que le gouvernement a un rôle important à jouer pour s'assurer que le Québec dispose d'une saine industrie du capital de risque. Par ce mémoire, le Conseil entend proposer au gouvernement des façons d'y parvenir.



## 1. Le capital de risque aux États-Unis

Le capital de risque est apparu aux États-Unis à la fin des années 1960 et a progressé pendant les deux décennies suivantes, tout en subissant des cycles périodiques. C'est à partir du milieu des années 1990 qu'il a connu une progression fulgurante, les montants investis passant de 2,9 milliards de dollars en 1990 à 7,7 milliards en 1995, pour culminer à plus de 106 milliards de dollars en 2000. Cette progression vertigineuse était liée essentiellement au phénomène Internet. En effet, les investissements liés au Web expliquent en majeure partie cette bulle spéculative qui a éclaté en 2000. Les montants investis par les SCR (sociétés à capital de risque) américaines ont depuis fondu, pour être ramenés à 21,2 milliards de dollars en 2002. Ils ont encore diminué en 2003 (graphique 1).

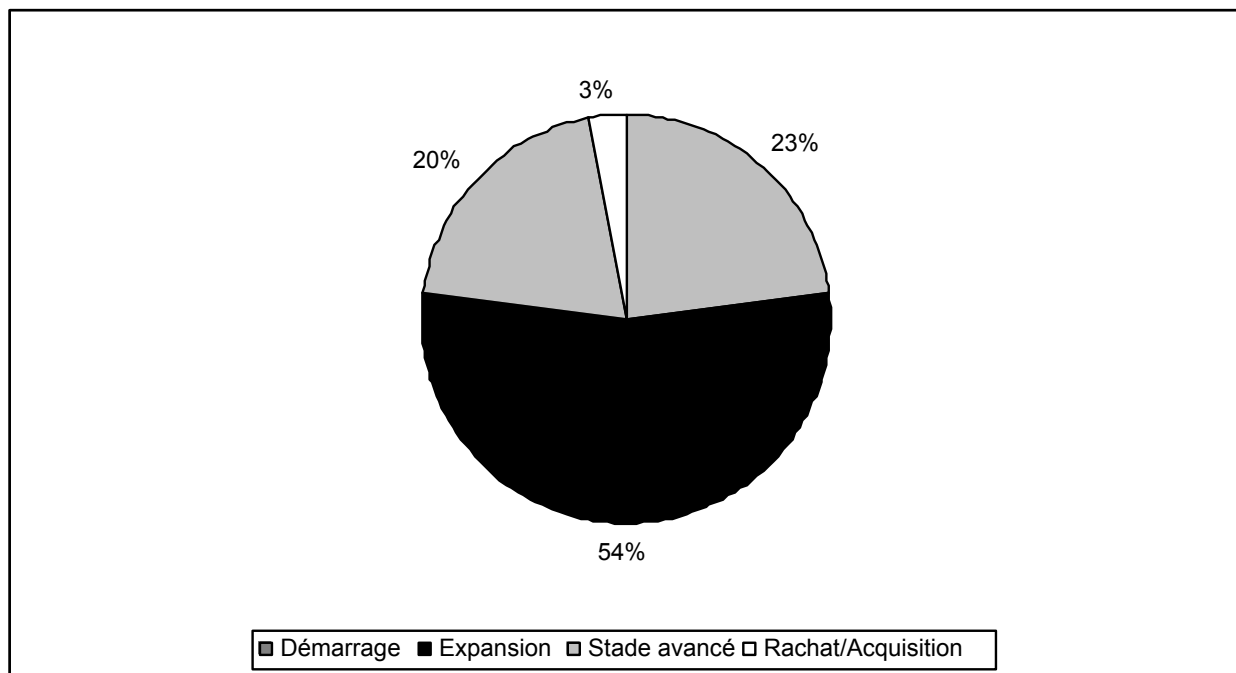
**Graphique 1** - Montants investis par les sociétés de capital de risque aux États-Unis, en milliards de dollars



Source : *National Venture Capital Association Yearbook*.

La plupart des investissements américains sont réservés à l'expansion des entreprises et, dans une moindre mesure, au démarrage d'entreprises (graphique 2). La grande majorité des investissements est également dirigée vers les secteurs de haute technologie, qui recevaient au cours des années 1980 et 1990 entre 70 % et 85 % des investissements.

**Graphique 2** - Pourcentage des montants investis aux États-Unis par les sociétés de capital de risque selon le stade, 2000



Source : *National Venture Capital Association Yearbook*.

En 2000, les fonds en capital de risque aux États-Unis proviennent d'abord des fonds de pension (40 %), suivis des banques et des compagnies d'assurance (23 %) et des fondations (21 %) (tableau 1).

**Tableau 1** - Sources des fonds aux sociétés de capital de risque aux États-Unis, 2000, en pourcentage

Fonds de pension	40
Finances et assurances	23
Fondations/institutions	21
Individus et familles	12
Entreprises	4
<b>Total</b>	<b>100</b>

Source : *National Venture Capital Association Yearbook*, 2001.

Cependant, ces différents fournisseurs de fonds préfèrent confier la gestion de 80 % de leurs investissements à des sociétés de capital de risque privées indépendantes, lesquelles ont la

particularité d'être dirigées par des gestionnaires d'expérience qui sont rémunérés en partie en fonction des rendements obtenus (tableau 2).

**Tableau 2** - Gestion du capital de risque selon le type de fonds aux États-Unis, 2000

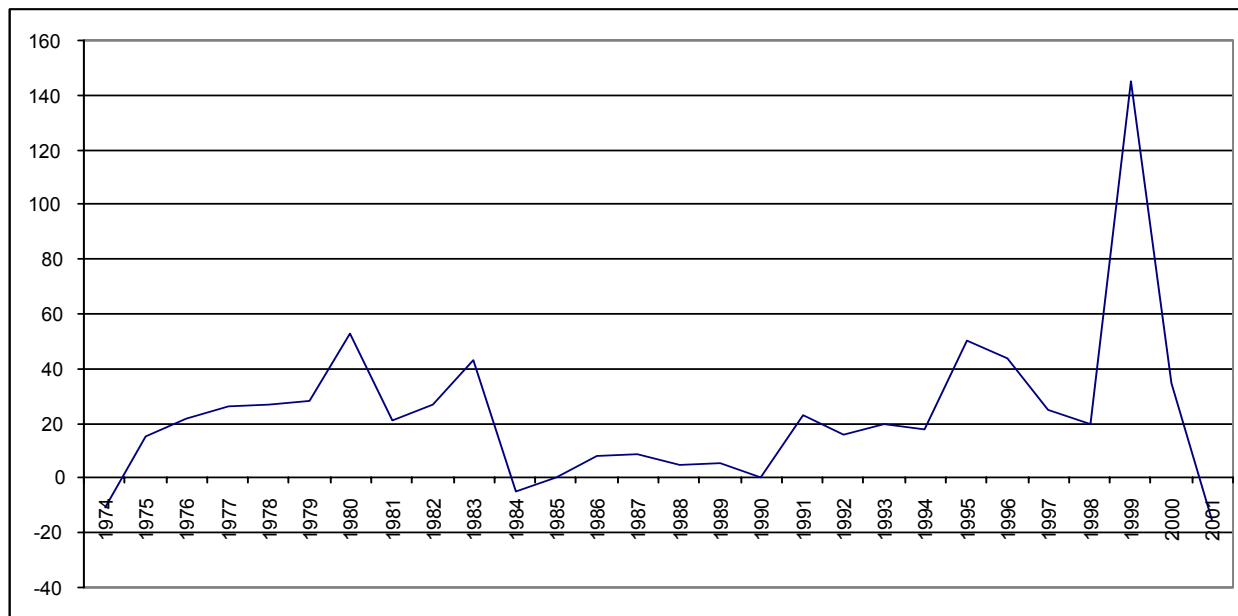
	<b>Montants, milliards de \$</b>	<b>%</b>
Indépendants	168,4	80,2
Banque d'investissement	16,5	7,9
Autre	8,5	4,0
Entreprise financière	8,4	4,0
Entreprise industrielle	8,1	3,9
<b>Total</b>	<b>209,9</b>	<b>100</b>

Source : National Venture Capital Association Yearbook, 2001.

L'industrie du capital de risque américaine a connu plusieurs cycles, au cours des 35 dernières années, qui se reflètent sur les taux de rendement obtenus. Ces derniers ont fortement fluctué de 1974 à 2001 (graphique 3), traversant des périodes alternatives de rendements négatifs, médiocres ou très élevés. On connaît l'effet d'entraînement qu'exerce l'état du marché sur le comportement des acteurs, une baisse (hausse) de rendement entraînant un retrait (le retour) des investisseurs, mais en aucun temps le cycle n'a été aussi prononcé qu'avec la bulle Internet de la fin des années 1990 et du début des années 2000.

Sur la période 1974-2001, la moyenne des rendements annuels du CR (capital de risque) aux États-Unis a été de 23 %, un résultat somme toute très élevé et justifiant la tendance générale à l'expansion de l'offre. En effet, le CR porte bien son nom : seulement le quart des SCR engrange des profits substantiels, les autres devant se contenter de rendements médiocres, voire négatifs.

**Graphique 3** - Taux de rendement des investissements en capital de risque aux États-Unis, 1974-2001, en pourcentage



Source : Josh Lerner, "Boom and Bust in the Venture Capital Industry and the Impact on Innovation", *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Fourth Quarter, 2002.

## 2. Le capital de risque en Europe et ailleurs dans le monde

En Europe, l'industrie du capital de risque diffère substantiellement de celle des États-Unis, tant par le profil des fournisseurs de fonds, que par le type d'investissements et les taux de rendement.

En fait, il est important de faire la distinction entre le capital de risque pur et ce qu'on appelle le financement privé. Le financement privé inclut le capital de risque pur ainsi que les apports d'équité à des entreprises établies depuis longtemps à des fins de rachat, de sauvetage, de consolidation, etc. Le capital de risque pur se concentre dans les phases de démarrage et d'expansion des entreprises. Cependant, les données sur le capital de risque incluent les deux composantes.

Au cours des années 1990 en Europe, 50 % des investissements ont été consentis pour des rachats d'entreprises, contre seulement 10 % aux États-Unis. De plus, les investissements dans le prédémarrage et le démarrage d'entreprises ont constitué seulement 10,6 % des investissements totaux en 2002. Enfin, quoique qu'ils aient augmenté tout au long des années 1990, les investissements dans les secteurs de haute technologie ne constituaient encore que 30 % des investissements totaux à la fin des années 1990, contre plus de 80 % aux États-Unis.

**Tableau 3** - Pourcentage des montants investis par les sociétés de capital de risque européennes selon le stade, 2002

<b>Prédémarrage</b>	<b>Démarrage</b>	<b>Expansion</b>	<b>Consolidation</b>	<b>Rachat d'entreprise</b>
1,1 %	9,5 %	24,8 %	3,4 %	61,2 %

Source : European Venture Capital Association.

Le capital de risque pur a augmenté au cours des dix à quinze dernières années grâce à de multiples interventions gouvernementales qui ont revêtu diverses formes selon les pays.

Les fournisseurs de fonds en CR en Europe sont essentiellement les banques, suivies des fonds de pension et des compagnies d'assurance (respectivement 16 % et 14 %), des fonds de fonds et du gouvernement (tableau 4). Leur profil diffère de manière importante de celui aux États-Unis, où ce sont avant tout les fonds de pension qui sont les acteurs principaux.

**Tableau 4** - Sources de fonds en capital de risque en Europe, 2002, en pourcentage

	%
Banques	26,3
Fonds de pension	16,3
Compagnies d'assurance	13,8
Fonds de fonds	13,1
Gouvernement	11,1
Entreprises	7,3
Individus	6,0
Institutions universitaires	1,6
Marché des capitaux	0,1
Non disponible	4,3
<b>Total</b>	<b>100</b>

Source : European Venture Capital Association et Price Waterhouse Coopers, 2002.

Les taux de rendement des SCR européennes sont inférieurs à ceux des SCR américaines. Au cours des dix dernières années, les SCR européennes ont obtenu un taux de rendement de seulement 12,1 %, ce qui n'est que légèrement supérieur à ce que les marchés boursiers (qui sont beaucoup moins risqués) ont rapporté sur la même période (tableau 5). De plus, il est frappant de constater que, sur un horizon de dix ans, les montants investis dans le démarrage d'entreprises n'ont dégagé qu'un maigre 5,5 %, alors qu'il s'agit là du secteur le plus risqué, celui qui devrait par conséquent dégager des rendements élevés.

**Tableau 5** - Taux de rendement des fonds de capital de risque créés de 1980 à 2002 en Europe

	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Démarrage	-30,7	0,1	1,0	5,5
Développement	-22,2	2,3	8,0	12,9
Équilibré <sup>1</sup>	-34,4	-0,5	17,5	16,1
<b>Ensemble du capital de risque</b>	<b>-30,7</b>	<b>0,6</b>	<b>7,9</b>	<b>12,1</b>
Rachats	-3,2	6,0	12,0	13,5
Généralistes	-10,5	2,8	8,2	15,9
<b>Ensemble du financement privé</b>	<b>-9,2</b>	<b>4,1</b>	<b>10,1</b>	<b>13,6</b>

1. Par équilibré on entend un fonds qui investit dans le démarrage et le développement.

Source : European Private Equity and Venture Capital Association.

À l'image du système financier propre à chaque pays, l'industrie du capital de risque diffère passablement d'un pays à l'autre. Par exemple, on sait qu'au Japon les banques jouent un rôle particulier dans le financement des entreprises en étant membres des Keiretsu (réseaux serrés d'entreprises qui possèdent un pourcentage du capital actions les unes des autres). De même, en Allemagne, les banques contrôlent un pourcentage non négligeable du capital actions des grandes entreprises et siègent aux conseils d'administration, ce qui est totalement interdit en Amérique du nord.

Il en est de même pour le capital de risque<sup>1</sup>. En Allemagne, ce sont les banques qui sont les principaux acteurs en CR. En Israël, ce sont plutôt les entreprises, au Japon, ce sont les compagnies d'assurance et, au Royaume-Uni, ce sont les fonds de pension. Ces différences structurelles ont des conséquences importantes sur les types d'investissements consentis par les SCR de ces pays. En effet, les banques et les fonds de pension concentrent leurs investissements dans des stades avancés et dans des secteurs traditionnels, et peu dans le démarrage d'entreprises, alors que les fonds financés par des entreprises ou des individus consentent plus d'investissements dans les stades initiaux du CR et dans des secteurs technologiques. Les fonds financés par les gouvernements concentrent leurs investissements dans les phases de démarrage des entreprises ainsi que dans les secteurs technologiques.

---

<sup>1</sup> Voir Colin Mayer, Koen Schoors et Yishay Yafeh, Sources of funds and investment activities of the venture capital funds: Evidence from Germany, Israël, Japan and the UK, NBER research paper, Document de travail 9645, Paris 2003.



### 3. Les interventions gouvernementales dans le capital de risque à travers le monde

Partout dans le monde, les différents gouvernements sont intervenus activement afin de susciter l'apparition du capital de risque. En ce sens, les États-Unis constituent l'exception plutôt que la règle, puisque les interventions gouvernementales y ont été moins soutenues. Cependant, les apparences sont trompeuses car, comme il sera démontré plus loin, le gouvernement américain joue un rôle beaucoup plus substantiel qu'on ne le croit généralement.

Les interventions gouvernementales pour susciter l'apparition du capital de risque ont été tellement nombreuses qu'il serait trop long de les examiner dans le cadre de ce mémoire<sup>2</sup>. Mentionnons simplement qu'elles ont pris de multiples formes : création de SCR gouvernementales, investissement gouvernemental en capital actions dans des SCR, prêts gouvernementaux, garanties de prêt, mesures incitatives fiscales et même garanties d'une partie du capital investi par les SCR.

Même au Royaume-Uni, où les interventions gouvernementales ne sont plus guère de mise depuis une vingtaine d'années et en dépit de la présence d'un capital de risque très abondant (ou à tout le moins d'équité privée), le gouvernement a dû intervenir pour inciter les SCR à investir dans les phases de démarrage des entreprises et dans les secteurs technologiques.

Un autre exemple est celui de la Corée du Sud, où le gouvernement est intervenu très activement pour susciter la création de SCR. En 2001, le gouvernement sud-coréen avait investi 52 % du capital action des SCR. De plus, environ les deux tiers des fonds investis l'ont été dans les stades de démarrage et d'expansion des entreprises. Enfin, en 2001, 64 % des investissements ont été consentis dans le secteur des TIC. (Grâce à cette stratégie énergique, la Corée est devenue l'un des pays de l'OCDE où le CR est le plus présent.) Le gouvernement français a également été très actif et il est intervenu de multiples façons pour intensifier le CR en France.

---

<sup>2</sup> Le lecteur intéressé aura intérêt à consulter les publications suivantes. Andrea Schertler, *Venture Capital in Europe's Common Market : A Quantitative Description*, Kiel Institute of World Economics, Kiels, document de travail n° 1087, décembre 2001 ; Günseli Baygan, *A Comparison of Venture Capital Policies and Programs in Selected OECD Countries*, OCDE, novembre 2002 ; OCDE, *Government Programmes for Venture Capital*, Document OLIS, 10 septembre 1997 ; le rapport Secor Ernst & Young, *Situation et enjeux du capital de risque au Québec*, en particulier l'annexe 9.



#### 4. Les interventions gouvernementales aux États-Unis

Même aux États-Unis, de plus en plus d'auteurs affirment que le gouvernement est beaucoup plus actif qu'on ne le croit généralement<sup>3</sup>. Son rôle est particulièrement significatif au niveau des phases de prédémarrage et de démarrage des entreprises, alors qu'il apporte un soutien financier substantiel à la R-D, notamment par le biais du programme Small Business Innovation Research (SBIR), des fonds de recherche des différents ministères, de la NSF, etc. De plus, le gouvernement est directement présent par le biais des Small Business Investment Companies (SBIC), qui sont des SCR à part entière.

Aux États-Unis, la majorité du financement du développement des technologies, qui se situe entre l'invention et l'innovation, provient des investisseurs informels, des entreprises et du gouvernement fédéral, et non pas des SCR. Des 266 milliards de dollars US consacrés à la R-D aux États-Unis en 1998, environ 14 % (37 milliards de dollars) allaient à des activités de développement de technologies dans les premières phases. De ce montant, 30 % provenaient de différentes sources fédérales, les SCR ne fournissant que 2 % du total.

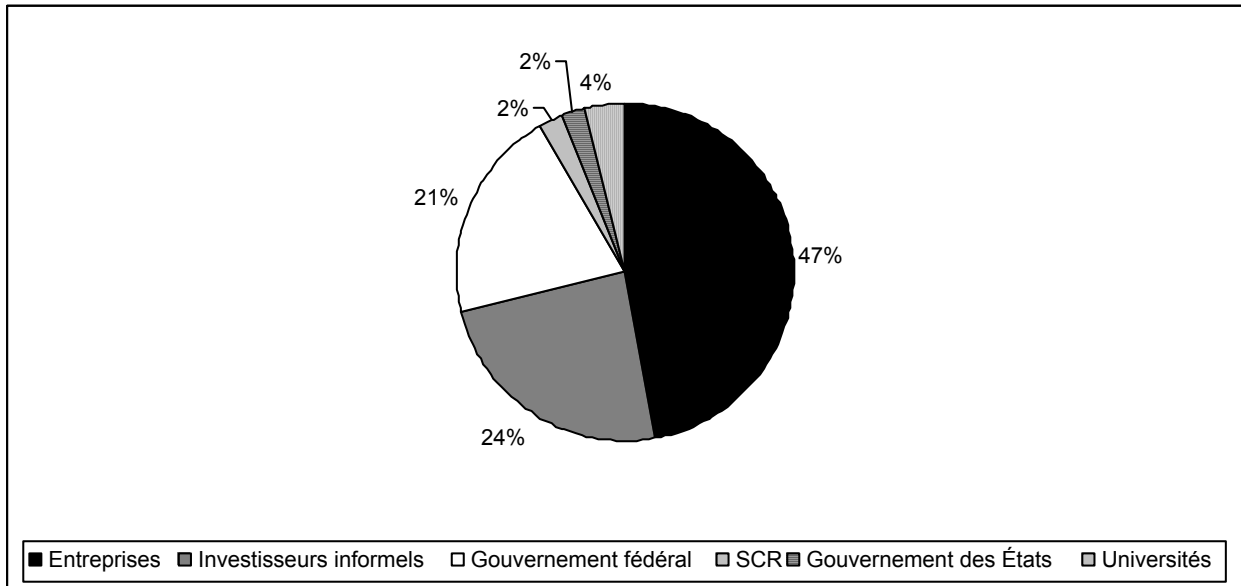
En dépit de ce que rapportent régulièrement les journaux, les SCR américaines ne sont donc pas actives à cette étape. Cherchant à maximiser le rendement de leurs actionnaires, elles évitent en effet de prendre trop de risques au moment où c'est encore la recherche fondamentale qui prédomine. Les SCR n'interviennent que lorsque la technologie est suffisamment développée pour offrir de fortes chances de succès commercial. En somme, tant et aussi longtemps que dominant les risques techniques, les SCR n'interviennent pas. Cela prend souvent une dizaine d'années avant qu'une technologie passe de l'étape de l'invention à celle de l'innovation (soit sa mise en marché réussie).

Il faut noter ici que les grandes entreprises privées jouent un rôle essentiel aux États-Unis dans le développement de nouvelles technologies dans les phases initiales. On n'a qu'à se rappeler, par exemple, que certaines technologies qui ont servi de base à la création du micro-ordinateur, notamment l'interface graphique et le recours à une souris, ont été développées dans les laboratoires de Xerox à Palo Alto. Ces technologies ont été reprises par la compagnie Apple, qui a lancé le premier micro-ordinateur.

---

<sup>3</sup> Voir en particulier Lewis M. Branscomb et Philip E. Auerswald, *Between Invention and Innovation, An Analysis of Funding for Early-Stage Technology Development*, National Institute of Standards and Technology, novembre 2002.

**Graphique 4** - Distribution estimée des sources de financement du développement de la technologie dans la phase initiale aux États-Unis, 1998, en pourcentage



Source : Lewis M. Branscomb et Philip E. Auerswald, *Between Invention and Innovation, An Analysis of Funding for Early-Stage Technology Development*, op. cit.

Il faut également noter que les investisseurs informels américains (on les appelle des anges aux États-Unis) procurent 24 % des fonds fournis au développement de la technologie. Les États-Unis constituent toutefois une exception parmi les pays industrialisés. En effet, les investisseurs informels sont composés avant tout de riches individus ayant souvent réussi eux-mêmes dans le démarrage d'entreprises de haute technologie (par exemple Bill Gates ou Steve Jobs). Ils ne sont vraiment nombreux qu'aux États-Unis. Au Canada, nous disposons de nombreux investisseurs informels, mais ceux-ci sont essentiellement présents dans les secteurs traditionnels.

Il faut donc voir qu'aux États-Unis le gouvernement fédéral ainsi que les gouvernements des divers États et les universités jouent un rôle capital dans le développement des nouvelles technologies et que leur rôle en est un de complément, et non de substitut aux SCR, puisqu'ils interviennent dans des phases antérieures aux interventions des SCR.

## 5. Les interventions gouvernementales dans le capital de risque au Canada

Le Canada ressemble aux différents pays (à l'exclusion des États-Unis) qui misent essentiellement sur les interventions gouvernementales pour favoriser l'apparition du CR. En effet, au milieu des années 1980, les fonds de pension canadiens s'étaient aventurés dans le capital de risque en consentant des investissements qui se sont avérés désastreux en raison de leur inexpérience. Ils se sont par la suite totalement retirés du marché du CR<sup>4</sup>. Ce sont essentiellement les mesures incitatives fiscales aux fonds de travailleurs et les interventions gouvernementales de la Banque de développement du Canada, des Innovatech qui ont permis au capital de risque de prendre son envol au Québec vers la fin des années 1980 et le début des années 1990. La Caisse de dépôt et placement y a également été très active. En ce qui concerne le reste du Canada, l'évolution a été semblable à celle du Québec, mais avec un retard de quelques années.

**Tableau 6** - Source des fonds en capital de risque, Canada, Ontario et Québec, 1999

	Canada		Ontario		Québec	
	M \$	%	M \$	%	M \$	%
Fonds de pension	134	5,6	127	12,7	7	0,6
Investisseurs étrangers	85	3,6	69	6,9	2	0,2
Entreprises	552	23,2	131	13,1	401	34,9
Gouvernement	54	2,3	15	1,5	18	1,6
Individus (Fonds de travailleurs)	1 418	59,5	628	62,8	613	53,4
Autres	141	5,9	30	3,0	109	9,5
<b>Total</b>	<b>2 383</b>	<b>100</b>	<b>1 000</b>	<b>100</b>	<b>1 149</b>	<b>100</b>

Source : Mary MacDonald and Associates.

Même si les données du tableau 6 datent de 1999, le profil des fournisseurs de capitaux n'a probablement que peu changé (nous y reviendrons au tableau 14)<sup>5</sup>.

On réalise, cette année-là, que, dans l'ensemble du Canada, et contrairement aux États-Unis, ce sont les fonds de travailleurs qui sont l'acteur majeur, peu importe la province, et non pas les fonds de pension. La situation canadienne (et québécoise) diffère également à certains égards de celle des pays européens. En fait, il serait juste de dire que les marchés financiers de chaque pays ont leur propre mode de fonctionnement, qui diffère de celui des États-Unis. Par contre, le système financier canadien est celui qui se rapproche le plus du modèle américain, malgré des différences significatives en CR dues au fait que les fonds de pension ainsi que les banques et les compagnies d'assurance se sont montrées extrêmement réticentes à y investir. Les

<sup>4</sup> Voir Mary MacDonald & Associates, *L'industrie canadienne du capital de risque. Les sources de capital et leurs répercussions sur la structure de l'industrie*, Document de recherche préparé pour le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien, Septembre 1998.

<sup>5</sup> Pour la définition des types de programmes de capitaux, voir le lexique à la fin du rapport.

gouvernements du Canada et du Québec ont donc réagi en mettant en place des mesures fiscales relatives aux fonds de travailleurs et en créant des SCR.

Tout comme aux États-Unis mais à un degré moindre, les fournisseurs de fonds en CR au Canada, y compris gouvernementaux, confient un pourcentage de leurs fonds à des fonds privés indépendants (tableau 7). Le point le plus original concerne les fonds de travailleurs, qui gèrent autour de 50 % du total des fonds en 1999.

**Tableau 7** - Fonds sous gestion selon le type de fonds, 1999, Canada, Ontario et Québec

	Canada		Ontario		Québec	
	M \$	%	M \$	%	M \$	%
Entreprise	2 124	17,6	654	15	1 364	21,7
Gouvernement	916	7,6	69	1,6	660	10,5
Hybrides	522	4,3	0	0	387	6,2
Fonds de travailleurs	6 053	50,1	2 129	48,7	3 256	51,8
Privés indépendants	2 472	20,5	1 518	34,7	624	9,9
<b>Total</b>	<b>12 086</b>	<b>100</b>	<b>4 369</b>	<b>100</b>	<b>6 291</b>	<b>100</b>

Source : Mary MacDonald and Associates.

Le Québec diffère substantiellement de l'Ontario pour ce qui est de la gestion de ses fonds. En Ontario, les fournisseurs de fonds confient 35 % des capitaux à des fonds privés indépendants, alors qu'au Québec ce pourcentage n'était que de 10 %. On note également que le gouvernement est un gestionnaire plus présent au Québec qu'en Ontario. Il faut toutefois noter que la situation a quelque peu évolué depuis 1999, grâce à la création de nombreux fonds de fonds au Québec, dont certains sont gérés par des SCR privées.

La différence entre le Québec et l'Ontario peut tenir au fait que les fonds de travailleurs au Québec sont apparus plusieurs années avant ceux de l'Ontario. Ils ont pu ainsi créer une expertise leur permettant de gérer eux-mêmes leurs fonds.

Au Canada, les anges financiers sont beaucoup plus rares qu'aux États-Unis pour soutenir l'amorçage de produits technologiques. Il en est de même des grandes entreprises qui effectuent de la recherche d'avant-garde dans des secteurs de haute technologie et qui sont ainsi susceptibles de créer des *spin-off*. Northern Telecom est une entreprise unique à ce chapitre. Ses laboratoires expliquent directement l'apparition de nombreuses entreprises en télécommunication dans la région d'Ottawa depuis les années 1960. Ils ont permis de former un grand bassin de chercheurs, dont certains ont démarré leur entreprise. La région d'Ottawa constitue cependant une exception dans l'ensemble du Canada.

Il ressort donc que le Canada ne peut imiter le modèle américain et doit compter sur les gouvernements (soit par la création de SCR ou par les laboratoires gouvernementaux, notamment ceux du CNRC), sur les universités et, dans une moindre mesure, sur les SCR privées pour développer de nouvelles technologies et voir à ce qu'elles se transforment en innovation.

## 6. Les taux de rendement canadiens

Les taux de rendement des SCR canadiennes sont nettement inférieurs à ceux des SCR américaines et, à certains égards, ressemblent davantage aux taux Européens.

**Tableau 8** - Taux de rendement du capital de risque au Canada au 31 décembre 2002, en pourcentage

<b>Catégorie d'investissement</b>	<b>Un an</b>	<b>Trois ans</b>	<b>Cinq ans</b>	<b>Huit ans</b>
<b>Capital de risque</b>				
Démarrage	-25,1	-5,8	2,3	4,3
Fonds équilibré	-26,5	-11,6	-5,4	4,0
Ensemble du capital de risque	-25,0	-9,6	-3,1	6,1
<b>Équité privée</b>				
Rachat et mezzanine	7,0	8,5	11,6	19,3
Capital de risque et équité privée	-21,3	-7,5	-1,3	9,5
<b>À des fins de comparaison</b>				
TSE 300	-12,4	-6,3	1,3	7,7
S&P 500 (US\$)	-22,1	-14,6	-0,6	10,3
NASDAQ (US\$)	-31,5	-31,0	-3,2	7,4

*Remarque : il s'agit des taux de rendement interne calculés par les SCR sur la valeur de leur portefeuille au 31 décembre de chaque année.*

Source : Association canadienne du capital de risque et d'investissement.

Au cours des huit dernières années, les fonds investis en capital de risque au Canada n'ont rapporté que 6,1 %. Ce taux de rendement était nettement inférieur aux 19,3 % procurés par les financements en équité privée (rachat et financement mezzanine), de même qu'à ceux offerts à la Bourse canadienne (7,7 %), à la Bourse américaine (10,3 %) ou sur le NASDAQ (7,4 %). À l'évidence, de tels taux de rendement ne compensent pas le degré élevé de risque. Nous ne disposons pas de données pour le Québec, mais il est plausible que les taux y aient été inférieurs à ceux du reste du Canada. En effet, le Fonds de solidarité a obtenu, au cours des dix dernières années, un rendement de 3,6 %<sup>6</sup>. Or, ce fonds gère environ la moitié du CR au Québec. De plus, les taux de rendement obtenus par les sociétés Innovatech (sauf celle réservée aux régions-ressources) ont été négatifs<sup>7</sup>.

Une explication possible est celle avancée dans le rapport de Secor Ernst & Young<sup>8</sup>. La présence importante de joueurs gouvernementaux et de fonds soutenus par la fiscalité (les fonds de

<sup>6</sup> Voir *Le Devoir*, 10 janvier 2004, p. C1.

<sup>7</sup> Nous reportons plus loin la discussion des taux de rendement des sociétés Innovatech.

<sup>8</sup> Ce rapport est disponible sur le site Web de la SGF.

travailleurs) serait en partie responsable des faibles taux de rendement parce que ces fonds poursuivent des objectifs autres que la rentabilité, à savoir le développement économique et la création d'emplois. Ils seraient alors moins sélectifs et investiraient dans des entreprises plus souvent destinées à l'échec.

On ne peut écarter cette explication du revers de la main. Cependant, lorsqu'on compare les taux de rendement de SCR spécialisées dans le démarrage, ils sont semblables au Canada et en Europe, soit aux environs de 5 %. En ce sens, on peut se demander si des facteurs communs ne sont pas à l'œuvre dans les deux régions.

Un premier facteur serait l'inexpérience relative des gestionnaires de fonds. En effet, tant au Canada qu'en Europe, le capital de risque n'a véritablement pris son essor qu'au début des années 1990, c'est-à-dire vingt ans après les États-Unis. L'inexpérience serait responsable d'une sélection moins rigoureuse des projets et d'un appui moins spécialisé aux entreprises en démarrage et en expansion. Par contre, le problème devrait se corriger de lui-même, puisqu'il dépend du temps écoulé. Cette explication est plausible mais n'est pas suffisante.

Le second facteur pourrait simplement être conjoncturel. En effet, les investissements consentis en CR prennent généralement sept à huit ans avant de rapporter. Il est également reconnu que le mécanisme le plus rentable pour la sortie d'une SCR est un PAPE (premier appel public à l'épargne)<sup>9</sup>. Or, comme la plupart des investissements des SCR canadiennes et québécoises datent du milieu et de la fin des années 1990, ils sont fortement affectés par l'éclatement de la bulle technologique aux États-Unis depuis 2000. Les excellents rendements des SCR américaines sont dus en revanche aux nombreux PAPE réalisés dans la seconde moitié des années 1990. En fait, on réalise ex-post que les actions de ces PAPE étaient surévaluées. Les PAPE canadiens ont été plus rares avant l'éclatement de la bulle technologique. Inutile de préciser qu'ils sont devenus difficiles, par la suite, pour les titres technologiques, qui constituent l'essentiel des investissements des SCR canadiennes. Ce facteur est assurément plus pertinent que le premier.

Un troisième facteur est le fait que le marché des PAPE est beaucoup moins dynamique au Canada qu'aux États-Unis. Plusieurs chercheurs confirment l'importance de ce marché pour expliquer la présence et la rentabilité du CR à l'échelle mondiale. Il semble en effet que le marché canadien des PAPE éprouve de sérieux problèmes<sup>10</sup>. Le taux de survie des PME ayant procédé à un PAPE y serait faible. Seulement 6 % des émissions de petite capitalisation permettraient de créer une entreprise capable de croître de façon significative en cinq à dix ans.

Au cours des années 1990, le rendement moyen des émissions de petite taille au Canada a été de -50 % au cours des cinq années suivant l'émission. Ces titres sont peu liquides, notamment parce qu'ils n'attirent pas l'attention des analystes financiers. En somme, les investisseurs canadiens semblent se méfier des PAPE, à tout le moins lorsqu'il s'agit de petites entreprises. On réalise que ce contexte est très difficile car les SCR canadiennes se trouvent ainsi privées du débouché le plus rentable offert aux SCR américaines.

---

<sup>9</sup> Vinay Kumar et Scott Orleck, *Why Does Private Equity Vary Across Countries and Time?*, Duke University, Spring 2002.

<sup>10</sup> Les renseignements qui suivent sont tirés du rapport Secor, *op. cit.*, p. 65.

Un quatrième facteur serait que les technologies sortent trop rapidement des laboratoires universitaires québécois, c'est-à-dire avant que la recherche fondamentale soit terminée, ce qui ne serait pas le cas aux États-Unis, où les entreprises consacrent plutôt leurs efforts de recherche à la mise au point de la technologie. Enfin, on a vu qu'aux États-Unis, les SCR n'investissent que très peu dans les phases d'amorçage des entreprises technologiques.

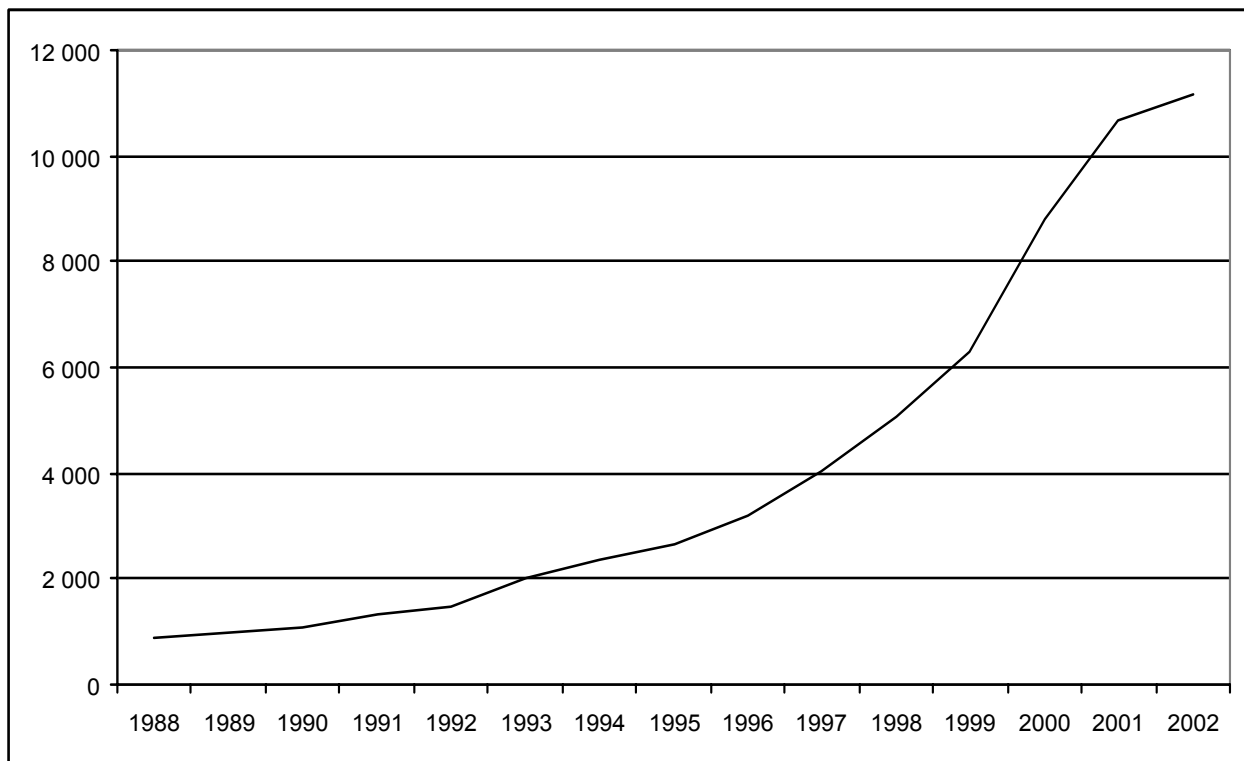
En résumé, plusieurs facteurs peuvent expliquer la plus faible rentabilité des SCR canadiennes et québécoises par rapport aux américaines. La plus forte présence de joueurs gouvernementaux (ou soutenus par ceux-ci), le fait qu'ils poursuivent des objectifs autres que la simple rentabilité, la moins grande expérience et la spécialisation moindre des gestionnaires des SCR canadiennes et québécoises (en raison de la plus petite taille du marché) font en sorte qu'ils sont moins en mesure d'apporter de la valeur ajoutée aux entreprises qu'ils financent (sous forme de conseils et de *coaching*). De plus, l'éclatement de la bulle technologique, le fait que les technologies sortent trop rapidement des laboratoires et surtout les importants dysfonctionnements du marché des PAPE au Canada se conjuguent pour diminuer la rentabilité des investissements des SCR canadiennes.



## 7. Portrait succinct du capital de risque au Québec

Au Québec, le capital de risque est apparu timidement au début des années 1980. Il a progressé lentement par la suite, puis sa croissance s'est accélérée à partir de la fin des années 1980, pour se maintenir depuis ce temps. Durant une bonne partie des années 1980 et 1990, le Québec a joui d'une longueur d'avance sur le reste du Canada. Cependant, au fur et à mesure que l'industrie du CR s'est développée dans le reste du Canada, la part des investissements du Québec dans l'ensemble du Canada a diminué. Elle se situe maintenant aux environs de 30 %, soit une part supérieure au poids économique du Québec (environ 22 %), mais voisine de la part des subventions de recherche en sciences et en génie des conseils subventionnaires fédéraux obtenus par les chercheurs universitaires québécois.

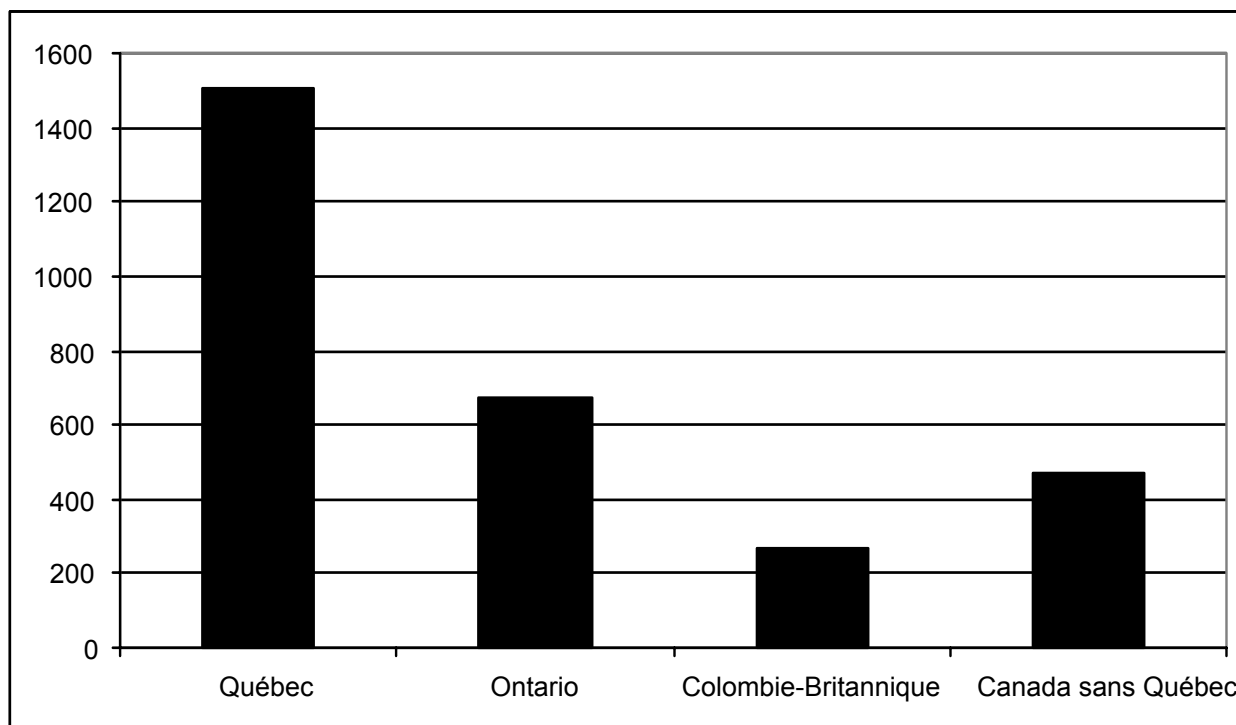
**Graphique 5** - Capital de risque sous gestion au Québec, en millions de dollars



Source : Mary MacDonald and Associates.

Le capital de risque sous gestion au Québec est passé de 885 millions de dollars en 1988 à 11 166 millions en 2002 (graphique 5). Il a donc été multiplié par 13 en l'espace de 14 ans. C'est au Québec que la disponibilité de capital de risque est la plus grande parmi les provinces canadiennes, puisque 50 % du capital y était géré en 2002, contre 36 % en Ontario, donnant un montant par habitant de 1 506 \$ au Québec, contre 670 \$ en Ontario.

**Graphique 6** - Fonds sous gestion en capital de risque au Canada en 2002, en dollars par habitant, par province



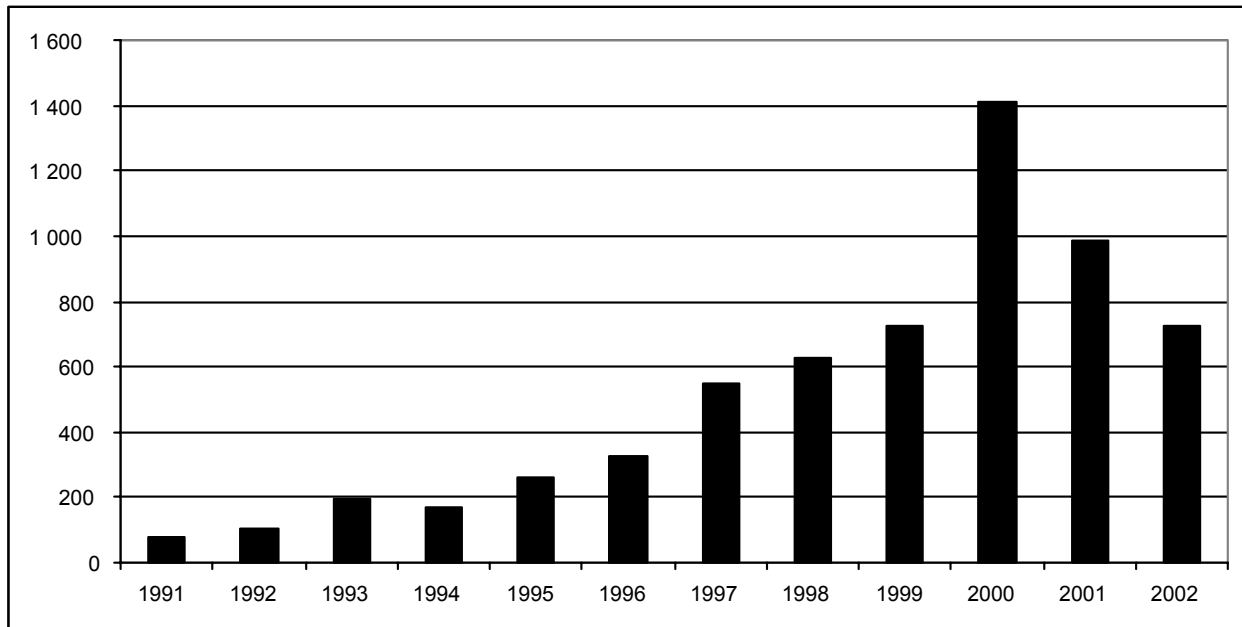
Source : Rapport Secor Ernst & Young.

En fait, pour ce qui est de la disponibilité de capital de risque pur (excluant donc l'équité privée), le Canada est le deuxième pays au monde après les États-Unis. Lorsqu'on inclut l'équité privée (consacrée surtout aux acquisitions, rachats [*buyout*] et au redressement d'entreprise), le Canada se classe en quatrième position mondiale. Le Québec est donc un des endroits les plus favorisés du monde.

Les montants investis par les SCR ont suivi une progression semblable à celle du capital sous gestion, passant de 79 millions en 1991 à 1 410 millions en 2000, pour diminuer par la suite à 722 millions en 2002 (graphique 7). Le Québec a donc, lui aussi, subi le contrecoup de l'éclatement de la bulle technologique américaine. Cependant, il n'a pas enregistré le même recul qu'aux États-Unis parce que les investissements consentis à des entreprises liées au phénomène Internet y ont été beaucoup plus limités.

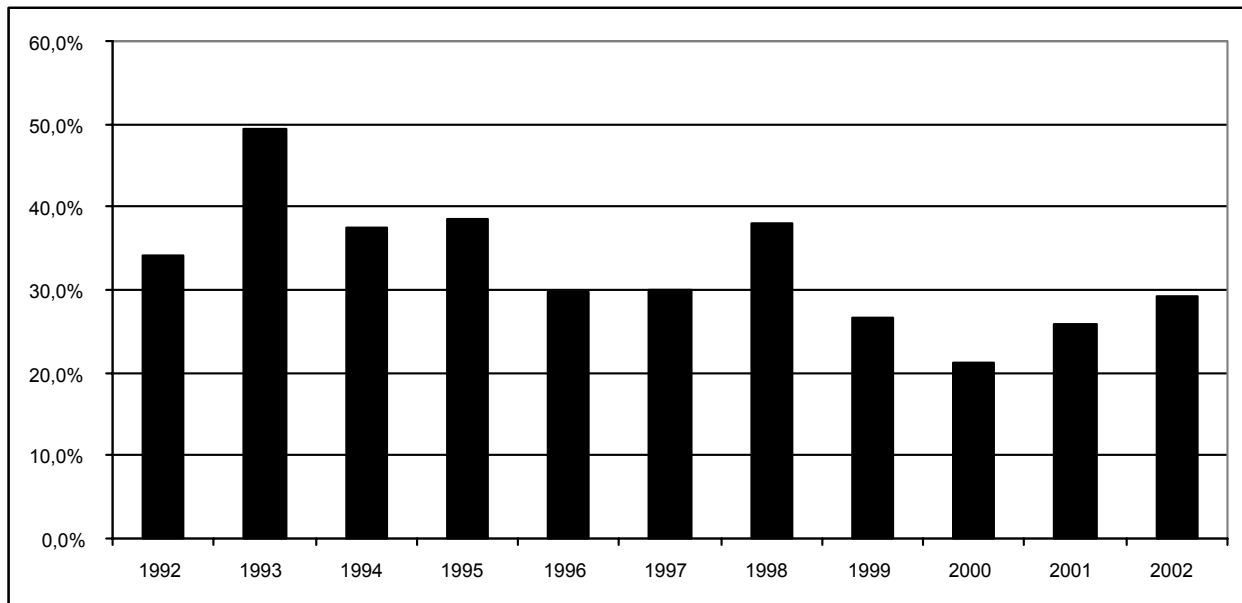
Au cours des neuf premiers mois de 2003, les montants investis ont été de 409 M\$. À ce rythme, les investissements totaux pour 2003 devraient se situer aux environs de 540 M\$, soit en baisse d'environ 25 % par rapport aux 722 M\$ de 2002.

**Graphique 7** - Montants investis au Québec par les sociétés de capital de risque, en millions de dollars



Source : Mary MacDonald and Associates.

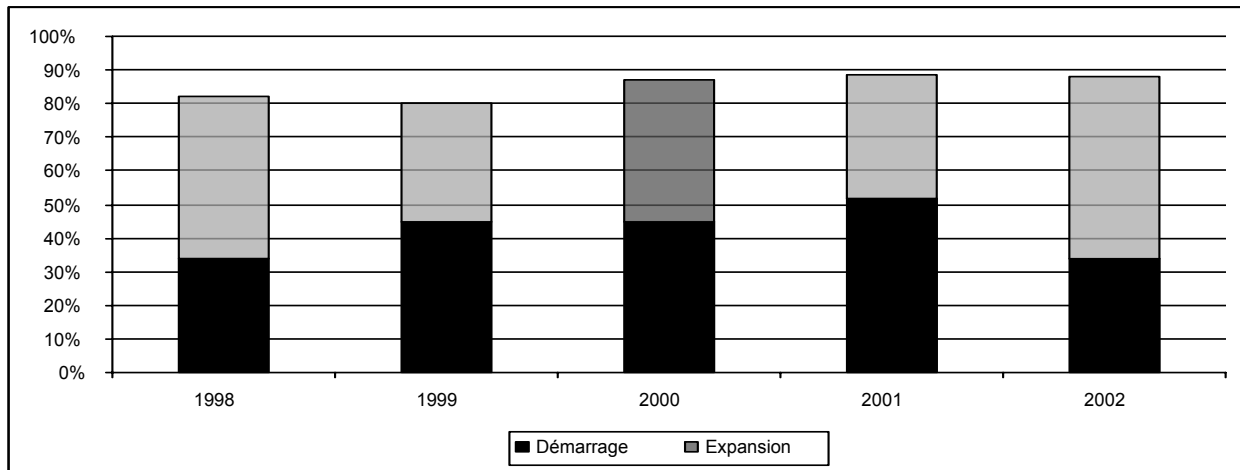
**Graphique 8** - Montants investis au Québec par les sociétés de capital de risque en pourcentage du Canada, 1992 à 2002



Source : Mary MacDonald and Associates.

Sous certains rapports, l'industrie du capital de risque au Québec se compare davantage aux États-Unis qu'à l'Europe. En effet, elle investit plus de 80 % de ses fonds au démarrage et à l'expansion d'entreprises entre 1998 et 2002 (graphique 9). En Europe, un pourcentage élevé du financement va, rappelons-le, à des rachats d'entreprises.

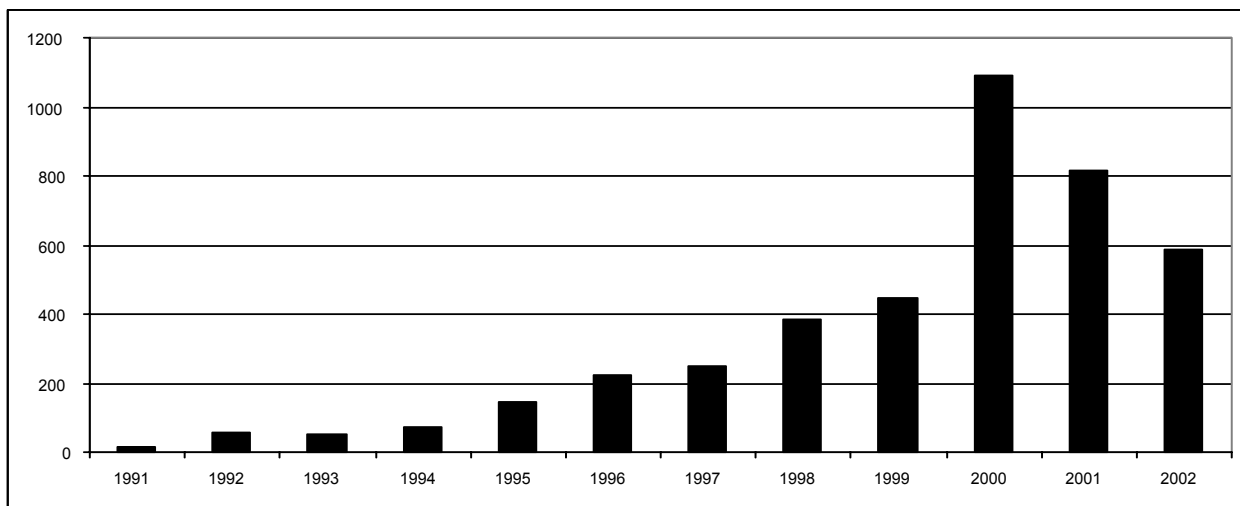
**Graphique 9** - Pourcentage des montants investis dans le démarrage et l'expansion d'entreprises au Québec, 1998-2002



Source : Mary MacDonald and Associates.

De plus, les investissements consentis aux secteurs technologiques ont fortement progressé tout au long des années 1990, pour former maintenant la majeure partie des investissements (graphique 10).

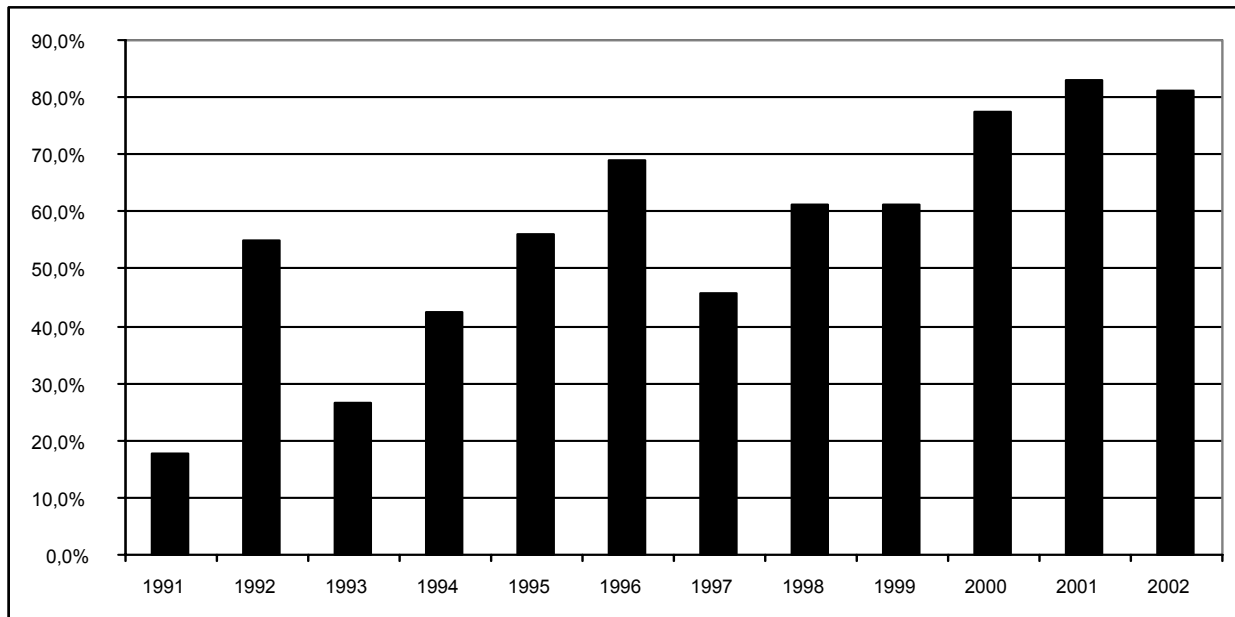
**Graphique 10** - Montants investis au Québec par les sociétés de capital de risque dans les secteurs de haute technologie, millions de dollars



Source : Mary MacDonald and Associates.

La progression des investissements dans les secteurs technologiques a été remarquable au cours des années 1990. De plus, la baisse observée en 2001 et 2002 est bien moindre qu'aux États-Unis. Les investissements dans les secteurs technologiques composent maintenant plus de 80 % des investissements totaux, contre moins de 20 % au début des années 1990 (graphique 11). On a donc assisté à des changements majeurs dans l'industrie du capital de risque au Québec au cours des 15 dernières années. Contrairement à la situation qui prévalait au cours des années 1980, les SCR n'ont pas craint d'investir massivement dans les hautes technologies.

**Graphique 11** - Montants investis au Québec par les sociétés de capital de risque dans les secteurs de haute technologie, en pourcentage du total, 1991-2002



Source : Mary MacDonald and Associates.

L'examen du tableau 9 révèle que les secteurs de la biotechnologie et de la santé représentent un pourcentage important des investissements totaux des SCR en hautes technologies. Il s'agit là de deux secteurs où la recherche universitaire au Québec excelle. De plus, on retrouve à Montréal quelques grandes entreprises pharmaceutiques ainsi que l'Institut de recherche en biotechnologie du CNRC, la Cité des biotechnologies à Laval, etc. On note également que la répartition des investissements entre les différents secteurs technologiques est diversifiée, aucun secteur n'accaparant plus de 20 % du total. Cela favorise une diversification industrielle plus robuste qu'en Ontario, où les investissements sont concentrés dans le secteur des TIC (en raison de la présence historique de Northern Telecom).

**Tableau 9** - Investissements au Québec par les sociétés de capital de risque, selon le secteur, 2001 et 2002

	<b>2001</b>		<b>2002</b>	
	<b>Millions \$</b>	<b>En %</b>	<b>Millions \$</b>	<b>En %</b>
Biotechnologie	200	20	151	21
Médecine/santé	48	5	66	9
Communications	130	13	141	20
Liés aux ordinateurs	181	18	79	11
Liés à Internet	110	11	42	6
Électronique	105	11	86	12
Autres technologies	42	4	21	3
<b>Sous-total technologies</b>	<b>816</b>	<b>83</b>	<b>586</b>	<b>81</b>
Produits de consommation	90	9	49	7
Secteur manufacturier	52	5	71	10
Divers	26	3	16	2
<b>Sous-total traditionnel</b>	<b>168</b>	<b>17</b>	<b>136</b>	<b>19</b>
<b>Total</b>	<b>984</b>	<b>100</b>	<b>722</b>	<b>100</b>

Source : Mary MacDonald and Associates.

## 8. La problématique du capital de risque au Québec

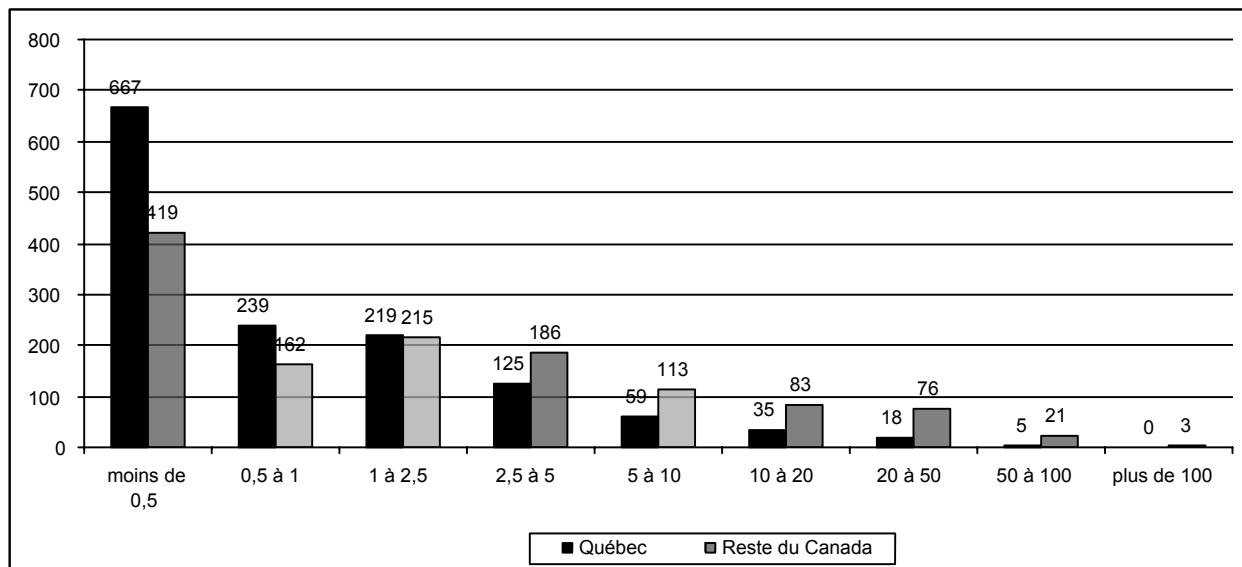
Depuis quelque temps, trois problématiques sont en général soulevées à l'égard du capital de risque au Québec :

- Les SCR au Québec consentent des investissements à plusieurs petites entreprises émergentes (phases de prédémarrage et de démarrage), mais elles sont plus réticentes à investir des montants élevés dans les entreprises en phase d'expansion ;
- Les SCR américaines investissent moins au Québec qu'en Ontario ;
- Les joueurs gouvernementaux ou soutenus par les gouvernements y sont très présents.

Reprenons chacune de ces questions à tour de rôle.

### 8.1. Le nombre et la taille des investissements

**Graphique 12** - Répartition des transactions en capital de risque au Québec et dans le reste du Canada, selon la taille de l'investissement en M\$, 1999-2001, nombre de transactions



Source : Rapport Secor Ernst & Young.

Pour ce qui est des investissements de moins de 2,5 M\$, le Québec investit à lui seul davantage que le reste du Canada réuni. C'est donc dire qu'il crée sans doute davantage de PME technologiques<sup>11</sup>. Pour les investissements situés entre 2,5 M\$ et 20 M\$, les investissements en CR du Québec sont supérieurs à son poids économique. Par contre, pour les investissements supérieurs à 20 M\$, la part du Québec est faible et inférieure à son poids économique. Il en découle donc que les SCR québécoises privilégient nettement le prédémarrage et le démarrage d'entreprises. Elles peuvent également accompagner les entreprises dans les phases initiales d'expansion, lorsque les montants sont inférieurs à 20 millions de dollars. Cependant, pour des investissements supérieurs à 20 M\$, les entreprises en phase d'expansion ont plus de difficultés à obtenir du financement.

La piètre performance du Québec dans le créneau des gros investissements semble avant tout liée au secteur des télécommunications, situé majoritairement dans la région d'Ottawa. En 2002, cette région a profité de six des dix plus grosses transactions effectuées au Canada. Elle a également reçu 70 % des 560 M\$ investis dans ces dix entreprises. Elle dispose d'une véritable grappe dans les TIC, un héritage des laboratoires de Northern Telecom, qui ont favorisé de nombreux essaimage de chercheurs dans les entreprises.

**Tableau 10** - Les dix transactions les plus importantes en capital de risque au Canada, 2002

<b>Entreprise</b>	<b>Ville</b>	<b>M \$</b>
Catena Networks Inc.	Kanata	112,5
Innovance Networks Inc.	Ottawa	88
Hyperchip Inc.	Montréal	70
SiGe Semiconductor	Ottawa	64,2
Silicon Access Networks	Ottawa	58,5
Trillium Photonics Inc.	Ottawa	43,5
ITF Optical Technologies Inc.	Saint-Laurent	37,5
Castek Software Factory Inc.	Toronto	34,2
Silicon Optix Inc.	Toronto	26,6
Meriton Networks Inc.	Kanata	25,5

Source : Mary Macdonald & Associates.

<sup>11</sup> Le nombre de transactions n'équivaut pas au nombre d'entreprises, puisqu'une même entreprise peut recevoir plus qu'une étape de financement. Toutes choses étant égales par ailleurs, les montants moyens par étape sont plus petits au Québec et nécessitent plus d'étapes de financement. Cependant, en proportion de son poids économique, il semble bien que le CR du Québec participe à la création de davantage de PME technologiques que le reste du Canada.

Il est clair que l'Ontario domine le secteur des TI au Canada, Ottawa et Toronto s'accaparant 61 % du total des villes canadiennes en 2002. Montréal tire néanmoins son épingle du jeu en attirant 17 % du total. Et Québec a fait preuve d'un dynamisme étonnant au cours des neuf premiers mois de 2003.

**Tableau 11** - Investissements dans les technologies de l'information au Canada, selon la ville, 2002 et 2003, en pourcentage

Ville	2002	9 premiers mois 2003
Toronto	20	21
Ottawa	41	31
Calgary-Edmonton	2	1
Montréal	17	17
Québec	1	11
Vancouver	10	7
Toutes les autres	9	12
<b>Montant en \$</b>	<b>1 650</b>	<b>491</b>

Source : Mary Macdonald & Associates.

Par contre, en sciences de la vie, le Québec domine carrément l'Ontario et le reste du Canada. En 2002, 43 % des investissements canadiens en sciences de la vie ont été consentis à des entreprises de Montréal et de Québec. Au cours des neuf premiers mois de 2003, ces deux villes ont accaparé 58 % des investissements en sciences de la vie dans l'ensemble du Canada.

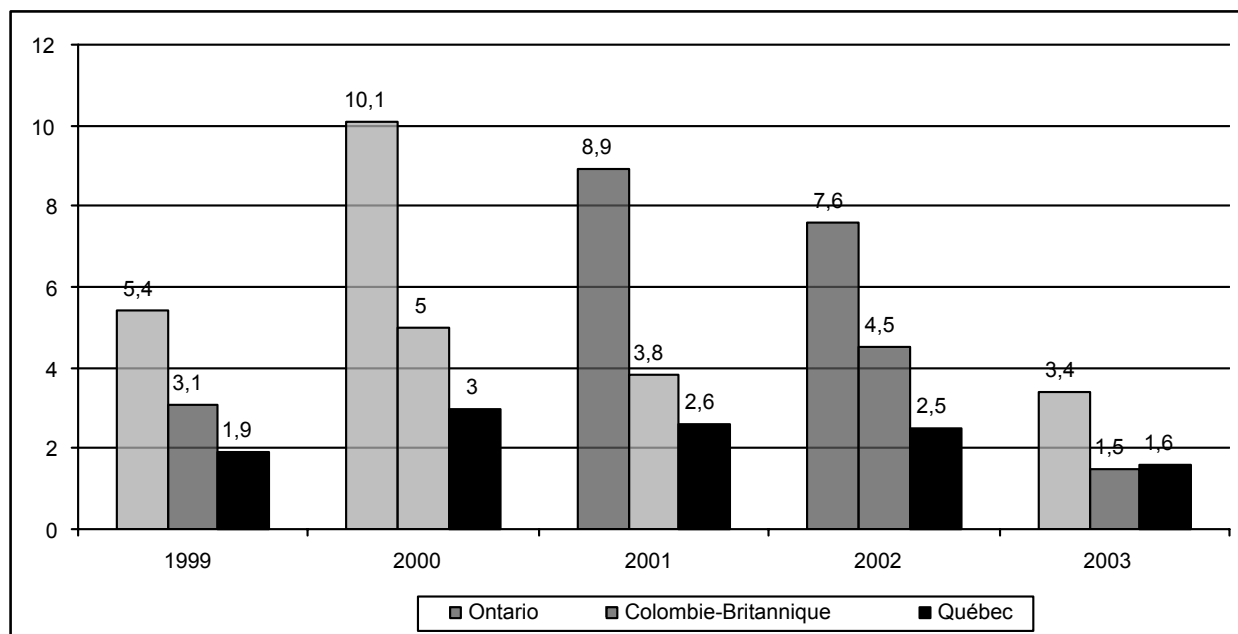
**Tableau 12** - Investissements dans les sciences de la vie au Canada, selon la ville, 2002 et 2003, en pourcentage

Ville	2002	9 premiers mois 2003
Toronto	21	14
Ottawa	5	5
Calgary-Edmonton	3	0
Montréal	35	36
Québec	8	22
Vancouver	15	7
Tous les autres	13	16
<b>Montant en M\$</b>	<b>479</b>	<b>200</b>

Source : Mary Macdonald & Associates.

La taille moyenne des investissements en TI est nettement plus grande que dans les sciences de la vie, comme en témoignent les deux graphiques suivants.

**Graphique 13** - Taille moyenne des investissements dans les entreprises en TI au Canada, selon la province, 1999-2003, en millions de dollars



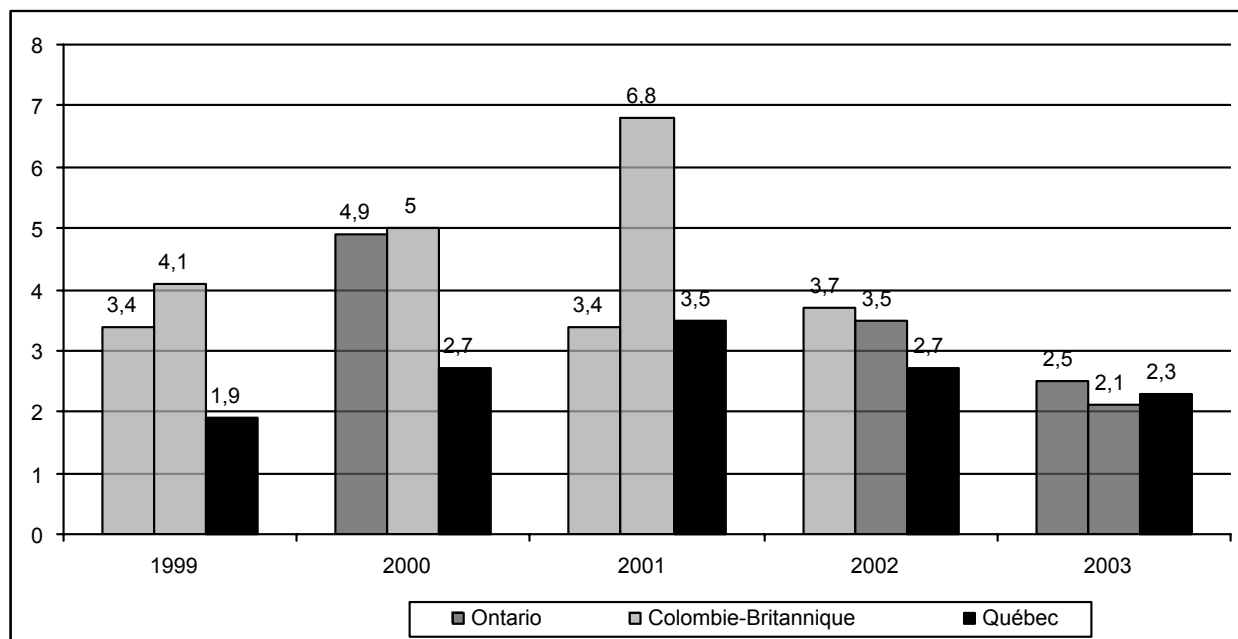
1999 : neuf premiers mois.

Source : Mary Macdonald & Associates.

De 1999 à 2002, la taille moyenne des investissements en TI au Québec a été d'environ le tiers de ce qu'elle était en Ontario, mais elle a été assez proche de ce qu'elle était en Colombie-Britannique. Depuis 2000, on assiste à une diminution constante de la taille des investissements en Ontario, plus rapide qu'au Québec. Elle n'était plus que d'environ le double du Québec en 2003, lequel a rejoint la Colombie-Britannique. On peut donc se demander si la hausse de la taille moyenne des investissements en TI en Ontario n'était pas un phénomène temporaire lié à la bulle Internet. Il semble également que la taille moyenne des investissements en Ontario soit liée à la présence des SCR américaines. Nous reviendrons sur ce point plus loin.

En sciences de la vie, la taille moyenne des investissements est plus homogène entre l'Ontario, le Québec et la Colombie-Britannique (sauf pour cette dernière en 2001), et presque identique en 2003.

**Graphique 14** - Taille moyenne des investissements dans les entreprises en sciences de la vie au Canada, selon la province, 1999-2003



1999 : neuf premiers mois.

Source : Mary Macdonald & Associates.

## 8.2. L'absence de SCR américaines

Abordons maintenant la question de la présence relative des SCR américaines. À cette fin, il est nécessaire de revenir sur le rôle des intervenants.

**Tableau 13** - Pourcentage des investissements en CR au Québec, selon le type d'investisseur, en pourcentage, 1998-2003

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Gouvernement	10	12	13	27	35	22,6
Fonds de travailleurs	32	31	27	23	25	35,6
Institutions	33	35	25	19	14	13,7
Fonds privés indépendants	13	10	15	9	9	6,4
Entreprises	5	6	9	10	8	10,1
Autres	7	5	10	12	10	11,6

Source : Secor Ernst & Young.

Cela exclut les investissements étrangers. Le gouvernement inclut la SGF, la BDC et les Innovatech. Les institutions incluent la CDP, alors que les entreprises comprennent notamment les banques et Desjardins pour les années 1998 à 2002. Mary Macdonald & Associates pour 2003.

Il est clair qu'au Québec ce sont les joueurs gouvernementaux ou soutenus par ceux-ci (les fonds de travailleurs) qui sont les principaux acteurs en CR. Les fonds privés indépendants ne jouent qu'un rôle mineur dans l'allocation des fonds. De 1998 à 2003, leur part a fluctué entre 9 % et 15 % et elle est tombée à 6,4 % en 2002. Il est d'ailleurs extrêmement significatif que, de 2001 à 2003, des années difficiles pour le CR, les fonds privés indépendants aient à ce point diminué leurs investissements. Il faut en conclure que lorsque les choses se corsent, les fonds privés opèrent un retrait plus prononcé que les joueurs gouvernementaux ou même les entreprises.

Pour se faire une idée complète des fournisseurs de fonds, il faut inclure les fonds investis par les SCR étrangères (tableau 14).

**Tableau 14** - Sources des montants investis en CR, Canada et Québec, 2002 et 2003

	2002				2003 (9 premiers mois)			
	Canada		Québec		Canada		Québec	
	M\$	%	M\$	%	M\$	%	M\$	%
Étranger	650	26,4	49	6,8	105,7	12,0	11,8	2,9
Fonds travailleurs	627	25,4	171	23,6	253,1	28,8	141,3	34,5
Gouvernement	329	13,3	230	31,8	128,7	14,6	89,9	22
Privés	313	12,7	58	8	120,1	13,7	25,6	6,3
Entreprises	144	5,8	51	7	89,7	10,2	40,2	9,8
Institutions	183	7,4	167	23	97,5	11,1	54,4	13,3
Autres	220	8,9	-	-	84,1	9,6	45,9	11,2
<b>Total</b>	<b>2 466</b>	<b>100,0</b>	<b>722</b>	<b>100</b>	<b>879</b>	<b>100</b>	<b>409</b>	<b>100</b>

Source : Mary Macdonald & Associates.

Pour l'année 2002, il est frappant de constater que l'apport des fonds de travailleurs et des fonds privés indépendants est relativement semblable au Québec et au Canada. Là où le Québec se démarque, c'est dans la plus grande part des fonds gouvernementaux et des institutions, et dans la part moindre des fonds étrangers.

Pour l'année 2003, ces ressemblances et différences persistent, mais sont grandement atténuées. La part du financement en provenance du gouvernement est de près de 15 % dans l'ensemble du Canada, contre 22 % au Québec, alors que le financement en provenance de l'étranger est de 12 % au Canada, contre près de 3 % au Québec. Comme on l'a vu précédemment, ce sont essentiellement les investissements moindres des SCR étrangères dans les TI qui expliquent la plus faible présence des SCR étrangères au Québec.

**Tableau 15** - Pourcentage des investissements en provenance de l'étranger, Québec et Ontario, 1998-2003

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Québec	1,6	8,1	25,1	9,5	6,8	2,9
Ontario	2,7	29,4	29,6	38,8	41,7	n. d.

Source : Rapport Secor Ernst & Young.

Le tableau 15 fait ressortir qu'en 1998 les SCR étrangères n'étaient guère plus présentes en Ontario qu'au Québec. De plus, en 2000, elles ont investi presque autant au Québec qu'en Ontario. Enfin, en 2003, la part des investissements étrangers en Ontario a diminué de façon drastique. En effet dans le secteur des technologies de l'information et des communications où se sont concentrés les investissements des sociétés de capital de risque américaines au cours des dernières années, les investissements en Ontario ont diminué de 480 M\$ en 2002 à 93 M\$ pour les neuf premiers mois de 2003.

### 8.3. La présence directe et indirecte des gouvernements

Abordons maintenant la troisième problématique. Le capital de risque au Québec est dominé par la présence directe ou indirecte des gouvernements. On pense ici aux sociétés Innovatech, aux fonds de travailleurs, et plus particulièrement au Fonds de solidarité, à la Caisse de dépôt et placement, ainsi qu'à la Banque de développement du Canada. Cette situation peut créer certains problèmes, que nous allons passer successivement en revue.

Le premier problème c'est que ces acteurs semblent se comporter en cartels. Les plaintes proviendraient du fait qu'un refus de la part d'un membre fermerait automatiquement la porte des autres. En fait, les dernières analyses de la situation du capital de risque au Québec<sup>12</sup> penchent plutôt dans le sens d'un excès d'investissement en CR précisément dû aux joueurs gouvernementaux moins sélectifs parce qu'ils poursuivent des objectifs autres que purement financiers, soit le développement économique et la création d'emplois. Il faut se rappeler que le Québec est, après les États-Unis, l'endroit où la disponibilité de capital de risque est la plus grande, particulièrement dans le démarrage d'entreprises. De plus, chacun de ces joueurs conserve son autonomie, même si plusieurs investissements se font en co-syndication. Il faut réaliser qu'aux États-Unis ce sont moins de 10 % des projets soumis aux SCR qui sont financés. Les taux de rejet y sont donc très élevés. Il n'y a aucune raison de croire que les acteurs gouvernementaux au Québec manquent d'audace ou d'expertise ou se liguent contre certains projets. En fait, les principaux joueurs en CR au Québec investissent en co-syndication dans plusieurs projets. C'est simplement là une façon de diminuer leur risque.

<sup>12</sup> C'est la thèse défendue par le rapport Secor Ernst & Young, thèse qui est reprise dans le Rapport du groupe de travail sur le rôle de l'État québécois dans le capital de risque, soit le rapport Brunet.

Un problème plus sérieux serait que la présence des joueurs gouvernementaux empêche les SCR privées de prendre de l'expansion<sup>13</sup>. Les auteurs de cette étude prétendent que les interventions gouvernementales, plus particulièrement le soutien fiscal apporté aux fonds de travailleurs, auraient empêché le capital de risque privé de prendre son essor au Canada et au Québec. Cette étude soulève des critiques<sup>14</sup>. D'une part, on l'a vu, les États-Unis constituent l'exception, et non la règle, pour ce qui est de la faible présence du capital de risque soutenu de diverses manières par les gouvernements. D'autre part, il est clair que, sans interventions gouvernementales, le capital de risque aurait mis beaucoup plus de temps à croître et serait moins abondant qu'il l'est à l'heure actuelle au Québec et dans l'ensemble du Canada. D'ailleurs, le retard du reste du Canada par rapport au Québec, de la fin des années 1980 au milieu des années 1990, était précisément dû à l'émergence tardive des fonds de travailleurs. Rappelons que le capital de risque privé s'était contracté au Canada à la fin des années 1980, par suite du retrait des fonds de pension. En fait, les réelles distinctions se situent dans la plus faible présence des investisseurs étrangers au Québec et dans le fait que les SCR hors Québec confient davantage la gestion de leurs fonds à des SCR indépendantes, comme c'est très majoritairement le cas aux États-Unis.

---

<sup>13</sup> Voir Douglas J. Cumming et Jeffrey MacIntosh, *Crowding out Private Equity : Canadian Evidence*, août 2002.

<sup>14</sup> La seule étude (voir Cumming et MacIntosh, *op. cit.*) qui s'est penchée sérieusement sur cette question consiste en une analyse économétrique où le facteur explicatif le plus important est une variable tendancielle que les auteurs interprètent comme signifiant (tout comme c'est arrivé dans les autres pays, notamment européens) que le capital de risque aurait de toute manière augmenté avec les années. Or, il semble qu'à leur insu les auteurs ont précisément prouvé le contraire de leur assertion. En effet, si la disponibilité de capital de risque a augmenté partout à travers le monde, c'est en bonne partie par suite de multiples interventions gouvernementales.

## 9. La problématique exposée par le rapport Brunet

Le rapport Brunet reprend les conclusions et recommandations du rapport Secor Ernst & Young. Il présente la problématique du capital de risque au Québec de la manière suivante :

- Le capital de risque au Québec est dominé par la forte présence de joueurs gouvernementaux ou soutenus par ceux-ci (les fonds de travailleurs). Ces derniers, parce qu'ils poursuivent des objectifs autres que la pure rentabilité, sont donc moins sélectifs que les SCR privées. Ils se trouvent alors à évincer les SCR privées canadiennes et québécoises, car ils consentent des conditions de financement plus avantageuses aux entrepreneurs qui leur soumettent des projets, par exemple en exigeant un moindre pourcentage du capital actions ;
- Cette forte présence de joueurs gouvernementaux a pour effet plus spécifique d'éloigner les SCR étrangères, en particulier américaines, qui acceptent mal de co-investir avec des joueurs poursuivant des objectifs autres que la rentabilité, des joueurs trop patients à l'égard de l'équipe de direction lorsque les résultats de l'entreprise laissent fortement à désirer, par exemple ;
- Cette faible présence des SCR américaines au Québec pénaliserait les entreprises qui n'ont ainsi pas accès à une expertise unique pour les aider à percer le marché américain. De plus, le manque de capitaux étrangers obligerait le gouvernement à financer les entreprises non seulement dans la phase d'amorçage (prédémarrage) et de démarrage, mais également dans la phase d'expansion, laquelle devrait normalement laisser la place aux SCR privées.

Les solutions proposées par le rapport Brunet et le rapport Secor sont un retrait partiel du gouvernement. Le rapport Brunet propose que la SGF se retire du capital de risque. En effet, la SGF devrait investir dans des projets d'au moins 100 millions de dollars et ne détenir au maximum que 20 % à 30 % (20 M\$) du capital actions émis. À toutes fins pratiques, la SGF se voit exclue des projets de financement des entreprises technologiques dans les phases d'expansion, qui exigent des financements entre 20 M\$ et 100 M\$. À ce jour, la SGF a investi dans 18 entreprises de haute technologie (pratiquement entièrement dans les TIC) et 18 entreprises en sciences de la santé<sup>15</sup>. Dans la majorité des cas, les investissements vont de quelques millions à quelques dizaines de millions. En fait, pratiquement aucun des investissements actuels de la SGF en technologie ne se serait qualifié selon les nouvelles règles du rapport Brunet.

Le rapport Brunet propose également d'abolir les sociétés Innovatech et de créer un fonds mixte public-privé de 100 M\$ auquel le gouvernement du Québec fournirait 33 M\$, et le secteur privé, 67 M\$. Ce fonds serait destiné au financement d'entreprises en prédémarrage ou en démarrage. Unique pour l'ensemble du Québec, il serait géré par des gestionnaires privés détenant la latitude voulue pour gérer les fonds comme une SCR privée indépendante. Les objectifs poursuivis ici, selon le rapport, sont de :

---

<sup>15</sup> Voir Société générale de financement, Rapport annuel 2002.

- Limiter l'apport en CR et donc les pertes du gouvernement (il semble que tant la SGF que les sociétés Innovatech encourent actuellement des pertes substantielles sur la valeur de leur portefeuille) ;
- Créer une dynamique axée sur le financement d'entreprises en technologie uniquement à partir de critère de rentabilité ;
- Inciter les SCR américaines à co-investir au Québec grâce à un fonds mixte public-privé partageant les mêmes objectifs et mode de fonctionnement qu'eux.

Le rapport propose enfin au gouvernement de déployer les conditions propices (c'est-à-dire fiscales et réglementaires) à la création d'un fonds privé en haute technologie pour les entreprises nécessitant des étapes de financement supérieures à 20 M\$ (phase d'expansion). Il recommande à ce propos la création d'un Comité de travail réunissant des représentants du ministère des Finances, du ministère du Développement économique et régional et de la Recherche, et du milieu des affaires pour faire des propositions concrètes à cet égard au début de 2004. Effectivement, ce groupe de travail a déjà entrepris ses travaux.

Le rapport propose également la création de 17 FIR régionaux. Ce point sera abordé dans une prochaine section.

## 10. Commentaires du Conseil sur le rapport Brunet

La solution proposée par le rapport Brunet offre des avantages. Elle permettrait entre autres de mieux axer le CR au Québec sur des objectifs de rentabilité et d'amener les SCR américaines à investir ici. De plus, les gestionnaires de ces fonds privés indépendants seraient en mesure d'aider les PME, notamment sur les plans de la gestion et du marketing.

La question qui se pose est de savoir si le secteur privé est véritablement prêt à prendre la relève du gouvernement. Dans l'état actuel des choses, il est permis d'en douter et pour de multiples raisons.

Il faut mentionner qu'il peut être dans l'intérêt à court terme des SCR privées que le gouvernement se retire du capital de risque. En effet, les SCR sont en compétition dans une certaine mesure, et le retrait des Innovatech et de la SGF réduirait la concurrence. Dans un marché rendu plus homogène, les entrepreneurs seraient obligés d'accepter les conditions de financement exigées, dont la cession d'un pourcentage plus élevé du capital actions de leur entreprise.

D'une part, tous les experts consultés confirment que les SCR privées ne voudront pas couvrir la phase d'amorçage. Même la situation en phase de démarrage n'est pas simple. Les sociétés Innovatech investissent un pourcentage élevé de leur financement dans le démarrage d'entreprises technologiques, un secteur encore à haut risque. Or, c'est précisément leur rôle d'assumer des risques élevés que les acteurs privés sont moins disposés à prendre et de servir de pépinières d'entreprises. Par la suite, c'est au tour du capital de risque privé de prendre la relève, de fournir du financement dans les phases d'expansion des entreprises et de les mener jusqu'au marché boursier. Or, un problème auquel sont confrontées les petites firmes technologiques au Québec est que les SCR hésitent à investir dans les phases ultérieures, qui nécessitent des investissements plus importants, ce qui oblige les Innovatech à continuer de les soutenir.

C'est sur ce point qu'il y a divergence d'opinion. Les SCR privées affirment qu'elles subissent une concurrence déloyale de la part des fonds gouvernementaux, qui consentent des conditions plus avantageuses aux entreprises et les empêchent de s'impliquer. L'autre interprétation possible est que les SCR privées se montrent encore trop craintives et exigent un pourcentage élevé du capital actions des PME en recherche de financement. Deux effets en découlent alors : les entrepreneurs se sentent expropriés et se découragent ; les SCR qui ont financé l'entreprise dans les phases antérieures peuvent également se sentir expropriées, à moins qu'elles ne suivent dans les étapes ultérieures de financement. Bref, est-il possible que les sociétés Innovatech aient voulu protéger la valeur de leurs investissements en s'engageant dans les étapes ultérieures, après le démarrage? Il faut se rappeler qu'elles devaient s'autofinancer à moyen et à long terme, c'est-à-dire fournir des liquidités nécessaires aux financements d'autres PME.

L'analyse des données pour les années 2002 et 2003 montre clairement que le financement en provenance des SCR privées a fortement chuté au Québec. Ce sont les fonds gouvernementaux et les fonds de travailleurs qui ont permis de soutenir les PME technologiques durant cette période difficile. On peut donc en déduire que les SCR privées amplifient les tendances à la baisse du marché.

Une autre raison incite à remettre en question la participation du privé. Les fonds privés indépendants doivent solliciter des investisseurs. On a vu qu'aux États-Unis, ce sont avant tout les fonds de pension qui interviennent, alors qu'en Europe, ce sont les banques. Au Canada, ce sont les fonds de travailleurs et les fonds gouvernementaux qui fournissent la majorité des sommes.

Certes, il serait éminemment souhaitable que les SCR privées prennent davantage d'expansion et s'impliquent plus activement dans le financement des entreprises technologiques, plus particulièrement dans les phases d'expansion. Mais les options sont très limitées au Québec et dans l'ensemble du Canada, à cet égard. En effet, comme il a été mentionné précédemment, le Canada ne dispose pas de grandes firmes technologiques prêtes à financer de la recherche plus en amont, d'où émergent à terme des technologies. À part Northern Telecom, qui est dans une situation pour le moins difficile en ce moment, le Canada ne peut compter sur des firmes telles que IBM, Hewlett Packard, Microsoft, General Electric, etc., qui investissent des centaines de millions, et parfois des milliards, de dollars en recherche et qui créent parfois des SCR ou apportent des fonds aux SCR privées indépendantes. Il faut donc exclure l'apport des entreprises dans le financement de SCR privées indépendantes.

De plus, on ne peut pas compter sur les investisseurs informels au Canada. Ils sont trop peu nombreux et pas assez familiers de la technologie, ce que confirme le rapport Secor.

Quant aux fonds de pension, leur situation financière, partout en Amérique du Nord, est plutôt fragile depuis la débâcle boursière des dernières années. La plupart d'entre eux souffrent actuellement d'un déficit actuariel<sup>16</sup>. Même la Caisse de dépôt et placement du Québec procède actuellement à une révision de son mandat, et la mission de développement économique pourrait être diluée au profit d'un rendement plus élevé. En somme, la situation n'a jamais été si peu propice à un engagement accru des fonds de pension canadiens. De plus, nous ne savons pas si la CDP va continuer à investir autant dans le financement des entreprises technologiques qu'elle l'a fait jusqu'ici.

D'ailleurs, une étude datant de 2000 confirme que les fonds de pension n'étaient pas intéressés à investir dans le capital de risque même avant la débâcle boursière<sup>17</sup>. L'enquête a été menée directement auprès des dirigeants, qui ont invoqué plusieurs raisons pour ne pas investir dans le capital de risque : risques trop élevés et rendements trop faibles, compte tenu du risque ; manque de connaissances et de l'expertise nécessaire pour bien évaluer les projets, les suivre et conseiller les entreprises ; risques incompatibles avec les intérêts et les responsabilités qui leur incombent en tant que fiduciaires de fonds de pension. Bref, c'est une fin de non-recevoir qu'ils risquent de servir à ceux qui veulent les inciter à investir dans le CR.

En fait, les banques à charte seraient le seul acteur capable de s'impliquer davantage. Quelques-unes, notamment les Banque Royale et Toronto Dominion ont créé des SCR. Cependant, leurs activités sont marginales dans l'ensemble de l'industrie. Seule une intervention du gouvernement

---

<sup>16</sup> Voir Gérard Bérubé, « Les caisses de retraite retrouvent peu à peu la santé », *Le Devoir*, 27 octobre 2003.

<sup>17</sup> Voir Canadian Labour Market and Productivity Center, *Prudence and Jobs, Pension Investment in a Changing Canadian Economy*, rapport technique, 2000.

fédéral les obligeant à consacrer un certain pourcentage de leur actif en CR pourrait entraîner une hausse substantielle de leurs mises de fonds leur impact serait majeur, et leur pouvoir financier, suffisant pour supporter des placements risqués sans menacer sérieusement leur profitabilité. Cependant, comme les banques à charte sont de juridiction fédérale, le gouvernement du Québec doit se borner à conseiller le gouvernement fédéral d’agir en ce sens.

Bref, lorsqu’on examine le portrait d’ensemble, on réalise que le gouvernement affronte une problématique qui n’est pas simple. Plusieurs indices laissent à penser que le secteur privé n’est pas en mesure de prendre complètement la relève des fonds gouvernementaux. La question qui se pose alors est de voir quelles sont les solutions de rechange au rapport Brunet.

Le statu quo suppose que le gouvernement devrait sans doute augmenter son apport financier aux sociétés Innovatech et à la SGF au moment même où sa propre situation budgétaire le lui permet difficilement.

Le tableau suivant rapporte les investissements des sociétés Innovatech.

**Tableau 16** - Investissements des sociétés Innovatech, 1998-2002, en millions de dollars

	<b>Grand Montréal</b>	<b>Québec et Chaudière-Appalaches</b>	<b>Sud du Québec</b>	<b>Régions ressources</b>
1998-1999	46,4	13,7	4,4	-
1999-2000	72,8	14,3	6,1	5,0
2000-2001	71,1	24,7	6,4	8,0
2001-2002	78,2	29,0	14,8	13,1
2002-2003	40,1	28,8	10,9	11,9
<b>Total</b>	<b>308,6</b>	<b>110,5</b>	<b>42,6</b>	<b>38</b>

Source : Rapport du groupe de travail sur le rôle de l’État québécois dans le capital de risque.

Reportons à plus tard la question de la société Innovatech régions ressources. De 1998 à 2002, les trois autres Innovatech ont investi un total de 462 M\$, soit plus de 92 M\$ par année. Le rapport Brunet recommande au gouvernement de limiter son apport annuel au fonds mixte public-privé à 33 M\$ (67 M\$ devant provenir du secteur privé). L’apport annuel du gouvernement diminuerait donc d’environ 59 M\$. À ce montant il faut ajouter la cessation du financement d’entreprises technologiques par la SGF. Celle-ci a investi 132,5 M\$ dans des entreprises technologiques. Puisqu’on ignore son rythme d’investissement, supposons un étalement linéaire du montant au cours des sept dernières années<sup>18</sup> et, donc, un déboursé annuel moyen de 19 M\$. Le gouvernement diminuerait alors son apport annuel en CR aux secteurs technologiques de 78 M\$, ce qui est considérable.

<sup>18</sup> Cela implique que la SGF aurait commencé ses investissements dans les entreprises technologiques en 1996, ce qui semble réaliste.

Le rapport Brunet fait le pari que le secteur privé sera disposé à investir 67 M\$ par année dans ce fonds mixte. Mais il propose au gouvernement d'offrir des mesures incitatives fiscales au secteur privé. Combien coûteront ces mesures fiscales au gouvernement? On sait que le Fonds de solidarité bénéficie d'un crédit d'impôt de 15 % au provincial et de 15 % au fédéral, pour un total de 30 %. Quant au crédit d'impôt au Capital régional et coopératif Desjardins, il est de 50 %. Si on suppose que le crédit d'impôt accordé au nouveau fonds serait de 25 %, le gouvernement devrait assumer un coût fiscal annuel de 17 M\$. De plus, on ignore quel sera le coût fiscal rattaché au futur fonds privé devant investir des montants supérieurs à 20 M\$ dans les secteurs technologiques. Si on suppose que les levées de fonds et les mesures incitatives fiscales seraient du même ordre que pour le fonds mixte privé-public dédié au démarrage, il en coûterait un autre 17 M\$ au gouvernement, soit un total de 34 M\$ annuellement. Les économies réalisées par le gouvernement seraient donc ramenées à 44 M\$ (78 M\$ – 34 M\$). Il faut dire que pareil calcul confond dépenses et investissements. Les déductions fiscales font partie de la première catégorie, les placements dans les Innovatech ou les nouveaux fonds, de la deuxième.

Une autre question est de savoir si ce fonds mixte privé-public effectuerait de meilleurs investissements que les sociétés Innovatech et s'il apporterait un meilleur soutien aux entrepreneurs. On peut effectivement penser que le fonds mixte sera plus sélectif, car il ne visera que la rentabilité. En contrepartie, moins de PME technologiques seront soutenues ou créées, même si celles rejetées auraient pu réussir. En fait, la différence est là. La situation actuelle en est une où les fonds gouvernementaux misent sur de nombreux joueurs pour faire émerger quelques champions qui apporteront une contribution significative à l'économie québécoise en termes de création d'emplois, de développement technologique, etc.

Rappelons que la rentabilité du CR canadien et québécois est de beaucoup inférieure à celle du CR américain à l'étape du démarrage (mais semblable à l'Europe). Elle peut être due en partie à des facteurs conjoncturels (éclatement de la bulle Internet), ainsi qu'à un marché des PAPE défectueux. Autrement dit, les pertes actuelles de la SGF et des sociétés Innovatech sont-elles permanentes ou plutôt conjoncturelles? Est-il possible que la valeur des entreprises financées par les Innovatech et la SGF augmente substantiellement au cours des années à venir? Sinon, les sociétés privées réussiront-elles mieux si le problème est relié à la structure du marché canadien? Ceci supposerait que le gouvernement se montre simplement patient, plutôt que de se retirer aussi rapidement du CR.

Revenons maintenant au pari que fait le rapport Brunet quant à l'arrivée des SCR américaines au Québec. Le rapport Brunet suppose que les gestionnaires des SCR américaines seront intéressés à investir avec ce fonds mixte privé-public aux objectifs similaires. Cela est plausible à première vue. Néanmoins, nous avons vu que les investissements des SCR américaines ont avant tout été effectués dans les entreprises liées aux TIC et pour la plupart situées dans la région d'Ottawa. De plus, on a assisté à une forte diminution des investissements des SCR américaines en Ontario en 2003. En revanche, les investissements des SCR américaines en sciences de la vie au Québec se comparent à ceux des autres provinces. D'autre part, puisque le Québec n'est pas aussi spécialisé dans les TIC que l'Ontario, il est possible que les SCR américaines soient simplement moins intéressées par les technologies québécoises en TI ou que les entreprises concernées nécessitent des étapes de financement trop faibles pour intéresser les SCR américaines, puisque les coûts de

transaction (négociation, surveillance, etc.) sont les mêmes, peu importe la taille de l'investissement.

De plus, la proximité est un facteur de décision important pour une SCR souhaitant investir dans le démarrage d'entreprise, en vue de conseiller les dirigeants, d'assister aux réunions du CA, etc. Dans ce contexte, les SCR américaines prêtes à investir devront avoir une très grande confiance envers les gestionnaires du nouveau fonds, puisqu'elles auront à leur déléguer cette responsabilité. Le statut du nouveau fonds sera-t-il suffisant pour faire la différence?

Il est permis de douter que les SCR américaines soient prêtes à investir dans des entreprises en démarrage. Par contre, il est sans doute plus facile de les convaincre d'investir dans des entreprises en phase de développement, ce que le secteur des TIC en Ontario a réussi à faire.

En somme, la problématique est complexe et le pari que fait le rapport Brunet semble risqué, lorsqu'on considère l'ensemble du portrait.



## 11. Les régions ressources

Les régions-ressources ont une problématique qui diffère sensiblement de celle des grands centres urbains ainsi que des régions centres. Leur économie n'est que très peu diversifiée parce que basée presque exclusivement sur les ressources. Leur situation s'est détériorée au cours des trente dernières années, suite à l'arrivée de nouveaux pays producteurs de ressources ainsi que de matériaux de substitution. Elles sont désavantagées notamment à cause de leur éloignement du marché américain et de l'absence d'économies d'agglomération propres aux grandes villes. L'appréciation récente du dollar canadien face au dollar américain va rendre leur position encore plus difficile au cours des années à venir.

Les régions-ressources peuvent et doivent miser sur l'innovation pour créer et maintenir des emplois. Cependant, innover ne signifie pas uniquement oeuvrer dans les secteurs de la haute technologie. Et il y a toujours un risque à innover, quel que soit le secteur. Le financement des PME oeuvrant dans les secteurs traditionnels doit être assuré. En fait, il y a unanimité partout à travers le monde à l'effet que les financements inférieurs à 0,5 M\$ exigent une participation gouvernementale. En effet, les coûts de transaction (analyse et suivi des dossiers) font qu'il n'est pas rentable de consentir des prêts aux PME à cette échelle. Le gouvernement du Québec l'a reconnu.

D'après le rapport Secor, on comptait 421 fonds en capital de risque au Québec en 2001, dont 347 fonds locaux et régionaux.

**Tableau 17** - Fonds actifs au Québec selon l'orientation, 2001

	1996	2001
Fonds provinciaux généraux	13	37
Fonds provinciaux spécialisés	17	37
Fonds locaux et régionaux	254	347
<b>Total</b>	<b>284</b>	<b>421</b>

Source: Rapport Secor Ernst & Young

Ce sont avant tout soit des intervenants appuyés par les gouvernements, en particulier les Fonds de travailleur et Desjardins, soit les gouvernements eux-mêmes qui ont suscité la création de la totalité des fonds régionaux. Le gouvernement fédéral est intervenu par le biais des Sociétés d'aide au développement des collectivités (SADC), alors que le gouvernement du Québec créait Innovatech Régions-ressources ainsi que les Fonds locaux d'investissement (FLI). Le Fonds de solidarité est un intervenant majeur grâce aux Sociétés locales d'investissement dans le développement de l'emploi (SOLIDE) ainsi qu'aux Fonds régionaux de solidarité. Enfin, Desjardins est présent au moyen de six fonds d'investissements régionaux ainsi que de Capital

régional et coopératif Desjardins<sup>19</sup>. Ce sont essentiellement des acteurs gouvernementaux ou quasi gouvernementaux qui sont les principaux pourvoyeurs de fonds. Les fonds de pension et les investisseurs privés n'occupent qu'une place marginale.

**Tableau 18** - Principaux pourvoyeurs des 509 fonds régionaux et locaux, 2002

	Nombre de mentions	%
Fonds de solidarité	114	14,2
Gouvernement du Québec	280	34,9
Gouvernement fédéral	129	16,1
Milieu	21	2,6
Desjardins	11	1,4
Investisseurs privés	17	2,1
Caisse de dépôt et placement	12	1,5
Banques et institutions financières	80	10,0
Fonds de pension ou de retraite	2	0,2
Autofinancement	5	0,6
Autres	132	16,3
<b>Total des mentions</b>	<b>803</b>	<b>100,0</b>

Remarque: un fonds peut être soutenu par plus d'un intervenant

Source: B. Lévesque, Les fonds locaux et régionaux de développement en 2002, op. cit.

Le tableau 18 a trait au nombre d'intervenants dans les fonds et non aux montants qui y sont investis. Le tableau 19 fait ressortir encore plus clairement que ce sont essentiellement les deux gouvernements et les acteurs qu'ils supportent au moyen de la fiscalité (Desjardins et Fonds de travailleurs) qui fournissent la quasi totalité du capital aux fonds régionaux et locaux. Le privé est quasi absent avec seulement 1 % des fonds avancés.

<sup>19</sup> Pour une description et une analyse du capital de risque au niveau régional au Québec voir Benoît Lévesque et al., *Portrait du capital de développement au Québec: une première esquisse*, Économie et Solidarités, volume 34, no 1, 2003, B. Lévesque, *Originalité et impact de l'action des sociétés locales d'investissement et de développement de l'emploi (SOLIDE) sur le développement local et l'emploi au Québec*, Économie et Solidarités, volume 32, nos 1-2, 2001 B. Lévesque et al. *Les fonds régionaux et locaux de développement en 2002*, Cahiers du CRISES, octobre 2003 ainsi que le chapitre 6 du Rapport Secor Ernst & Young, op. cit.

**Tableau 19** - Source des fonds locaux et régionaux en pourcentage du total, 2001

	%
Fonds de solidarité (SOLIDE et Fonds régionaux)	35
Gouvernement du Québec (FLI, Fonds de développement régional et Innovatech Régions ressources)	15
Gouvernement fédéral (SADC et BDC)	15
Desjardins (Fonds régionaux et Capital régional et coopératif Desjardins)	35
Privé	1

Source: Rapport Secor Ernst & Young.

En fait, les efforts du gouvernement du Québec ont si bien porté fruit au cours des dix dernières années que les régions ressources sont celles qui disposaient du plus haut niveau de capital par habitant en 2002 (tableau 20). En 2002, les fonds dédiés aux régions ressources disposaient d'une capitalisation de 377 M\$, dont 100 M\$ provenaient d'Innovatech Régions ressources.

**Tableau 20** - Capitalisation des fonds (avec Innovatech) par habitant selon les grandes régions économiques, 1996 et 2002

	1996	2002
Grand Montréal	94,34 \$	137,58 \$
Sud du Québec (Estrie et centre du Québec)	164,3 \$	220,48 \$
Québec-Chaudières-Appalaches	101,94 \$	271,35 \$
Régions-ressources	148,67 \$	432,62 \$

Source: B. Lévesque, Les fonds locaux et régionaux de développement en 2002, op. cit.

Les fonds régionaux et locaux préfèrent investir par des prêts sous diverses formes : prêts garantis ou non, prêts participatifs et garanties de prêt. L'apport en capital actions n'est mentionné que par 22,3 % des répondants à l'enquête. On réalise ici que les fonds régionaux et locaux utilisent des instruments qui s'apparentent au financement bancaire plutôt qu'au capital de risque. En effet, les SCR privilégient le capital actions, ce qui implique un partage du risque et de la propriété avec l'entrepreneur. Or, les fonds régionaux et locaux recourent davantage aux prêts sans doute pour satisfaire les propriétaires de PME qui cherchent à conserver le contrôle de leur entreprise. C'est là un phénomène bien connu.

**Tableau 21** - Types d'investissements préférés par les fonds régionaux et locaux, 2002

	Nombre de mentions	%
Prêt et prêt non garanti	319	33,6
Prêt participatif	130	13,7
Garantie de prêt	91	9,6
Actions	212	22,3
Subventions/dons	110	11,6
Autres (débentures, prêts sans intérêt, capital patient, titre convertible)	86	9,1
<b>Total des réponses</b>	<b>948</b>	<b>100,0</b>

Source: B. Lévesque, Les fonds locaux et régionaux de développement en 2002, op. cit.

Actuellement, les fonds régionaux et locaux couvrent toutes les tailles d'investissements. Le Fonds de solidarité avec les SOLIDE traite les montants de moins de 50 000 \$. Ses fonds régionaux offrent les montants de plus de 100 000 \$. Les Fonds locaux d'investissement (FLI) et les fonds de développement régional (qui furent créés à l'instigation du gouvernement du Québec) de même que les SADC couvrent les montants de moins de 100 000 \$. Les sociétés Innovatech avancent les montants supérieurs à 100 000 \$. Desjardins est actif sur l'ensemble du spectre avec ses fonds régionaux et avec Capital régional et coopératif Desjardins. Enfin la BDC et la CDP sont présents dans les investissements supérieurs à 150 000 \$ ou 200 000 \$.

**Tableau 22** - Répartition des fonds régionaux et locaux selon la taille d'investissement maximum, 1996 et 2001

Investissement maximum	1996	2001
1 000 \$ à 49 999 \$	95	196
50 000 à 99 999 \$	67	18
100 000 \$ à 499 999 \$	38	81
500 000 \$ à 999 999 \$	5	5
1 000 000 \$ et plus	--	36

Source: Rapport Secor Ernst & Young.

Les fonds alloués aux FLI sont à l'heure actuelle pratiquement épuisés. Le rendez-vous national des régions a recommandé la reconduction de leur financement (100 M\$ pour cinq ans) et de celui des CRD (93 M\$ sur trois ans). La décision n'a pas encore été prise à ce sujet. Le rapport Brunet n'en fait pas mention. Il propose plutôt la création de Fonds d'initiatives régionales (FIR) à propriété mixte, chacune disposant d'un capital de 3 M\$. Le financement proviendrait aux deux tiers du gouvernement et au tiers du secteur privé. La gestion des FIR serait confiée à la

communauté d'affaires régionale et nécessiterait un apport du gouvernement de 34 M\$ et de 17 M\$ du secteur privé, pour un total de 51 M\$. Des mesures fiscales seraient requises pour inciter le secteur privé à investir dans les FIR.

Tant les secteurs traditionnels que technologiques seraient admissibles au financement des FIR. Ce sont surtout des montants de moins de 50 000 \$ qui seraient visés. En effet, il est reconnu que ces financements ne sont pas rentables aux yeux des banques, à cause des coûts élevés d'analyse et de suivi des dossiers.

Les FIR pourraient utiliser de l'équité, de la quasi-équité ou des prêts non garantis, étant donné la réticence des entrepreneurs à partager la propriété. Seul le secteur privé participerait aux profits; le gouvernement se contenterait d'un rendement minimal lui permettant de récupérer sa mise de fonds. Par contre, les pertes éventuelles devraient être assumées entièrement par le secteur privé.

Le principal avantage de ces FIR est probablement d'amener les gens d'affaires régionaux à s'impliquer dans la création de PME et ce faisant, de parrainer les nouveaux entrepreneurs.

Par contre, toutes les personnes consultées lors de la préparation de ce mémoire furent unanimes à dire qu'étant donné les coûts élevés de gestion, il était absolument impossible de rentabiliser un fonds de 3 M\$. En effet, il faut engager un minimum de personnel pour recevoir les projets, les analyser, rencontrer les entrepreneurs, préparer les dossiers pour le CA, faire le suivi des dossiers, apporter un soutien aux entrepreneurs, disposer d'un local, etc. De plus, ces fonds ne pourront pas détenir une expertise fine dans plusieurs domaines à cause de leur incapacité à constituer une masse critique d'experts. Leur valeur ajoutée par rapport à la société Innovatech Régions ressources n'est donc pas assurée puisque cette dernière dispose de cette masse critique et des réseaux pour accéder à l'expertise qui lui manque. Pour ce qui est du suivi des projets, il est possible, en revanche, que les gens d'affaires régionaux ayant investi dans la FIR offrent un support supérieur à celui d'Innovatech.

Le gouvernement semble donc confronté ici à un dilemme, soit maintenir Innovatech Régions-ressources afin de profiter d'une masse critique et d'une expertise dans la sélection des projets, soit l'abolir et risquer le rejet de bons projets mais améliorer le support aux entreprises où la FIR consent un investissement.

Plusieurs raisons militent pour le maintien d'Innovatech Régions ressources :

- Il est encore trop tôt pour évaluer l'impact d'Innovatech Régions ressources, étant donné sa courte existence;
- Les FIR ne disposent pas de la masse critique nécessaire pour bien choisir les projets et en faire le suivi. De plus, il est impossible de rentabiliser des fonds de 3 M\$, les coûts de transactions étant trop élevés;
- Le danger est grand que les FIR se montrent trop sélectifs. Des projets resteront en plan, faute de financement;

- La disparition des FLI ne se fera pas à coûts nuls.

Or, la situation actuelle des régions ressources est telle qu'elle commande un soutien gouvernemental fort aux promoteurs de projets. Certes, certains projets sont risqués, mais les écarter représente aussi un coût. Des experts ont fait remarquer que le calcul des coûts/bénéfices pour un gouvernement diffère de celui d'une entreprise privée.

Par contre, un meilleur encadrement des nouveaux entrepreneurs est essentiel. Différentes méthodes existent, dont les suivantes :

- Une approche serait de convaincre des investisseurs informels (anges) locaux d'investir dans la nouvelle entreprise. Il en existe dans les régions ressources. Ces anges seraient en mesure de conseiller et de parrainer le nouvel entrepreneur en siégeant sur le CA. Ils seraient incités à le faire par exemple grâce à une exonération du gain en capital sur leurs investissements. Contrairement à un crédit d'impôt qui est alloué sur la base d'une dépense, l'exonération ne coûterait rien à l'État. Un projet réussi crée des emplois et par conséquent des retombées fiscales. Par contre si le projet échoue, il n'y aura ni retombées fiscales ni gain en capital. Nous pensons que cette mesure pourrait au départ ne s'appliquer qu'aux régions ressources et devrait être bien balisée pour éviter les abus.
- Une seconde approche pourrait être de recourir à un organisme tel que le Groupement des chefs d'entreprise. Ce regroupement joue un rôle fort utile dans l'ensemble des régions du Québec en permettant le maillage entre entrepreneurs. Le gouvernement pourrait travailler en collaboration avec lui en vue de s'assurer que les PME des régions ressources ont accès aux ressources du Groupement.
- La troisième manière serait de mettre sur pied un organisme spécifique à cette fin dans les régions ressources. Cet organisme, dont la majeure partie du financement proviendrait du gouvernement, serait chargé d'apporter du support et des conseils aux nouveaux entrepreneurs. Pour qu'un tel organisme fonctionne, il faut qu'il soit composé d'entrepreneurs et de gestionnaires expérimentés. Il ne s'agit pas d'étendre cette formule à l'ensemble du Québec, mais plutôt de l'expérimenter dans les régions ressources. Ce sont elles qui en ont le plus besoin. Le fait de limiter aux régions ressources la création de tels organismes permettrait de contenir les coûts du programme.

Le Conseil ne prétend pas ici être exhaustif quant aux mécanismes possibles pour venir en aide aux nouveaux entrepreneurs. Il suffirait d'examiner les expériences étrangères et de voir celles qui fonctionnent bien, celles qui furent des échecs, etc. L'important est d'expérimenter et de corriger le tir au fil des années.

## 12. Constats et recommandations

Nous allons dresser ici l'ensemble des constats qui se dégagent de notre analyse du capital de risque. Par la suite, nous formulerons cinq recommandations découlant de ces constats.

- Les principaux fournisseurs de fonds en capital de risque diffèrent substantiellement, selon les pays. Aux États-Unis, ce sont les fonds de pension qui sont les principaux acteurs, alors qu'en Europe ce sont les banques qui jouent le rôle principal.
- L'industrie du capital de risque est une industrie cyclique, de sorte que les taux de rendement fluctuent énormément au fil des ans. Les taux de rendement des SCR européennes sont inférieurs à ceux des SCR américaines. Par exemple, les montants investis dans le démarrage d'entreprises en Europe n'ont dégagé qu'un maigre 5,5 % au cours des dix dernières années.
- Partout à travers le monde, les différents gouvernements sont intervenus activement afin de susciter l'apparition du capital de risque. En ce sens, les États-Unis constituent l'exception plutôt que la règle, puisque les interventions gouvernementales y ont été moins soutenues. Toutefois, même aux États-Unis, le gouvernement joue un rôle particulièrement utile au niveau des phases de prédémarrage et de démarrage des entreprises, alors qu'il apporte un soutien financier substantiel à la R-D sous de multiples formes. Mais son rôle en est un de complément, et non de substitut aux SCR, puisqu'il intervient dans des phases antérieures aux interventions des SCR. Si on exclut les États-Unis, le cas des différents pays ressemble à celui du Canada où ce sont essentiellement les interventions gouvernementales qui ont favorisé l'apparition du CR.
- Par suite de mauvais placements consentis au milieu des années 1980, les fonds de pension canadiens se sont retirés du marché du CR. Ce sont essentiellement les mesures incitatives fiscales aux fonds de travailleurs et les diverses interventions gouvernementales qui ont permis au capital de risque de prendre son envol, tant au Québec que dans l'ensemble du Canada. Au Canada, ce sont les fonds de travailleurs qui sont l'acteur majeur, peu importe la province.
- Le Québec diffère substantiellement de l'Ontario pour ce qui est de la gestion des fonds. En Ontario, les fournisseurs de fonds préfèrent confier la gestion de leurs fonds à des fonds privés indépendants.
- Les taux de rendement des SCR canadiennes sont de beaucoup inférieurs à ceux des SCR américaines, mais à certains égards semblables aux taux de rendement observés en Europe. Au cours des huit dernières années, les fonds investis en capital de risque au Canada n'ont rapporté que 6,1 %. Il est possible que la présence importante de joueurs gouvernementaux et de fonds soutenus par les gouvernements au moyen de la fiscalité soit en partie responsable de ces faibles taux de rendement parce que ces fonds poursuivent des objectifs autres que la rentabilité, à savoir le développement économique et la création d'emplois. Cependant, ce facteur est loin de tout expliquer. Plusieurs autres facteurs sont à l'œuvre, dont la moins grande spécialisation des SCR canadiennes,

l'expérience plus faible des gestionnaires de fonds canadiens, l'éclatement de la bulle technologique en 2000, survenu avant que les SCR canadiennes aient pu récolter le fruit de leurs investissements, et le fait que le marché des PAPE soit beaucoup moins dynamique au Canada qu'aux États-Unis. Un autre facteur à l'œuvre au Québec serait qu'on cherche à sortir les technologies trop rapidement des laboratoires universitaires et, par conséquent, que les SCR interviennent trop tôt pour les soutenir. Enfin, un dernier facteur serait que les investissements des SCR québécoises sont concentrés dans l'amorçage et le démarrage d'entreprises, segments de marché qui ont dégagé, tant en Europe qu'au Canada, des taux de rendement très faibles au cours des dix dernières années.

- Le capital de risque sous gestion au Québec est passé de 885 millions de dollars en 1988 à plus de 11 milliards en 2002. Il a donc été multiplié par 13 en l'espace de 14 ans. C'est au Québec que la disponibilité de capital de risque est la plus grande parmi les provinces canadiennes. De 1998 à 2002, les investissements consentis dans le démarrage d'entreprise ont formé entre 34 % et 52 % des montants investis, alors que les investissements consentis au démarrage et à l'expansion des entreprises ont représenté entre 80 % et 88 % du total. De plus, les investissements consentis aux secteurs technologiques ont fortement progressé tout au long des années 1990, pour constituer maintenant la majeure partie des investissements. Ces données confirment que le CR au Québec joue le principal rôle qu'on attend de lui, à savoir soutenir la création de PME technologiques.
- Pour ce qui est des investissements de moins de 2,5 M\$, le Québec domine nettement le reste du Canada. En fait, à lui seul, le Québec investit davantage que le reste du Canada. C'est donc dire que le Québec crée sans doute davantage de PME technologiques que le reste du Canada. Par contre, pour les investissements supérieurs à 20 M\$, la part du Québec est faible et inférieure à son poids économique. Il en découle que les SCR au Québec privilégient nettement le prédémarrage et le démarrage d'entreprises. Elles peuvent également accompagner les entreprises dans les phases initiales d'expansion pour des montants inférieurs à 20 millions de dollars. Cependant, pour des investissements supérieurs à 20 M\$, les entreprises en phase d'expansion ont plus de difficulté à obtenir du financement des SCR québécoises.
- Il est clair que l'Ontario domine le secteur des TIC au Canada. Les villes de Montréal et de Québec tirent néanmoins leur épingle du jeu pour ce qui est des investissements en TI, mais ce sont les villes d'Ottawa et de Toronto, à l'évidence, qui sont en avance. Par contre, en sciences de la vie, le Québec domine nettement l'Ontario et le reste du Canada.
- Au Québec, ce sont les joueurs gouvernementaux ou soutenus par ceux-ci, notamment les fonds de travailleurs, qui sont les principaux acteurs en CR. Les fonds privés indépendants ne jouent qu'un rôle mineur. Dans le reste du Canada, les fonds de travailleurs jouent un rôle aussi important qu'au Québec. Ce qui distingue véritablement le Québec, c'est la plus faible présence des investisseurs étrangers et le fait que les SCR qui recueillent des fonds à l'extérieur du Québec confient davantage la gestion de leurs

fonds à des SCR privées indépendantes, comme c'est très majoritairement le cas aux États-Unis.

- La question qui se pose actuellement est de savoir si le secteur privé québécois est véritablement prêt à prendre la relève du gouvernement. Dans l'état actuel des choses, il est permis d'en douter pour de multiples raisons. En fait, le gouvernement va devoir continuer à jouer un rôle très actif dans le CR. Cependant, son rôle peut et doit changer.
- Les SCR privées ont peut-être raison quand elles affirment qu'elles subissent une concurrence déloyale de la part des fonds gouvernementaux. Une autre interprétation possible est que les SCR privées se montrent encore trop timides et posent des conditions de financement qui rebutent les entrepreneurs. Cependant, ce qui est certain, c'est qu'en 2003 le financement en provenance des SCR privées a fortement chuté au Québec. Ce sont les fonds gouvernementaux et les fonds de travailleurs qui ont permis de soutenir les PME technologiques durant cette période difficile qui découle de l'éclatement de la bulle technologique. On peut donc conclure que les SCR privées se montrent frileuses lorsque la situation devient plus difficile.
- Il serait éminemment souhaitable que les SCR privées prennent davantage d'expansion et s'engagent plus activement dans le financement des entreprises technologiques, plus particulièrement dans les phases d'expansion. Cela soulève la question de savoir qui va avancer des fonds aux gestionnaires et promoteurs de ces SCR privées. À cet égard, les options sont très limitées au Québec et dans l'ensemble du Canada. En effet, par suite de la débâcle boursière des dernières années, la situation financière des fonds de pension partout en Amérique du Nord est plutôt fragile. Même la Caisse de dépôt et placement du Québec procède actuellement à une révision de son mandat, et il semble que dorénavant la mission de développement économique de la CDP sera quelque peu diluée au profit d'un rendement plus élevé. En somme, la situation n'a jamais été si peu propice à un engagement accru des fonds de pension canadiens dans le CR. De plus, contrairement aux États-Unis, le Canada et le Québec ne disposent pas de grandes entreprises technologiques et beaucoup moins de riches individus intéressés à investir en CR. Il n'y a que les banques à charte canadiennes qui pourraient s'impliquer davantage. Il est essentiel de tenir compte de ce facteur dans les changements qu'on veut introduire dans l'industrie du CR au Québec.
- Le rapport Brunet suppose que les gestionnaires des SCR américaines seront davantage intéressés à co-investir avec des SCR québécoises dans la mesure où ces dernières auront la rentabilité comme principal ou seul objectif. Cela est plausible à première vue. Cependant, l'examen des données indique que les investissements des SCR américaines ont été avant tout consentis dans les entreprises liées aux TIC et pour la plupart situées dans la région d'Ottawa. Il est donc possible que l'implication des SCR américaines en Ontario concerne avant tout des technologies liées aux TIC, où le Québec est peu présent. Si tel est le cas, il sera difficile d'amener les SCR américaines à investir au Québec en dépit des changements qu'on pourrait y apporter.

- Les régions-ressources ont une problématique qui diffère sensiblement de celle des grands centres urbains et des régions centres. Leur économie n'est que très peu diversifiée puisqu'elle est basée presque exclusivement sur les ressources. Leur situation est devenue de plus en plus difficile au cours des 30 dernières années par suite de l'arrivée de nouveaux pays producteurs de ressources et de matériaux de remplacement. Il y a toujours un risque à innover, de sorte que le financement de l'innovation par les PME œuvrant dans les secteurs traditionnels se heurte à des obstacles importants. Ce sont avant tout soit des intervenants appuyés par les gouvernements, en particulier les fonds de travailleurs et Desjardins, ou les gouvernements eux-mêmes qui ont suscité la création de la totalité des fonds régionaux et qui en sont les principaux pourvoyeurs de fonds. En fait, au cours des dix dernières années, les efforts du gouvernement du Québec ont si bien porté fruit que les régions-ressources sont celles qui disposaient de plus de capital de risque par habitant en 2002. Partout à travers le monde, il y a unanimité : le gouvernement a un rôle à jouer dans le créneau des financements inférieurs à 0,5 M\$ parce que de tels financements ne sont pas rentables pour les acteurs traditionnels, notamment les banques.
- Le rapport Brunet propose la création de fonds d'initiatives régionales (FIR) à propriété privée et publique. Le financement de ces FIR proviendrait pour deux tiers du gouvernement et pour un tiers du secteur privé. Toutes les personnes consultées lors de la préparation de ce mémoire ont été unanimes à dire qu'étant donné les coûts élevés de gestion, il serait absolument impossible de rentabiliser un fonds de 3 M\$. De plus, le second grand inconvénient est que ces fonds ne pourront pas compter sur une expertise spécialisée puisqu'ils ne disposeront pas de la masse critique nécessaire de gestionnaires experts. Par contre, la société Innovatech Régions ressources dispose de cette masse critique et des réseaux permettant d'accéder à l'expertise qui lui manque. Il en découle que la sélection des projets par les différents FIR risque fort de ne pas être aussi bonne que la première. La situation actuelle des régions-ressources est telle qu'elle commande au gouvernement d'apporter un soutien fort aux promoteurs de projets.
- Par contre, il est absolument nécessaire d'encadrer davantage ces nouveaux entrepreneurs. À cette fin, le gouvernement devrait explorer plusieurs avenues. Par exemple, une première façon serait de convaincre des investisseurs informels d'investir dans la nouvelle entreprise. Une autre manière d'aider les nouveaux entrepreneurs pourrait être de recourir à un organisme tel que le Groupement des chefs d'entreprise. La troisième façon serait de mettre sur pied un organisme destiné à cette fin dans les régions-ressources. Cet organisme, dont la majeure partie du financement proviendrait du gouvernement, serait chargé d'apporter soutien et conseils aux nouveaux entrepreneurs. Il existe sans aucun doute plusieurs autres façons de soutenir les nouvelles entreprises.

À partir de ces différents constats et des avis et études réalisés par le Conseil au cours des dernières années, un ensemble d'observations nous semblent pertinentes et incontournables :

- La phase d'amorçage doit être financée par le gouvernement, étant donné que de tels investissements ne sont pas rentables pour une SCR privée. D'ailleurs, les faibles taux de

rendement en CR au Québec s'expliquent en partie par le fait que des montants substantiels sont consentis à l'amorçage et au démarrage d'entreprise.

- Afin de bien sélectionner les projets et d'apporter une aide aux entrepreneurs, il est nécessaire que les SCR disposent de l'expertise la plus spécialisée possible. Cette expertise est grandement facilitée lorsque le fonds de CR se spécialise dans des créneaux précis, peu importe que le fonds soit public ou privé.
- Le gouvernement se doit de chercher à augmenter le taux de réussite des entreprises en démarrage. Pour y parvenir, il est nécessaire de mieux encadrer les entrepreneurs. Le recours à des SCR privées constitue un bon moyen d'y parvenir. Par contre, comme nous venons de le mentionner, il existe également d'autres façons d'y arriver.
- Il est absolument nécessaire de procéder à la création et à l'expansion d'entreprises technologiques au Québec. Cependant, ce n'est là qu'une des multiples façons d'innover. Il est tout aussi essentiel que les secteurs traditionnels, notamment les services, innover également. Ces secteurs doivent donc aussi compter sur du CR.
- Il s'avère nécessaire de clarifier les rôles du gouvernement en CR. Les SCR privées ne doivent plus se sentir en concurrence avec les SCR gouvernementales.
- Le gouvernement se doit de considérer son soutien au CR non pas comme une dépense, mais bel et bien comme un investissement structurant pour l'économie québécoise.
- Il est souhaitable de chercher à attirer davantage d'investissements des SCR étrangères au Québec.
- La problématique des régions-ressources diffère grandement de celle des autres régions. C'est pourquoi elles ont besoin d'une attention particulière et de solutions qui leur soient propres.
- Le retrait de la SGF des projets nécessitant un financement supérieur à 100 M\$ avec une participation maximale de 20 % à 30 % suppose que la SGF se retire des investissements entre 20 M\$ et 100 M\$ dans les secteurs technologiques, ce qui risque de créer un vide. En effet, hormis la CDP et le Fonds de solidarité, très peu d'acteurs au Québec ont la taille nécessaire pour soutenir de tels investissements.
- Il n'existe pas, en ce moment, de véritable analyse de l'impact des investissements en CR au Québec. Il s'avère important de distinguer entre le rendement privé et le rendement social de tels investissements. Dans le cas des SCR privées, le seul critère d'évaluation de leurs investissements est leur taux de rendement, et c'est bien ainsi. Par contre, pour le gouvernement, il en va tout autrement. Celui-ci doit également prendre en considération les emplois créés, les retombées sur la recherche, sur les autres entreprises, les retombées fiscales pour les différents gouvernements, etc.

Ayant fait tous ces constats, le Conseil formule cinq recommandations afin de permettre de soutenir la création de PME technologiques au Québec, de renforcer le tissu régional et surtout de permettre au gouvernement de soutenir l'industrie du capital de risque au Québec sans prendre de risques indus.

La première recommandation a trait à la phase d'amorçage. Le Conseil recommande au gouvernement de confier aux quatre sociétés de valorisation universitaires déjà existantes le mandat d'investir du CR dans les entreprises issues des travaux de recherche des universités. À cette fin, un montant de 50 M\$, sur une période de trois ans, serait alloué à l'ensemble des quatre sociétés de valorisation. Le gouvernement devrait également demander aux quatre sociétés de valorisation universitaires de travailler de concert pour partager leur expertise et faire du groupement de technologies. Le but poursuivi ici est de chercher à augmenter leur efficacité globale.

En revanche, le Conseil insiste pour que la période de transition concernant les Innovatech (sauf Régions ressources) soit gérée avec précaution. Pour y arriver, il est nécessaire de maintenir les sociétés Innovatech pendant les trois prochaines années. En effet, les entreprises déjà financées par les sociétés Innovatech ont besoin d'être soutenues. Un retrait brutal risque fort de ressembler à une vente de feu et de réduire la valeur des placements des sociétés. De plus, le Conseil est convaincu que le gouvernement sortira gagnant de cet exercice, car il est fort possible que le portefeuille des sociétés Innovatech prenne de la valeur au cours des années à venir. La baisse actuelle est probablement temporaire et liée à la faiblesse des titres technologiques sur les marchés boursiers, après l'éclatement de la bulle technologique. Le gouvernement doit se montrer patient. Il est important d'effectuer une transition qui n'aura pas d'effets néfastes sur les entreprises financées par les sociétés Innovatech, notamment sur celles des régions centres. Le gouvernement devra suivre leur évolution de très près au cours des prochaines années. Pendant la période de transition requise pour se départir de manière ordonnée et graduelle des investissements actuels des sociétés Innovatech, certains placements pourraient demander des réinvestissements supplémentaires. Les besoins à ce chapitre pourraient atteindre une somme de quelque 80 M\$ répartis sur les trois prochaines années.

La deuxième recommandation a trait à la mise en place d'un Fonds de fonds gouvernemental qui permettrait de soutenir les entreprises technologiques dans les phases de démarrage, d'expansion et de développement. Le gouvernement doterait ce Fonds de 200 M\$ sur trois ans. Il serait encadré par un conseil d'administration dont les membres seraient nommés par le gouvernement. Il serait géré par une équipe de gestionnaires choisis par appel d'offres et rémunérés en fonction de leur performance. Ce Fonds allouerait des fonds à des SCR privées. La mise de fonds moyenne pourrait être d'un maximum de 20 M\$ pour des SCR privées investissant dans des entreprises technologiques en démarrage et d'un maximum de 30 M\$ pour des SCR privées investissant dans des entreprises technologiques en phase d'expansion et de développement. Cela permettrait de soutenir la création d'environ 8 SCR privées, spécialisées dans divers secteurs : biotechnologies, logiciels, télécommunications, sciences de la santé, secteurs traditionnels, etc. La mise de fonds serait bien entendu conditionnelle à ce que les gestionnaires choisis puissent lever pour chaque dollar investi par le Fonds de fonds deux dollars auprès d'investisseurs privés. Autrement dit, les SCR privées lèveraient 400 millions auprès d'investisseurs privés étrangers et canadiens au cours des trois prochaines années. L'appui du

gouvernement favoriserait ainsi grandement la levée de fonds par les gestionnaires choisis sur appel d'offre, puisqu'ils pourraient faire valoir qu'ils ont déjà levé le tiers du capital. Cela augmenterait leur crédibilité auprès des investisseurs privés, notamment étrangers. C'est le modèle des SBIC américains, qui a été repris avec succès par plusieurs pays à travers le monde au cours des dix dernières années.

Il est extrêmement important que le gouvernement réalise qu'il s'agit là d'un investissement dans l'économie québécoise, et non d'une dépense. En supposant que le rendement moyen de ces SCR privées soit de 6 %, c'est-à-dire le taux de rendement obtenu par l'ensemble des SCR canadiennes au cours des huit dernières années, le gouvernement encourrait un coût nul. En effet, il leur en coûterait, pour avancer les fonds à ces SCR privées, actuellement environ 6 %, soit son coût d'emprunt sur les marchés financiers. Par contre, si le rendement était supérieur à 6 %, le gouvernement sortirait gagnant. Soyons très pessimistes et supposons que le rendement moyen de ces SCR privées serait nul, le gouvernement ne récupérant que sa mise de fonds initiale après 7 ou 8 ans. La perte annuelle pour le gouvernement ne serait que de 12 M\$ (6 % de 200 M\$). Par contre, le gouvernement récupérerait sans aucun doute cette mise de fonds grâce aux retombées fiscales découlant de la création de nouvelles entreprises. En somme, le risque est minime, sinon nul, pour le gouvernement.

La troisième recommandation du Conseil touche au retrait de la SGF du financement d'entreprises technologiques. Très peu d'acteurs au Québec disposent de suffisamment de fonds pour se permettre d'investir des montants supérieurs à 15 M\$ ou 20 M\$ dans une même entreprise. La CDP et le Fonds de solidarité sont pratiquement les seuls acteurs disposant de fonds suffisants pour consentir des investissements aussi élevés. Le retrait de la SGF va donc créer un vide. Une saine diversification du portefeuille commande aux SCR privées d'investir au maximum 5 % à 10 % de leur capital dans une même entreprise. Elles ne seront donc pas en mesure d'avancer à elles seules des montants supérieurs à 20 M\$ à une même entreprise. Le rapport Brunet recommande de recourir à la fiscalité pour créer un fonds privé spécialisé en haute technologie pour les étapes de financement de plus de 20 M\$. Il n'est pas garanti que cette stratégie fonctionnera, autrement dit que les investisseurs privés réagiront aux mesures incitatives fiscales. Comme nous l'avons démontré dans ce mémoire, les sources de fonds en CR privé au Québec sont peu nombreuses. De toute façon, même si un tel fonds se mettait en place, nous croyons éminemment souhaitable que la SGF continue à jouer un rôle actif dans les financements d'entreprises technologiques pour des montants supérieurs à 20 M\$. Bien entendu, la SGF devrait participer à ces étapes de financement comme co-investisseur, et jamais comme seul investisseur. Cela permettrait de diminuer son risque. C'est pourquoi le Conseil recommande que la SGF participe à des étapes de financement dans des entreprises technologiques pour des montants supérieurs à 20 M\$.

La quatrième recommandation du Conseil a trait aux régions-ressources. La situation des régions-ressources est très délicate et elle nécessite une attention particulière de la part du gouvernement. Le Conseil se range derrière l'avis des spécialistes en capital de risque consultés, qui ont très clairement dit que les FIR étaient condamnés au départ à ne pas être rentables, étant donné leur trop petite taille. De plus, ces FIR ne disposeront pas de l'expertise souhaitée pour consentir des investissements de manière optimale. C'est pourquoi le Conseil recommande de maintenir la société Innovatech Régions ressources, et de lui accorder d'un refinancement

maximum de 35 M\$ au cours des trois prochaines années, soit les deux tiers de l'enveloppe totale requise de 50 M\$.

Enfin, la cinquième et dernière recommandation du Conseil porte sur l'évaluation des impacts du CR au Québec. À notre connaissance, aucune étude d'impact du capital de risque au Québec n'a été réalisée à ce jour. La Banque de développement du Canada publie annuellement une étude relative aux emplois créés dans l'ensemble du Canada, mais cette étude ne fournit pas les résultats pour le Québec. Il est nécessaire que le gouvernement dispose d'études qui soient le plus détaillées possible quant aux différents impacts du CR au Québec : nombre et type d'entreprises créées, nombre et type d'emplois créés, types de recherche, impacts sur la recherche privée et publique, sur la formation des étudiants s'il y a lieu, retombées fiscales, effets d'entraînement pour l'ensemble de l'économie, etc. Ceci permettrait de mieux éclairer le gouvernement quant à l'impact et à la valeur de ses interventions en CR. Une telle étude pourrait être annuelle ou bisannuelle.

<b>Tableau synthèse</b>					
<b>Niveau de risque</b>	<b>Segment de marché</b>	<b>Sources de fonds</b>		<b>Capitalisation totale/terme</b>	<b>Modèle de gestion</b>
		<b>Gouvernement</b>	<b>Privé</b>		
++	Manufacturier/traditionnel	35 M\$	15 M\$*	50 M\$/3 ans	Innovatech Ressources
+++	Technologique (Valorisation/amorçage)	50 M\$	-	50 M\$/3 ans	Sociétés de valorisation
++	Technologique (Démarrage)	100 M\$	200 M\$	300 M\$/3 ans	Fonds de fonds
+	Technologique (Expansion/développement)	100 M\$	200 M\$	300 M\$/3 ans	Fonds de fonds
++	Technologique (Transition)	80 M\$	-	80 M\$/3 ans	Sociétés Innovatech

\*Les fonds privés pourraient provenir des anges financiers.

## Annexe 1

### Membres du Conseil de la science et de la technologie

#### **Présidente**

TREMBLAY, Hélène P.  
Présidente  
Conseil de la science et de la technologie

#### **Membres**

AVERY, Maurice  
Président  
Soft Innove inc.

BEAUCHAMP, André  
Consultant  
Montréal

BENOÎT, Claude  
Présidente et chef de la direction  
Société du Vieux-Port de Montréal  
Centre des sciences de Montréal

BONICALZI, Francine  
Présidente-directrice générale  
Technopole - Vallée du Saint-Maurice

DANDURAND, Louise  
Présidente-directrice générale  
Fonds québécois de la recherche sur la société et la culture – FQRSC

FRENETTE, Jean-Guy  
Consultant  
Montréal

GODBOUT, Martin  
Président  
Hodran inc.  
Président et directeur général  
Génome Canada

JULIEN, Pierre-André  
Professeur et titulaire de la Chaire Bombardier  
Institut de recherche sur les PME  
Université du Québec à Trois-Rivières

LAFLEUR, Nicole  
Directrice générale  
Cégep de Lévis-Lauzon

MOUSTAPHA, Hany  
Senior Fellow et directeur  
Programme Technologie, formation technique et collaboration  
Pratt & Whitney Canada

NICOLAS, Jean  
Professeur titulaire, département de génie mécanique  
Université de Sherbrooke

POUSSART, Denis  
Professeur, département de génie électrique et de génie informatique  
Université Laval

PROULX, Jean-Marc  
Président-directeur général  
Gestion Valeo s.e.c.

QUESNEL, Louise  
Vice-doyenne - Affaires extérieures  
Faculté de génie et d'informatique  
Université Concordia

### **Observateurs**

BABIN, Jacques  
Sous-ministre adjoint à la Politique scientifique  
Ministère du Développement économique et régional  
Mission Recherche, Science et Technologie

DEMERS, Gilles  
Sous-ministre adjoint à l'industrie  
Ministère du Développement économique et régional

DESROCHERS, Michel  
Directeur général  
Institut de recherche en biotechnologie

### **Secrétaire générale**

D'ANNUNZIO, Suzanne  
Conseil de la science et de la techno

## Annexe 2

### Groupe de travail ad hoc sur le capital de risque

#### **Présidente**

**Tremblay, Hélène P.**

Présidente

Conseil de la science et de la technologie

#### **Membres**

**Beaudoin, Robert**

Directeur de l'Institut de recherche sur la PME

Université du Québec à Trois-Rivières

**Desrochers, Jean**

Professeur, département de finance

Université de Sherbrooke

**Godbout, Martin**

Président, Hodran inc.

Président et directeur général, Génome Canada

**Lévesque, Benoît**

Professeur, département de sociologie

Université du Québec à Montréal

**Proulx, Jean-Marc**

Président-directeur général

Gestion Valeo s.e.c.

**St-Cyr, Louise**

Professeure et titulaire de la Chaire de développement et de relève de la PME

École des Hautes Études commerciales

#### **Personne invitée**

**Hamel, Bernard**

Président GTI Capital

GTI Capital

#### **Coordonnateur et rédacteur du mémoire**

**Lebeau, Daniel**

Agent de recherche

Conseil de la science et de la technologie



## Lexique

<i>Capital de risque :</i>	Forme spécialisée d'équité privée caractérisée surtout par des investissements risqués dans de jeunes entreprises en émergence ou en croissance dans des secteurs technologiques.
<i>Équité privée :</i>	Inclut tous les investissements sous forme d'équité ou de quasi-équité dans le capital de risque ainsi que dans les acquisitions, rachats et consolidation d'entreprise.
<i>Investisseur informel :</i>	Se dit d'un individu disposant d'un actif net élevé qui est disposé à investir dans le capital de risque, en particulier dans les premières phases. On les appelle communément des anges.
<i>Fonds sous gestion :</i>	Valeur totale des ressources financières, à la fois les montants investis et non investis, d'un fonds d'équité privée.
<i>Co-investissement :</i>	Transaction qui implique deux investisseurs ou plus. Aussi connue sous le nom de syndication.
<i>Fonds de fonds :</i>	Un véhicule d'investissements intermédiaires auquel des individus et des investisseurs institutionnels confient des fonds en vue de les allouer subséquemment à des fonds privés de capital de risque.
<i>Capital mezzanine :</i>	Forme spécialisée d'équité privée caractérisée principalement par le recours à des instruments de dette subordonnée qui sont investis en majeure partie dans des fonds spécialisés dans le rachat ou la consolidation d'entreprise.

### **Types d'investisseurs**

<i>Fonds d'entreprises :</i>	Filiales d'entreprises industrielles ou financières. Au Québec, les banques à charte et Desjardins font partie de cette catégorie.
<i>Fonds gouvernementaux :</i>	Fonds qui appartiennent au gouvernement.
<i>Investisseurs institutionnels :</i>	Fonds dirigés à l'intérieur de grandes entreprises. Cette catégorie comprend les fonds de pension, tels la Caisse de dépôt et de placement (CDP), les compagnies d'assurance-vie, les fondations, les fonds mutuels et autres institutions non financières qui avancent des fonds en capital de risque.

<i>Fonds de travailleurs :</i>	Fonds établis par des syndicats qui lèvent des fonds auprès des individus grâce à l'aide fiscale des gouvernements.
<i>Fonds privés indépendants :</i>	Fonds structurés sous forme de sociétés en commandite où la gestion des fonds est confiée à des gestionnaires et dont les fonds proviennent de différentes sources (fonds de pension, institutions financières, fondations, etc.).
<i>Investisseurs étrangers :</i>	Divers types de fonds étrangers qui investissent au Canada.

### **Étapes de développement**

<i>Amorçage :</i>	Entreprise qui n'a pas encore commencé ses opérations commerciales et qui a besoin de financement pour la recherche et le développement. On qualifie aussi souvent cette phase de pré-démarrage ou de valorisation.
<i>Démarrage :</i>	Entreprise qui débute ses opérations et qui a besoin de capitaux pour le développement de produits, les premières étapes de marketing, etc.
<i>Croissance :</i>	Entreprise qui a commencé le marketing et qui a besoin de capitaux pour atteindre la production et la commercialisation à grande échelle.
<i>Développement :</i>	Entreprise qui a besoin de capitaux pour accroître ses capacités de production, de marketing et de ventes. On qualifie souvent d'expansion cette phase.
<i>Acquisition/rachat :</i>	Entreprise qui a besoin de capitaux pour acheter une autre entreprise. Les fonds peuvent également servir à un rachat de l'entreprise par les cadres dirigeants.
<i>Redressement :</i>	Entreprise établie qui a besoin de fonds pour faire face à une situation temporaire ou financière urgente.

*Source: Mary Macdonald & Associates.*