



# **Les déterminants de la performance du capital de risque canadien**

**Gilles Duruflé**

---

**Présentation  
Juin 2006**

**Analyse des rendements**

## Questions clés

Comment qualifier l'historique des rendements ?



## Inclus dans le rapport

Analyse comparative des rendements nets

**Impact des Caractéristiques et du comportement de l'industrie**

Comment les pratiques de l'industrie canadienne se comparent-elles à celles des meilleurs fonds américains ?



Analyse quantitative et qualitative des pratiques de notre industrie comparées aux "meilleures pratiques"

**Le projet a été**

- conçu et organisé par CVCA,
- financé par CVCA et Sommet 2000,
- réalisé par Dr Gilles Duruflé sous contrat avec CVCA

- **Analyse quantitative**
  - Thomson Financial
  - Bases de données et calculs spéciaux
- **Recherche**
  - Recherche universitaire : Lerner/Gompers
  - McKinsey
  - Macdonald & Ass.
- **Entretiens approfondis**
  - Gestionnaires canadiens : 10 fonds privés indépendants, 6 autres
  - Gestionnaires américains
  - LPs

**Nous tenons à souligner la contribution spéciale :**

- des gestionnaires rencontrés pour leur temps et leurs points de vue
- du comité de supervision de CVCA pour ses conseils et commentaires
- de Thomson Financial pour l'accès aux bases de données et les calculs spéciaux

- **Les rendements de l'industrie du capital de risque**
  - L'industrie américaine a de très bons rendements d'ensemble, tirés par le premier quartile
  - Les États-Unis surperforment l'Europe à tous égards. Cependant le premier quartile européen est une catégorie d'actifs performante
  - L'industrie canadienne dans son ensemble n'est pas encore performante, cependant le premier quartile est une catégorie d'actifs performante
- **La performance canadienne est influencée par les éléments suivants :**
  - L'industrie est jeune et la période n'a pas été favorable
  - Le processus de sélection pour diriger les capitaux vers les bons gestionnaires n'est pas encore efficace
  - Beaucoup de fonds sont (trop) petits
  - L'allocation du capital par stades apparaît inefficace et les financements sont trop petits
  - Les sorties sont trop petites – Il nous faut bâtir des compagnies solides selon les normes globales

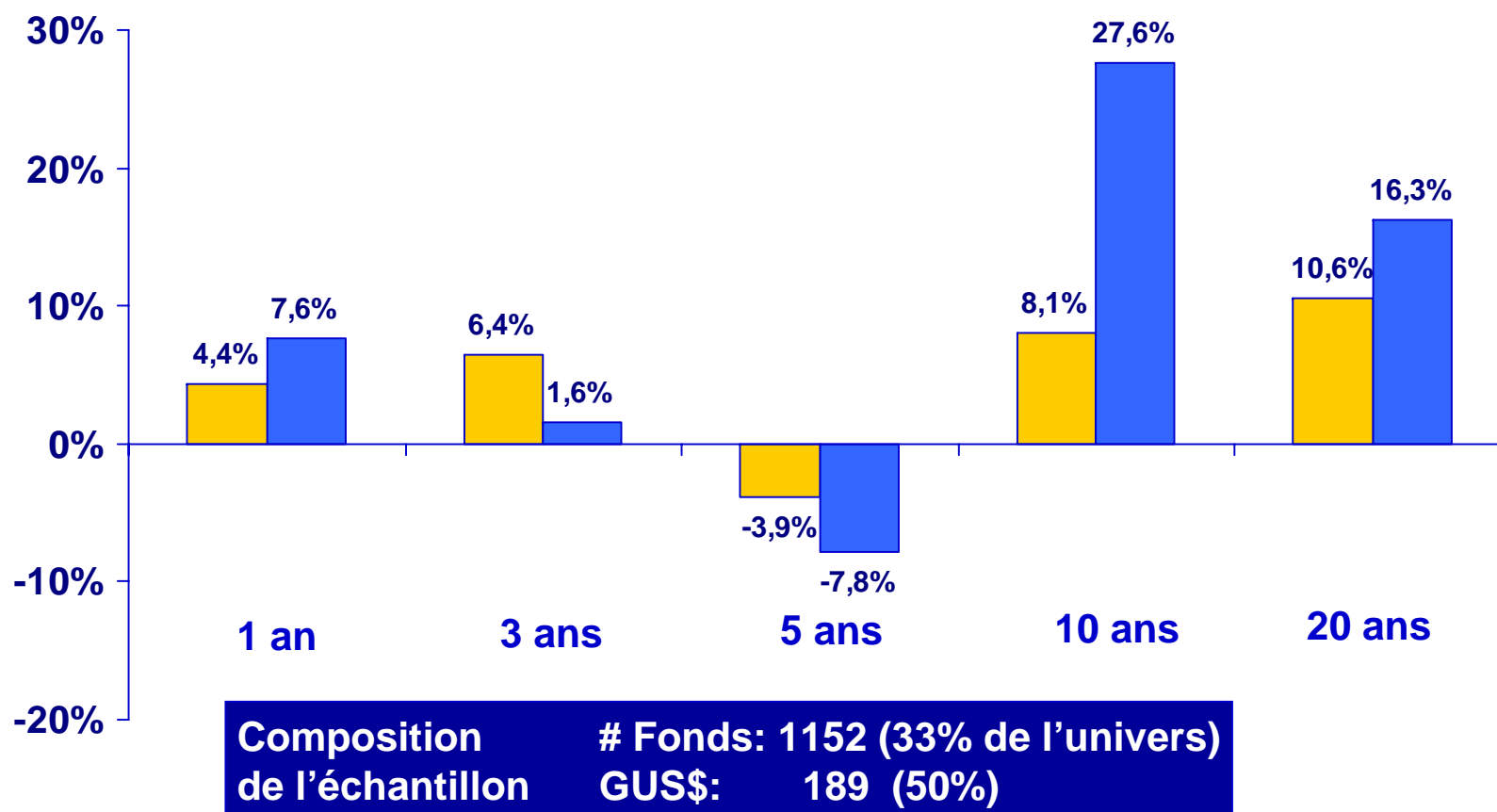
## Recommandations

- **Relever la barre à tous les niveaux**
  - Compagnies en portefeuille – entrepreneurs, gestionnaires, conseils d'administration : avoir des ambitions globales
  - Compagnies de CR – gestionnaires, accès aux ressources globales, taille
  - Investisseurs (LP) – maturité du processus de sélection
- **Adopter les meilleures pratiques et ressources nord-américaines**

# Sur le long terme, le CR américain a été une classe d'actif performante

## Rendements par période du CR américain

■ CR US  
■ S&P 500

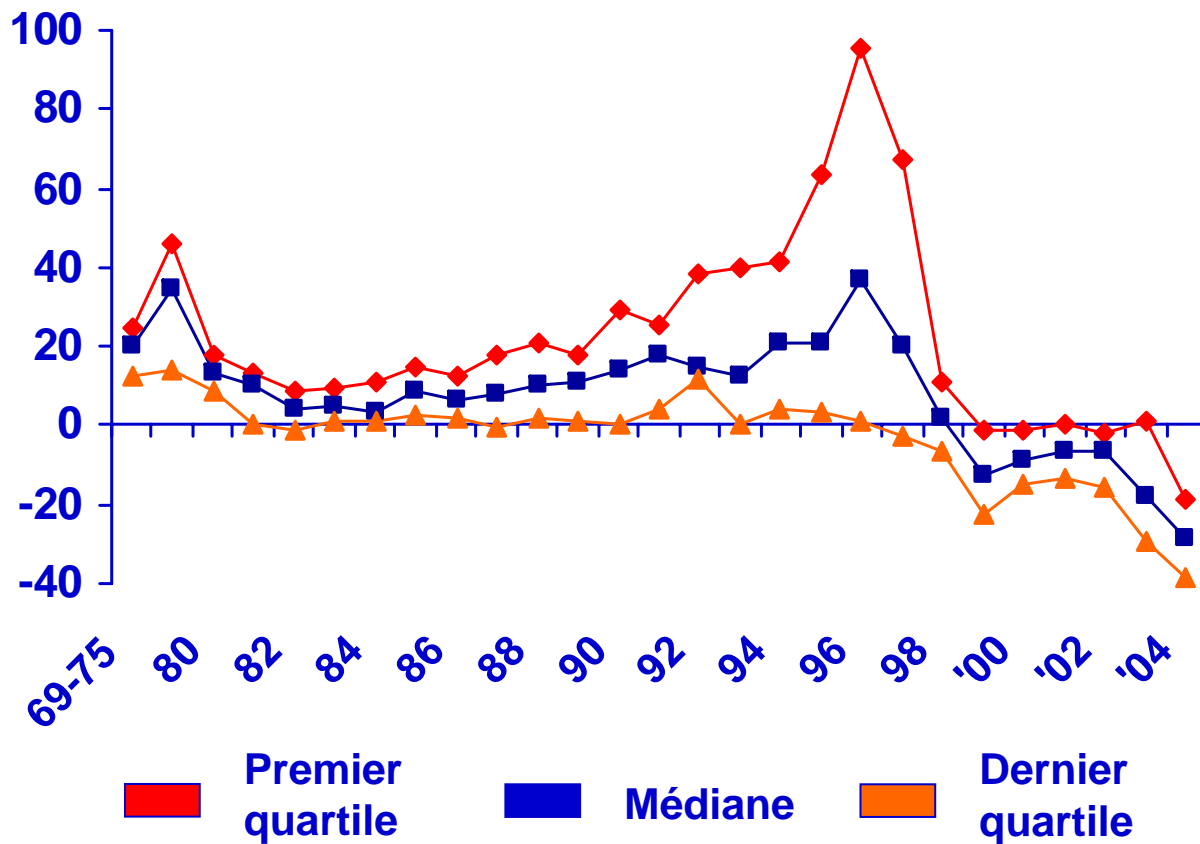


On soutient parfois que les rendements pourraient être biaisés vers le haut parce que les fonds non-performants tendraient à ne pas rapporter. Cette possibilité n'est pas démontrée mais doit être gardée à l'esprit lorsqu'on interprète les résultats.

# Cependant, cette performance varie fortement...

## par cuvée et par quartile

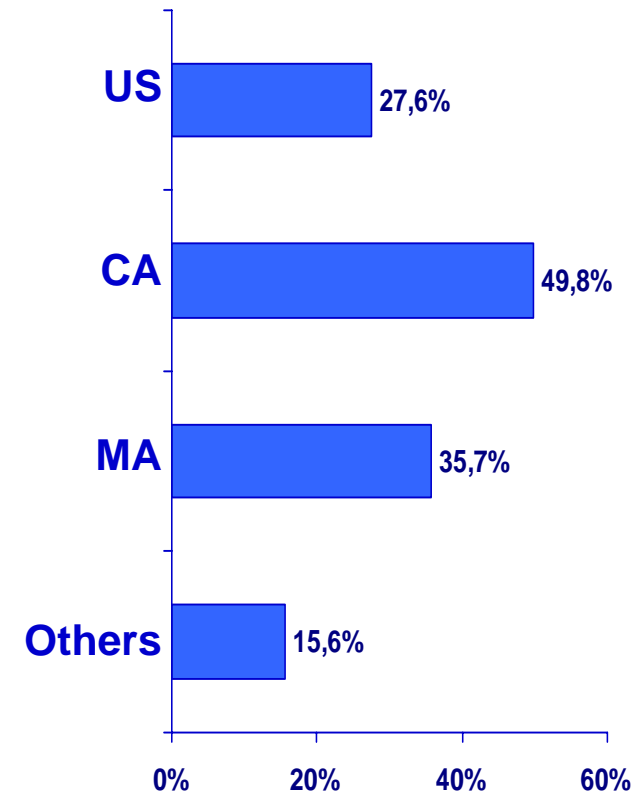
Rendements annuels cumulés par cuvée et par quartile



\*limite inférieure du premier quartile et supérieure du dernier quartile

## Et par géographie

Rendements sur 10 ans



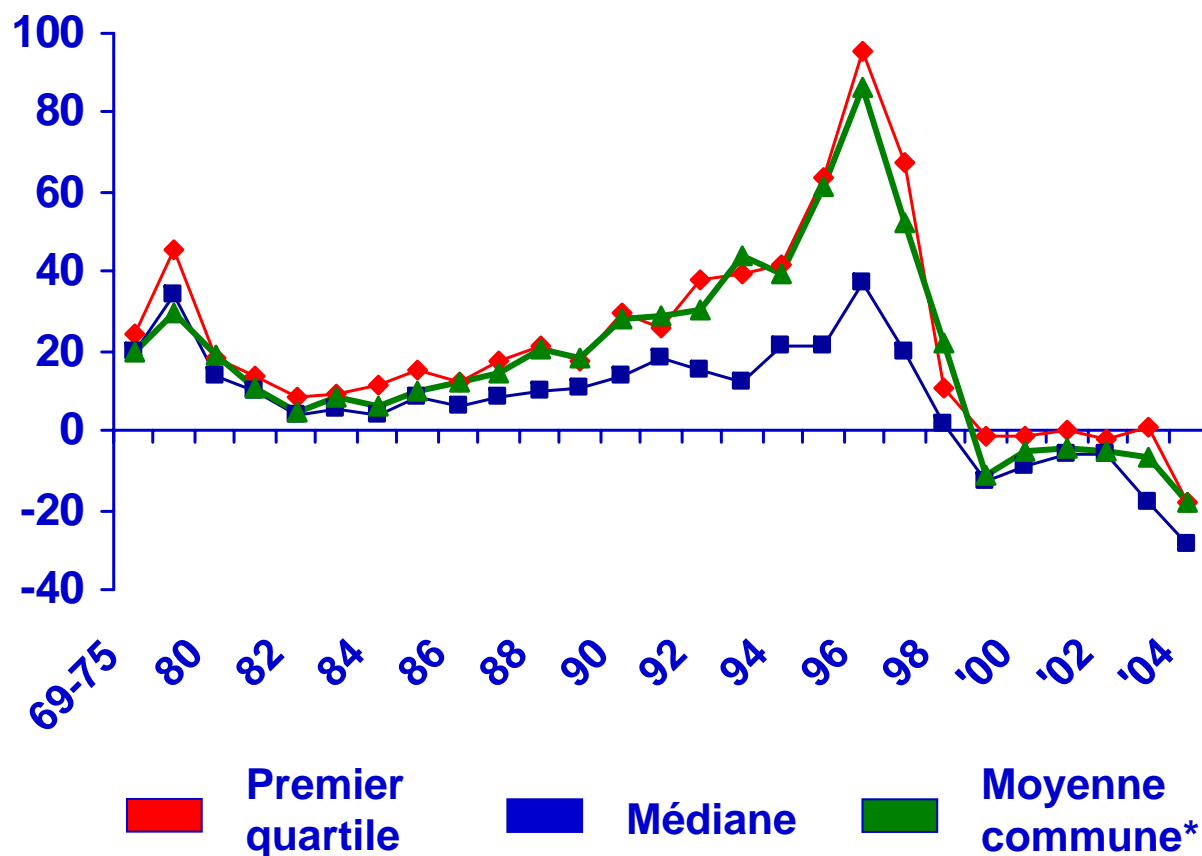
# É-U : La performance est principalement due au 1<sup>er</sup> quartile

## Les capitaux sont dirigés vers les gestionnaires performants

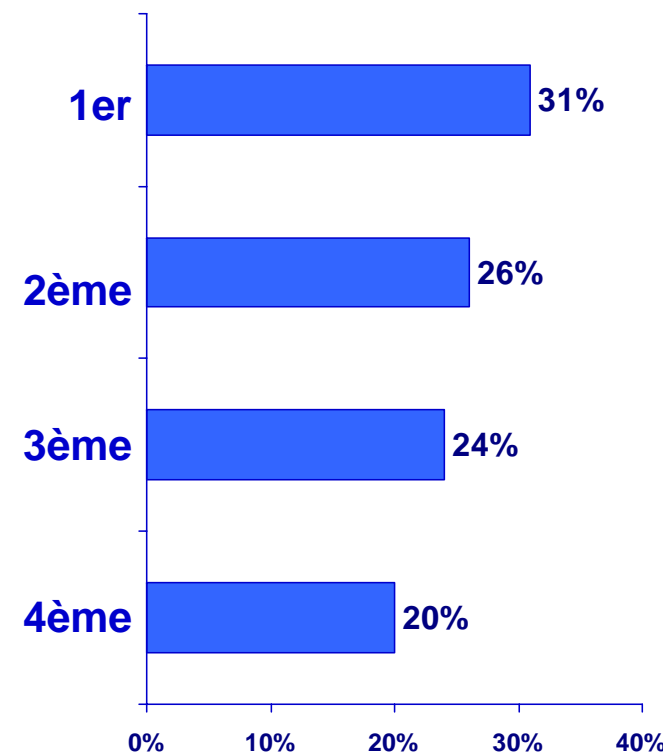
La moyenne commune\* suit le 1<sup>er</sup> quartile

Le 1<sup>er</sup> quartile est le plus gros

Rendements annuels cumulés par cuvée



Poids (\$) des quartiles



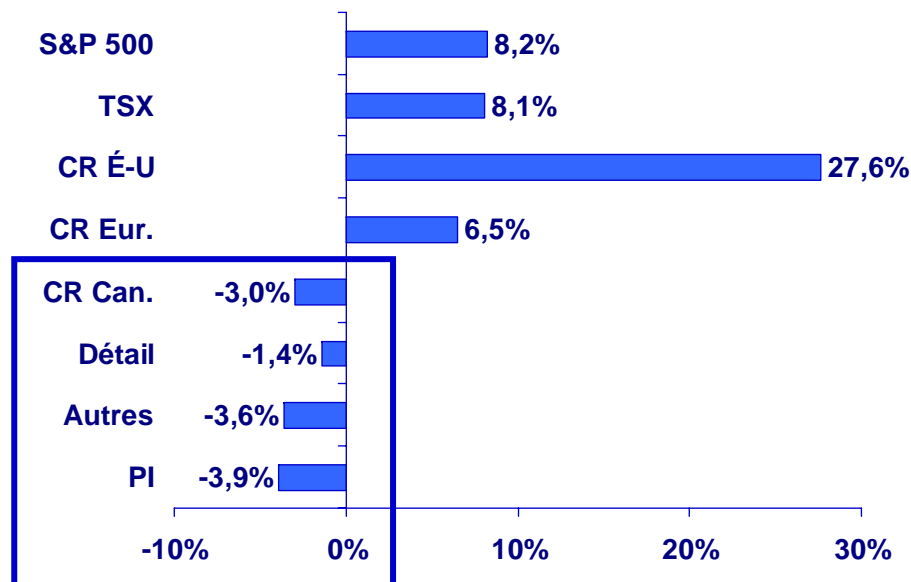
\* "pooled average"

# Globalement, le CR canadien n'est pas encore une classe d'actifs performante

## Cependant, la moy. commune du 1<sup>er</sup> quartile surperforme les indices par >5%

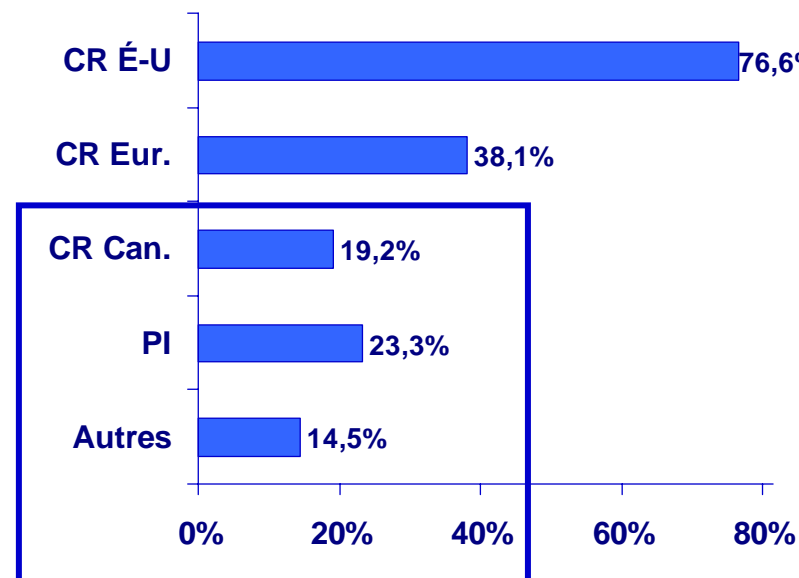
### Rendements sur 10 ans

#### Tous les fonds



Globalement, la différence entre les types de fonds au Canada n'est pas très significative

#### 1<sup>er</sup> quartile\*



La moyenne commune du 1<sup>er</sup> quartile canadien est bien au-dessus du TSX et du S&P

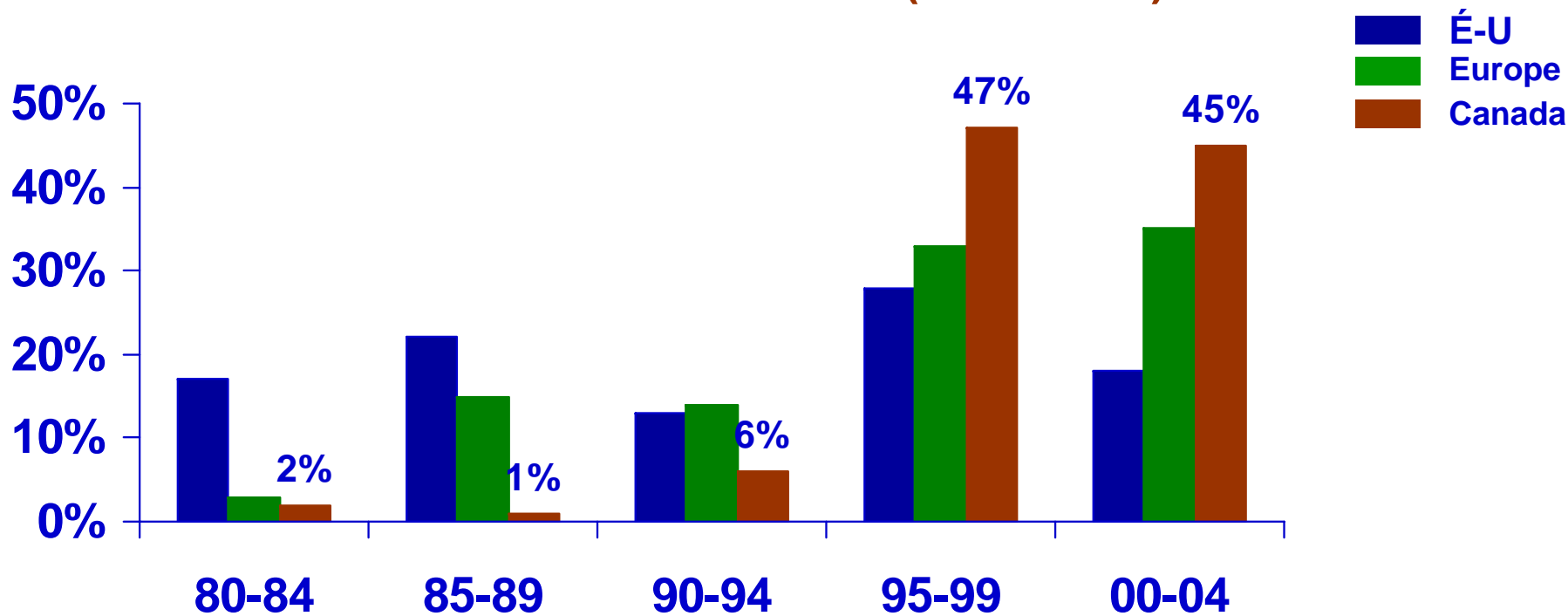
L'échantillon canadien comprend 126 fonds (60 % de l'univers)

Comme l'échantillon canadien est plus grand, il est moins sujet à des biais que l'échantillon américain ne pourrait l'être

\*Pour les É-U et l'Europe : moyenne commune (« pooled average ») des fonds inclus dans le 1<sup>er</sup> quartile de leur cuvée. Pour le Canada : moyenne arithmétique des 25% de fonds les plus performants (approximation)

# L'industrie canadienne est très récente et la période ne lui a pas été favorable

## Distribution de l'échantillon (# de fonds)



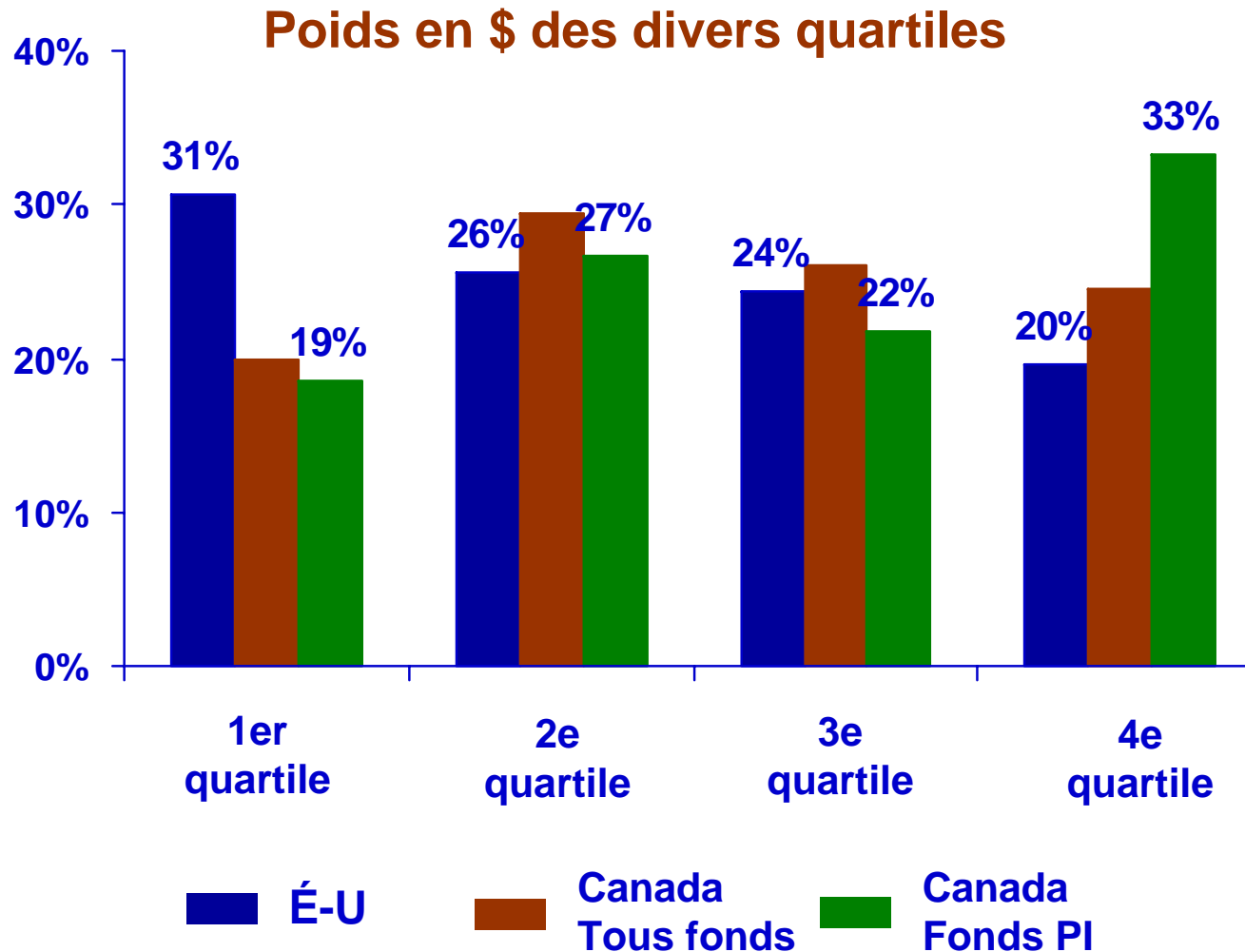
### Les fonds formés avant 1995 représentent

- 46% de l'échantillon aux É-U
- 32% en Europe
- Et seulement 8% au Canada

### La période explique

- 11% des 31% de différence entre le Canada et les É-U
- 7% des 10% de différence entre le Canada et l'Europe

# Processus de sélection : les capitaux ne sont pas encore concentrés sur les meilleurs gestionnaires



**Le plus gros quartile est le 1<sup>er</sup> quartile aux É-U  
et le 4<sup>e</sup> pour les fonds PI au Canada**

- **Les meilleurs fonds :**
  - Entrent tôt dans les secteurs émergents
  - Font de nombreux petits paris
  - Se concentrent sur les gagnants
    - Petit nombre d'investissements très performants
    - Sont rapides à s'éloigner des investissements non performants
  - Sont des bâtisseurs d'entreprises
  - Orchestrent rapidement des sorties à des valeurs élevées
- **Pour y parvenir, ils s'appuient sur des associés très expérimentés qui disposent**
  - d'une connaissance opérationnelle et sectorielle vaste et approfondie
  - de réseaux stratégiques étendus

**Cette épure est maintenant largement acceptée au sein de l'industrie canadienne du CR , mais n'est pas encore totalement mise en œuvre**

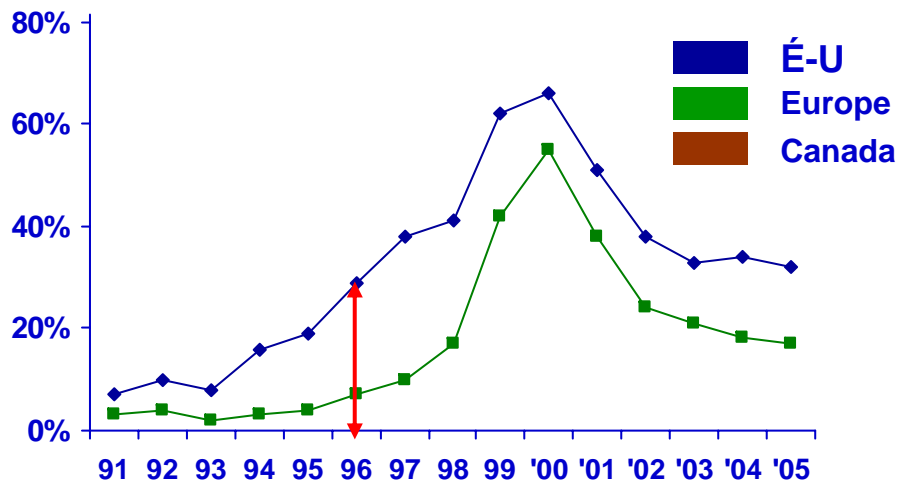
- Où en est on ?
- Quels sont les obstacles ?
- Quelles recommandations ?

Source : McKinsey, Gompers & Lerner, due diligence de fonds, entretiens

# Sélections des secteurs : les faits

## Canadiens et européens sont plus lents à entrer dans de nouveaux secteurs

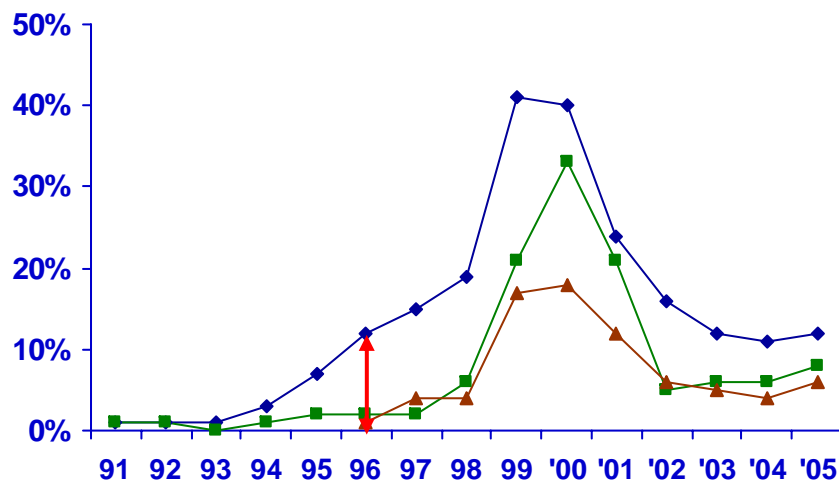
### Firmes de CR investissant dans des cibles Internet



En 1996,

- 30% des firmes américaines de CR investissaient dans des compagnies reliées à Internet
- 7% en Europe
- Pratiquement aucune au Canada (voir graphique du bas, données non disponibles pour le graphique du haut)

### Investissements de CR (\$) dans des cibles Internet



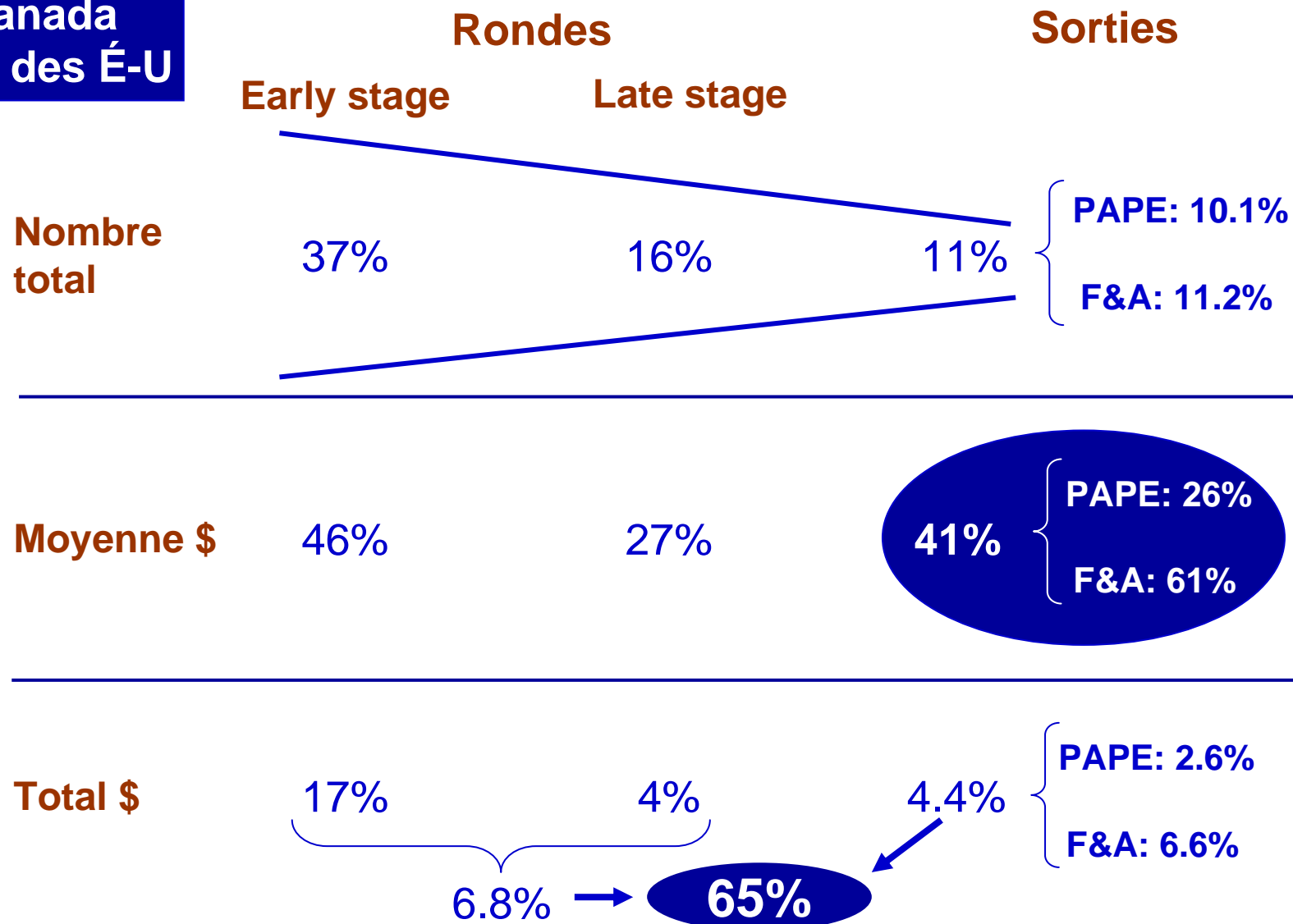
## Les faits

- **Les fonds de CR canadiens tendent à :**
  - Se concentrer sur les « early stage »
  - Investir moins fréquemment dans les « late stage » et avec des montants beaucoup plus petits
- **Un plus petit nombre de sorties et avec des valeurs beaucoup plus petites**
- **Les valeurs de sortie sur le marché américain sont beaucoup plus grosses**
  - Le CR israélien bénéficie d'une plus grande proportion de sorties aux É-U
- **Les fonds étrangers semblent jouer un rôle très important au Canada en :**
  - Finançant des rondes plus grandes
  - Faisant arriver les sorties
  - Obtenant de meilleures valeurs à la sortie
- **Le CR de risque canadien a un petit nombre de grands gagnants (10x+) et est plus lent à se détourner des investissements non performants**
- **Les gestionnaires de CR canadiens tendent à être moins exigeants que leurs vis à vis américains**
- **Leurs profils d'associés ne sont pas au niveau de ceux des fonds américains les plus performants**

# Pipeline et sorties : Canada et É-U

Plus de rondes, moins de sorties, des valeurs de sortie plus basses, des multiples plus faibles

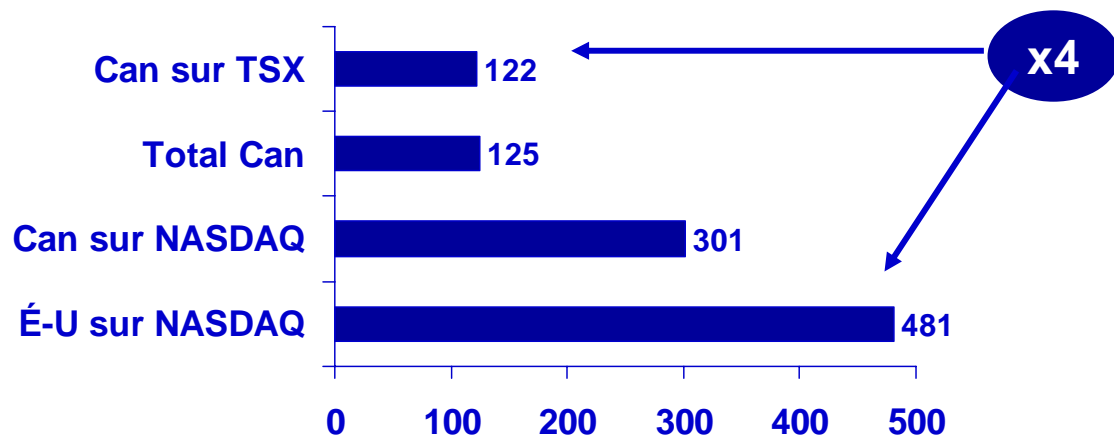
**Le Canada en % des É-U**



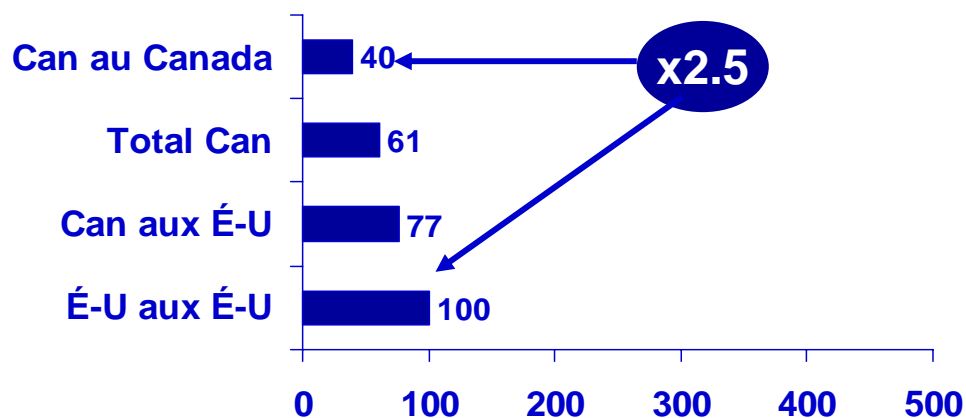
Données 2002-2005– Source : Thomson Macdonald  
Valeurs extrapolées à partir des données divulguées

# Les valeurs de sortie sont beaucoup plus élevées aux É-U

## Valeur moy. « pre-money » au PAPE (MCan\$)



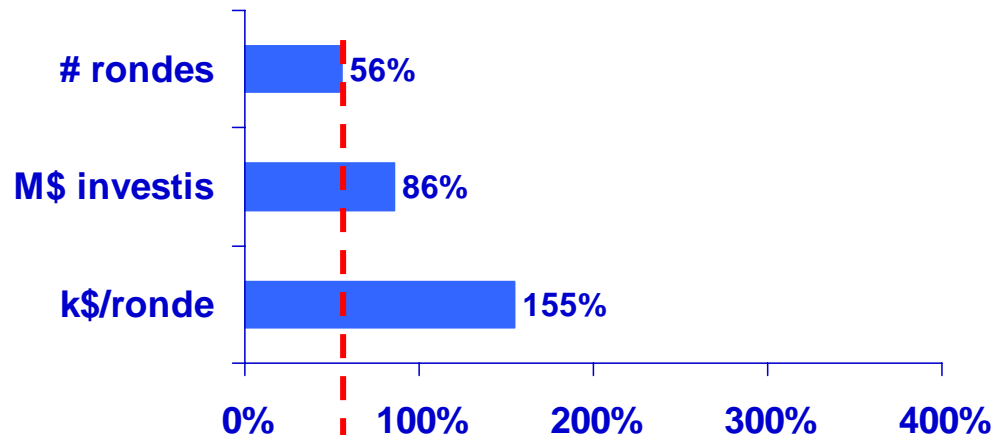
## Prix d'achat moyen (MCan\$)



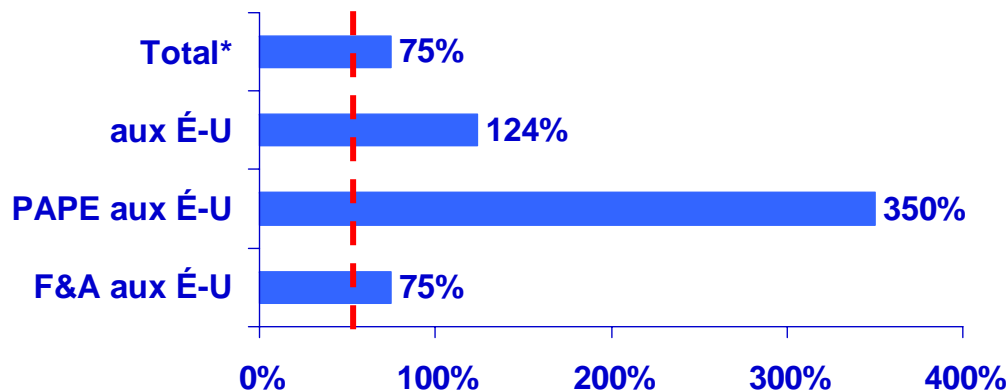
- Les valeurs de sortie au Canada sont beaucoup plus faibles qu'aux É-U
- Pour obtenir de bonnes valeurs de sortie, les cibles doivent satisfaire aux normes du NASDAQ ou intéresser un acheteur global
- Les valeurs de sortie de cibles canadiennes aux É-U demeurent plus faibles que la moyenne des sorties américaines

# Une partie du succès d'Israël est due à sa capacité de bâtir des sorties aux É-U

## Comparaison : Israël en % du Canada Investissements de CR



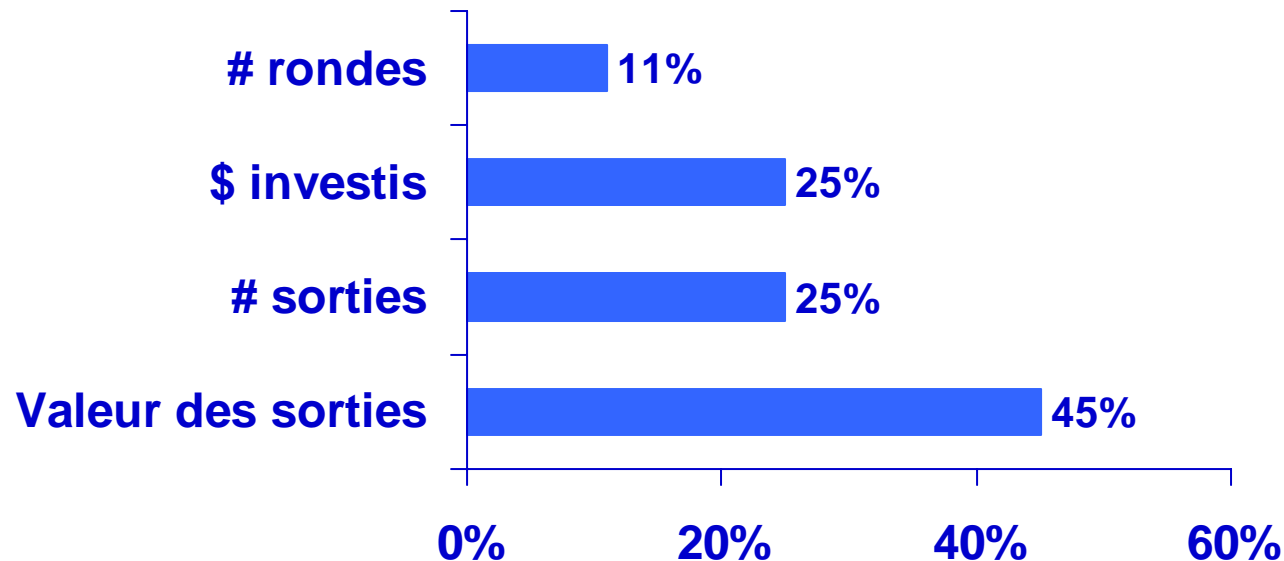
## Nombre de sorties (2002-2005)



### Israël :

- finance 44% de moins de rondes que le Canada
- a 25% de moins de sorties (total) et 24 % de plus de sorties aux É-U
- 64% des sorties israéliennes sont aux É-U contre 38% pour les sorties canadiennes

## Participation d'investisseurs étrangers dans les investissements et les sorties canadiens



- La valeur moyenne de sortie pour une compagnie qui a des investisseurs étrangers est 2,5 fois plus élevée que pour les compagnies qui n'en ont pas

## La méthodologie de ghSmart

- ghSmart sert une majorité de fonds de placements privés de premier rang
- La firme est le premier fournisseur de services de gestion des talents pour les joueurs de placement privé et de CR
- Son approche quantitative permet de faire des comparaisons entre les É-U et le Canada
- La firme utilise les attentes des investisseurs pour noter les équipes de gestionnaires lors des revues diligentes

## Quelques conclusions à haut niveau

- Les investisseurs américains sont plus exigeants que leurs vis à vis canadiens
- Il existe des écarts de talent significatifs entre compagnies canadiennes et américaines pour ce qui est des gestionnaires seniors
- Il y a des approches différentes entre gestionnaires américains et canadiens

# Les investisseurs canadiens sont moins exigeants

Source: ghSmart

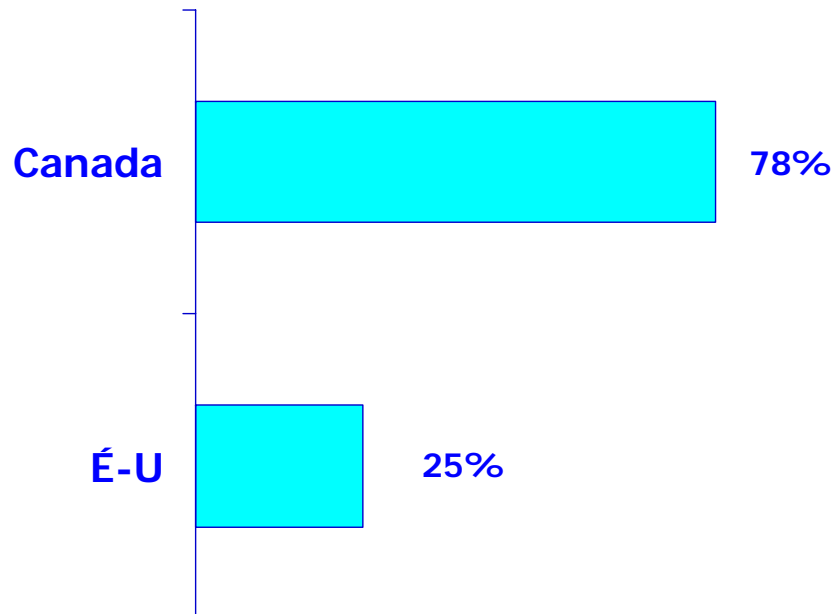
## Attentes

Les attentes canadiennes sont (généralement) moins ambitieuses que les américaines

- Horizons plus longs
- Objectifs de revenus plus bas
- Moins d'objectifs de croissance (expansions, F&A)
- Moins de plans de secours

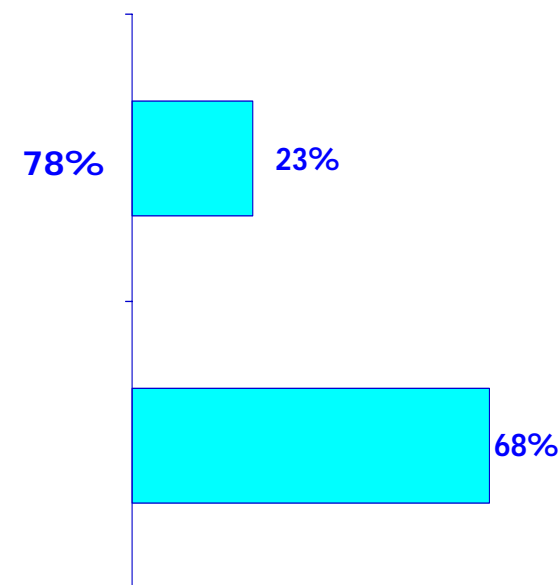
## Équipes

Investissent dans des équipes B :



## Revue diligente

Revue diligente du management avant l'investissement :



# Profil des associés

## Talent, expertise de domaine, expérience opérationnelle, réseaux

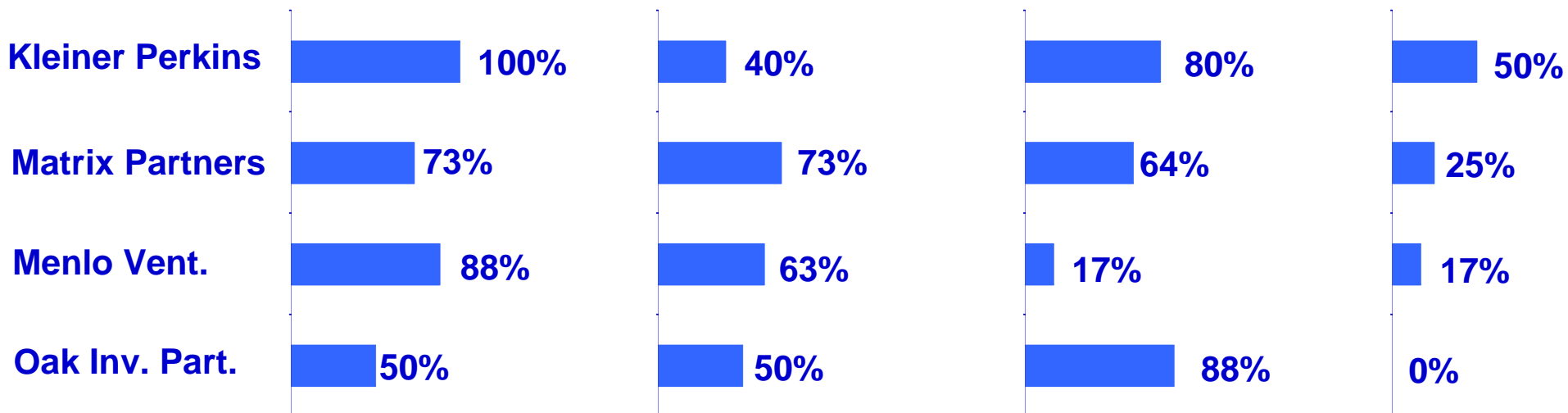
Les meilleurs fonds s'appuient sur des associés très expérimentés qui disposent d'une connaissance opérationnelle et de secteurs vaste et approfondie et de réseaux stratégiques étendus

### Nombre d'associés avec

Un diplôme technique universitaire  
1<sup>er</sup> cycle                      2<sup>e</sup> cycle

Expérience  
opérationnelle

Expérience  
de CEO/COO



Source: Sites web, analyse McKinsey

# Les canadiens sont plus lents à entrer dans de nouveaux secteur – Pourquoi ?

Basé sur  
les entretiens

Pourquoi ?	Solutions proposées	Obstacles
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ La base technologique est plus petite au Canada</li> <li>■ Le deal flow par segments est plus faible</li> <li>■ Plus faible expertise de domaine parmi les gestionnaire de CR               <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Connaissances de secteurs</li> <li>■ Réseaux</li> </ul> </li> <li>■ Concentration géographique ou sectorielle ?</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Équipes spécialisées (même dans les fonds diversifiés)               <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Recruter des associés avec expérience opérationnelle, expertise de domaine et réseaux</li> <li>■ Investir pour bâtir expertise de domaine et réseaux</li> <li>■ Se concentrer sur des domaines spécifiques et investir globalement</li> <li>■ Viser des domaines où il existe une expertise et un deal flow canadiens</li> </ul> </li> <li>■ Faire équipe avec des équipes et des fonds spécialisés               <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Visée nord-américaine</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Petits fonds</li> <li>■ Les grands fonds sont souvent généralistes</li> <li>■ Limitations géographiques :               <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Restreint l'accès aux ressources spécialisées</li> <li>■ Absence de réciprocité</li> </ul> </li> <li>■ De nombreux gestionnaires sont de profil financier</li> <li>■ Réseaux et focus trop locaux et non spécialisés</li> </ul>

# Un dysfonctionnement du pipeline

## Pourquoi ?

### Concentration sur le ES

- Les petits fonds se concentrent sur le « early stage » (ES)
- Certains fonds ont pour mission de stimuler les démarrages de façon large

### Management plus faible

- Moins d'expérience et de connections
- Moins agressif
- Moins d'entrepreneurs à répétition
- Moins d'équipes A

### Plus lent à bâtir les cles

- Investit de petits montants
- Savoir faire et ressources limitées

### Sorties trop précoces

- Fonds PI trop petits
  - Manque d'argent pour bâtir les gagnants
- Fonds PI sont jeunes
  - Sorties rapides pour lever le fonds suivant
- L'écosystème canadien est averse au risque
  - Gestionnaires de CR
  - Entrepreneurs
  - Gestionnaires des cles

### Solutions proposées

- Des fonds plus gros
- Prendre plus de risque
- Se concentrer, pleinement financer et bâtir des gagnants
- Revoir le positionnement des fonds non-PI
- Attirer de bons fonds américains

### Manque d'argent pour les stades tardifs ?

- Fonds PI trop petits
- Autres fonds:
  - Moins équipés pour prendre le lead
  - Pour certains : pas dans leur mission
- Fonds américains
  - Nécessité de bâtir la compagnie pour attirer les bons fonds

## Limite les montants par compagnie

- Impact sur les rendements
  - Limite les montants investis dans les gagnants et la détention à la sortie
  - Recherche de sorties rapides avec des multiples plus faibles
- Impact on les investissements
  - Recherche d'une sortie rapide
  - Implique des syndicats nombreux : prend du temps, difficile à gérer

## Limite les ressources de l'équipe

- Expertise
- Réseaux

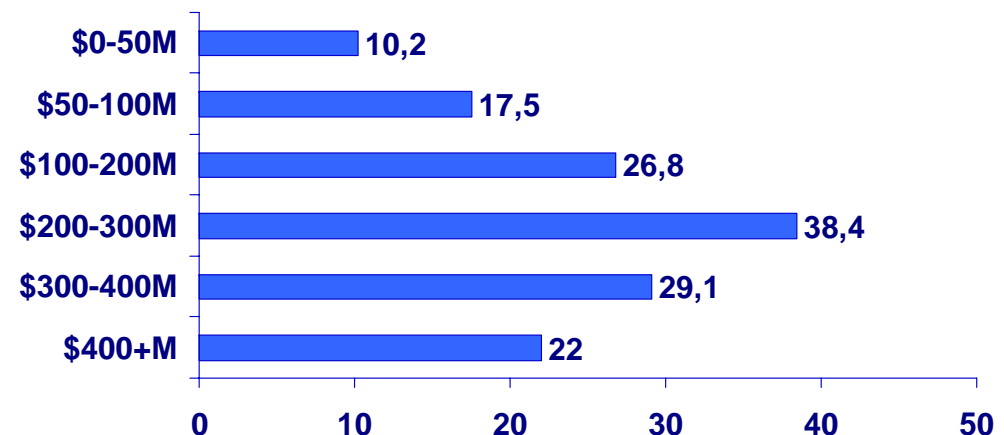
**Aux É-U, sur longue période, les fonds de 200-300 M\$ sont les plus performants**

(Fonds suivants, pré 99, pour contrôler pour l'effet de premier fond et celui de la courbe en J)

## Financer des fonds plus gros

- GP : Présenter des équipes plus fortes
- LP : Développer l'expertise pour sélectionner des gestionnaires émergents, être sélectif et prendre des paris plus gros
- Élargir la base des LP canadiennes qui investissent dans le CR
- Conjuguer les efforts – GP et LP – pour lever des fonds hors Canada

## É-U : Rendements sur 20 ans par taille\*



\*As of 31/12/05, Follow-on Funds pre 1999

# Des valeurs de sortie plus faibles

## Pourquoi ?

Pourquoi ?	Solutions proposées	Obstacles
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ De grosses valeurs de sortie sont liées :               <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Au NASDAQ</li> <li>■ Au fait d'intéresser un acheteur global</li> </ul> </li> <li>■ Y parvenir requiert :               <ul style="list-style-type: none"> <li>■ De l'argent et de la prise de risque</li> <li>■ Un management et un Conseil talentueux</li> <li>■ Un accès au marché et aux ressources globaux</li> </ul> </li> <li>■ Selon les secteurs, certaines de ces ressources ne sont pas encore disponibles au Canada</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Adopter les meilleures pratiques nord-américaines               <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Profil des associés</li> <li>■ Prise de risque</li> <li>■ Niveau d'exigence</li> <li>■ Bâtir les compagnies</li> </ul> </li> <li>■ Accéder aux meilleures ressources nord-américaines               <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Attirer des fonds de premier quartile</li> <li>■ Attirer des gestionnaires des É-U (résultats mitigés)</li> <li>■ Déménager une partie de la compagnie aux É-U (meilleurs résultats ?)</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Adopter une perspective nord-américaine n'est pas encore totalement accepté dans l'industrie canadienne du CR (comme ce l'est en Israël)</li> <li>■ Attirer les meilleurs ressources NA requiert de la crédibilité</li> <li>■ Barrières fiscales</li> <li>■ Limitations géographiques des fonds</li> <li>■ Particularités de l'industrie canadienne (repoussoir pour certains fonds des É-U)</li> </ul>

- **Bâtir des équipes de gestionnaires fortes**
  - Profondeur d'expertise
  - Expérience opérationnelle
- **Améliorer l'allocation du capital parmi les fonds de CR**
  - Diriger le capital vers les meilleurs gestionnaires
    - Nouveaux fonds et fonds suivants
    - Fonds privés indépendants et « Evergreen »
  - Financer des fonds plus gros : aller chercher des LP canadiens et étrangers
- **Bâtir des compagnies fortes**
  - Investir des montants plus importants et prendre plus de risque
  - Aller chercher les meilleures ressources nord-américaines
  - Un management de niveau A
- **Se concentrer sur les gagnants et les sorties : taille et temps**
  - Se détourner rapidement des investissements non performants
  - Investir des montants comparables à ce qui se fait aux É-U
- **Monter la barre à tous les niveaux – adopter les meilleures pratiques dans tous les domaines**

# Beaucoup reste à faire

## Cependant l'industrie du CR est déjà en bon chemin

- **En une décennie une industrie d'une taille appréciable s'est constituée**
- **Il y a des gestionnaires performants et des investissements profitables au Canada**
- **Le Canada est reconnu comme**
  - **Un lieu de développement à faible coût et haute qualité**
  - **Un marché du CR où la compétition et les prix sont bas, l'efficacité du capital élevée et qui a attiré de nombreux investisseurs étrangers**
- **Des fonds canadiens sont en train d'asseoir leur crédibilité aux É-U**
- **« L'épure » est maintenant acceptée au Canada**
- **Le paradigme nord-américain progresse parmi les gestionnaires canadiens, les LP et les représentants des gouvernements**
  - **Régler la question des barrières fiscales fait maintenant partie des priorités**
  - **L'expérience progresse pour collaborer avec les ressources américaines**
- **Le Québec a opéré des changements profonds pour rendre la province plus ouverte aux fonds PI et aux ressources nord-américaines**
- **Le comité institutionnel de CVCA travaille à élargir la base des investisseurs institutionnels canadiens et attirer des LP étrangers**