



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

**Gilles Duruflé**

---

**Rapport complet  
Juin 2006**



## Le projet a été

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

# Méthodologie et remerciements

- **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

■ Somaire	p. 4
■ Les rendements américains	p. 5
■ Les rendements européens	p. 13
■ Les rendements canadiens	p. 20
■ L'impact de la période	p. 27
■ Analyse géographique	p.32
■ Le processus de sélection	p.35
■ Les meilleurs pratiques : l'épure	p. 40
■ Le choix de secteurs : les résultats	p. 41
■ Construire des gagnants avec de hautes valeurs de sortie : les résultats	p. 42
■ Investissements par stades	p. 43
■ Le pipeline	p. 45
■ Israël	p. 48
■ Le rôle des investisseurs étrangers	p. 51
■ Les investisseurs canadiens sont moins exigeants	p. 58
■ Le profil des associés	p. 62
■ Pour résumer : pourquoi ?	P.66
■ Le problème des petits fonds	p. 70
■ L'équation de financement de notre industrie	p. 71
■ Le positionnement des fonds autres que privés indépendants	p. 72
■ Recommandations	p. 74
■ Annexe: détails sur la performance des fonds privés indépendants (PI)	p. 76
■ Membres du comité de supervision et équipe	p. 83
■ Biographie de G. Duruflé	p. 84

- **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

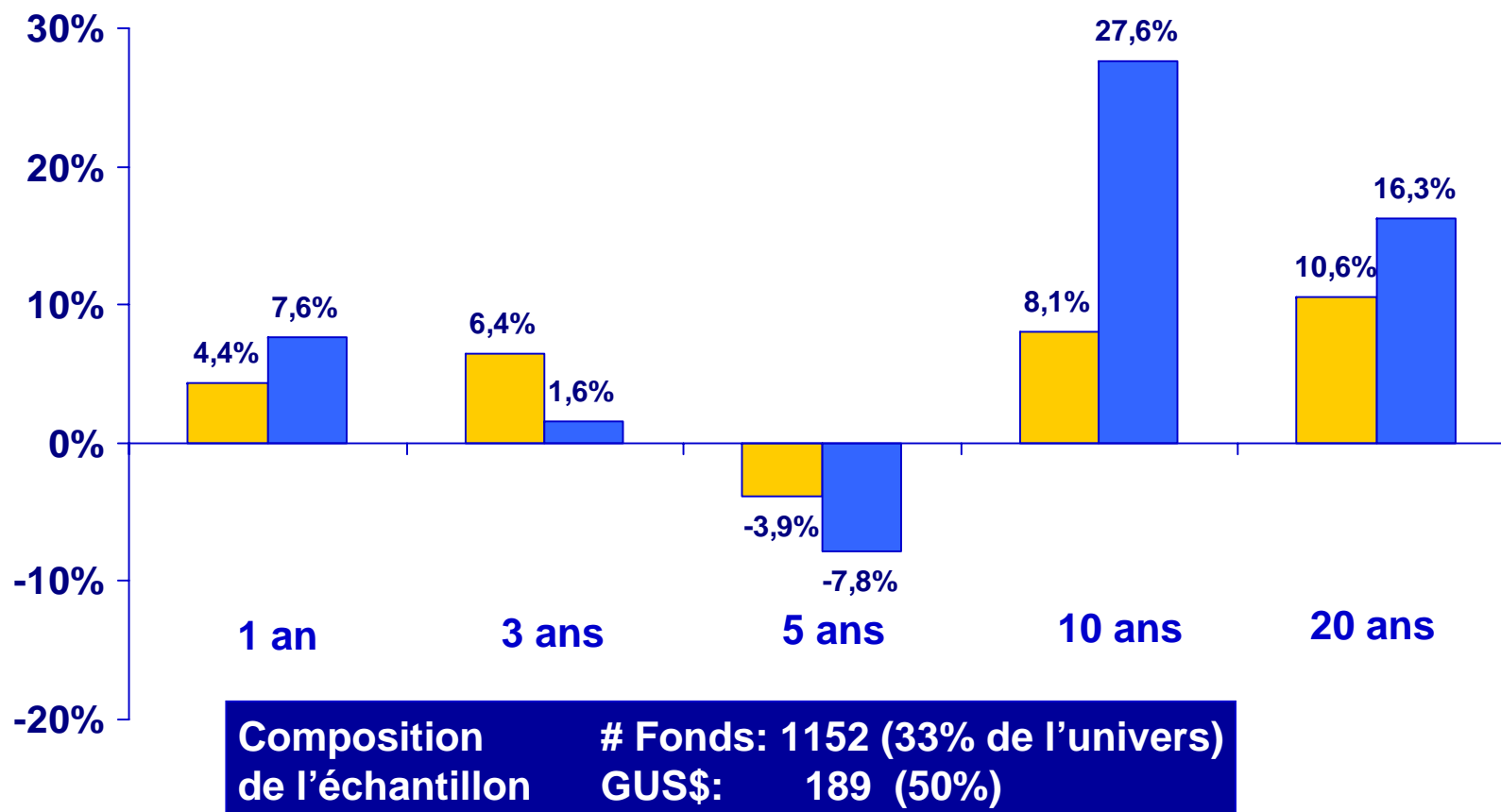
- **Relever la barre à tous les niveaux**
  - Compagnies en portefeuille – entrepreneurs, gestionnaires, conseils d'administration : avoir des ambitions globales
  - Compagnies de CR – gestionnaires, accès aux ressources globales, taille
  - Investisseurs (LP) – maturité du processus de sélection
- **Adopter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

- **L'industrie américaine est une classe d'actif performante sur le long terme**
- **Cependant :**
  - Cette performance est fortement cyclique
  - Elle est essentiellement due au premier quartile
  - Elle est concentrée dans certains États
  - Sur le long terme, seul le premier quartile est un investissement attractif
- **Un des déterminants importants de la performance de l'industrie américaine est le processus de sélection par les LP lorsque les GP lèvent leurs fonds suivants**

# 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

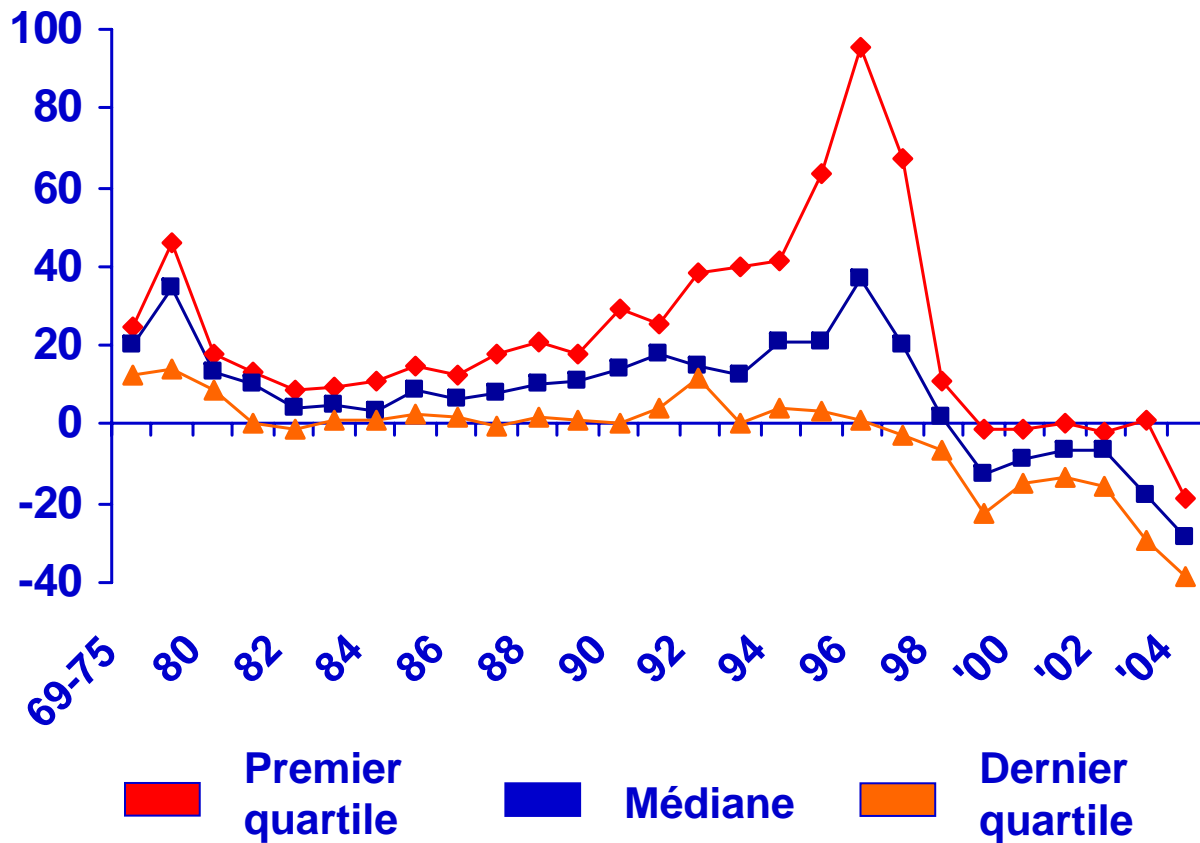


On soutient parfois que les rendements pourraient être biaisés vers le haut parce que les fonds non-performants tendraient à ne pas rapporter. Cette possibilité n'est pas démontrée mais doit être gardée à l'esprit lorsqu'on interprète les résultats.

# Cependant, cette performance varie fortement...

## par cuvée et par quartile

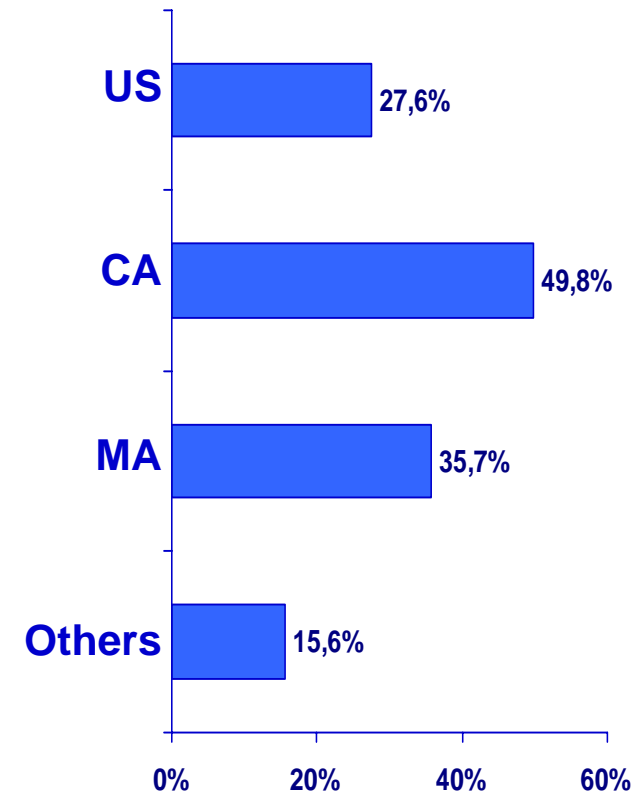
Rendements annuels cumulés par cuvée et par quartile



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

## Et par géographie

Rendements sur 10 ans



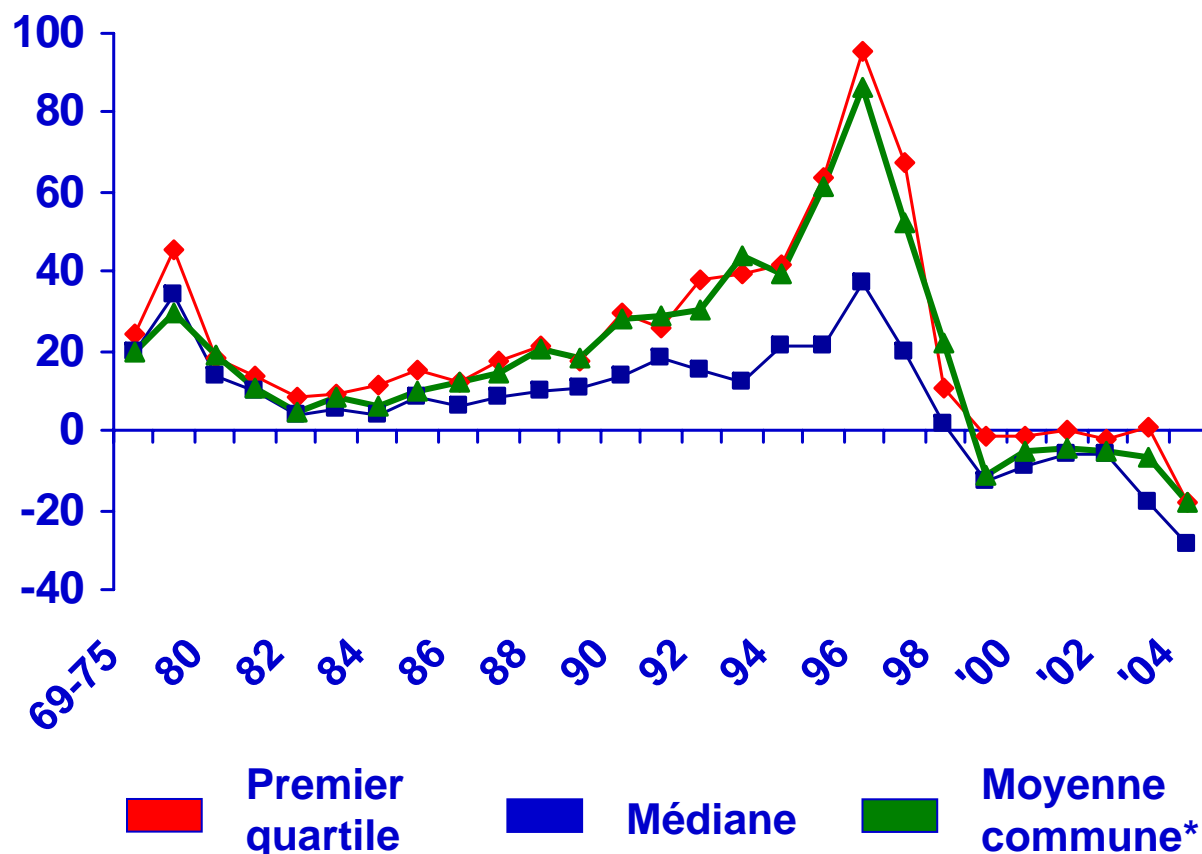
# É-U : La performance est principalement due au 1<sup>er</sup> quartile

## Les capitaux sont dirigés vers les gestionnaires performants

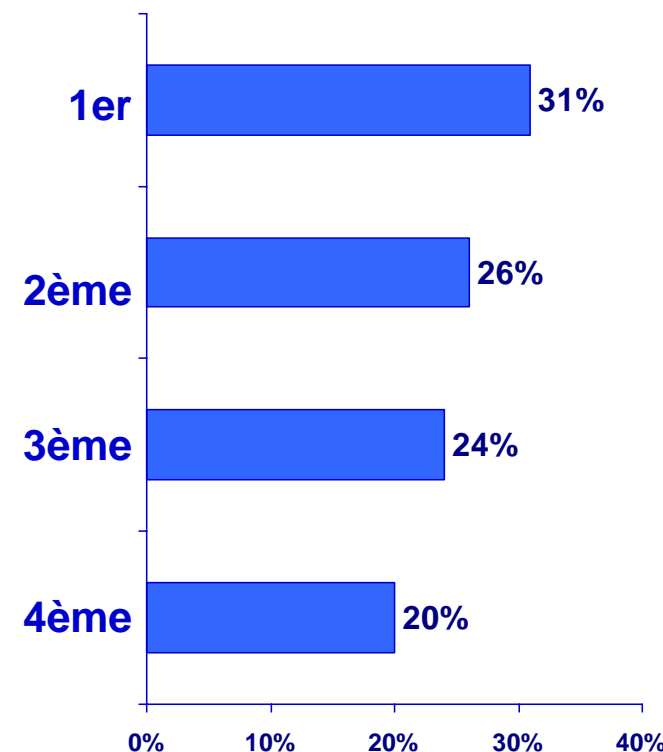
La moyenne commune\* suit le 1<sup>er</sup> quartile

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

Rendements annuels cumulés par cuvée



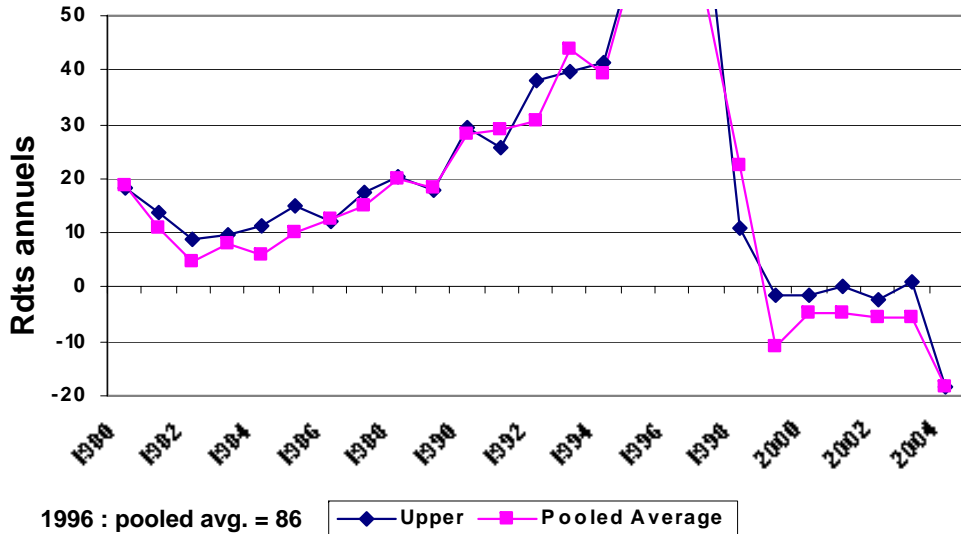
Poids (\$) des quartiles



\* "pooled average"

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

## 1<sup>er</sup> quartile et moy. commune par cuvée

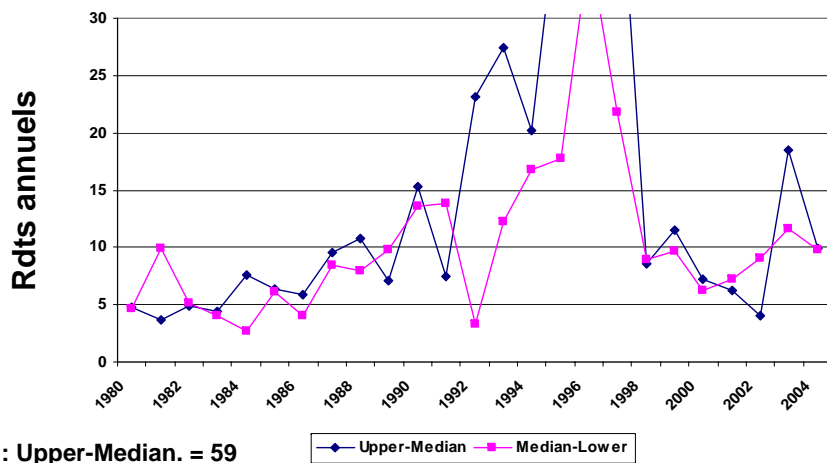


Les rendements de la moyenne commune suivent le 1<sup>er</sup> quartile

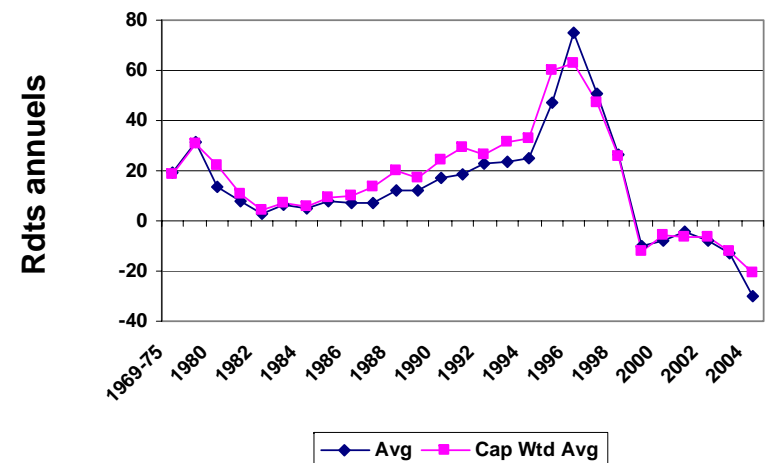
Ceci est dû à deux facteurs :

- L'écart entre le 1<sup>er</sup> quartile et la médiane est supérieur à l'écart entre la médiane et le dernier quartile
- La performance est corrélée avec la taille :
  - La moyenne pondérée par les \$ est au-dessus de la moyenne
  - Le 1<sup>er</sup> quartile est le plus gros

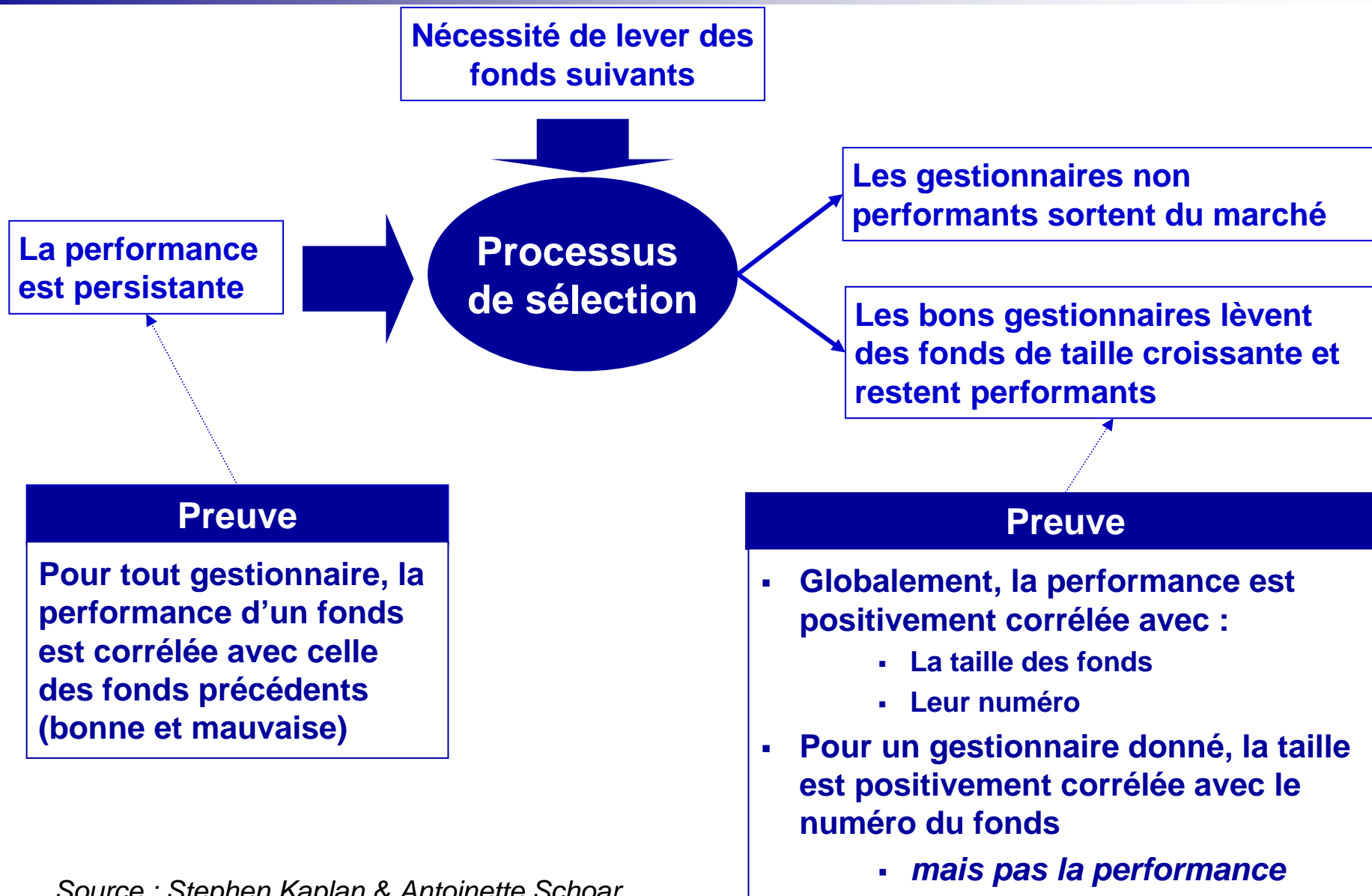
## Différence de rendements par quartile



## Moy. et moy. pondérée par \$ par cuvée

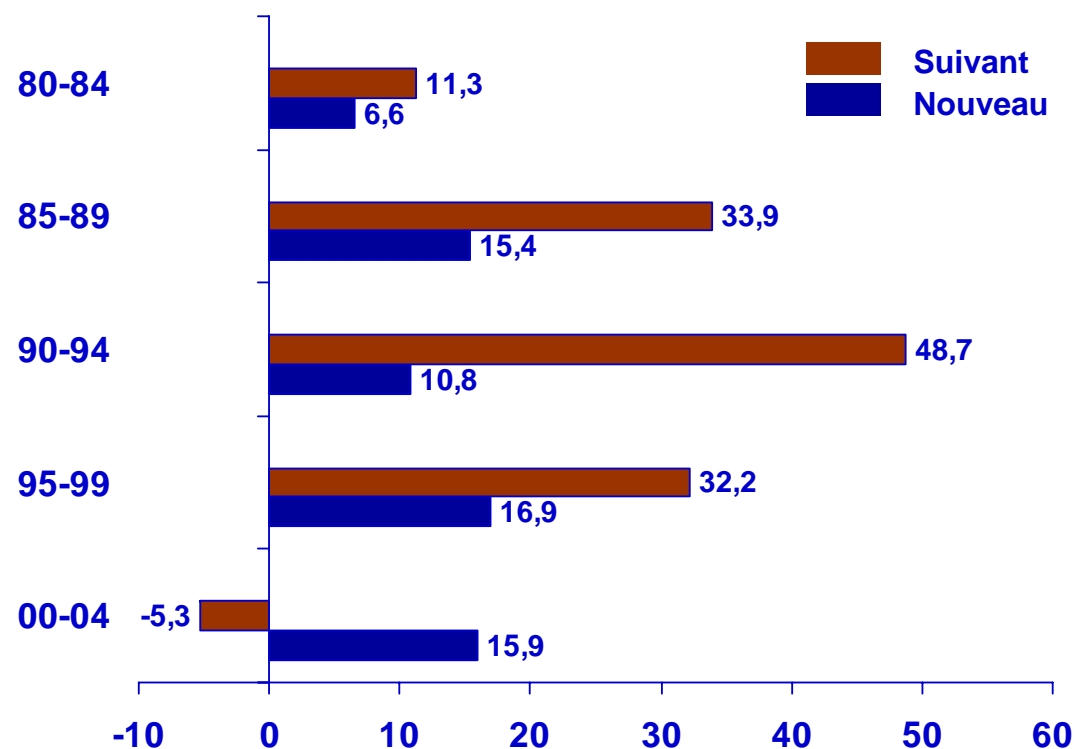


# Un des principaux déterminants de la performance est le processus de sélection lors de la levée des fonds suivants



Source : Stephen Kaplan & Antoinette Schoar,  
Private Equity Performance: Returns Persistence and Capital, NBER Working Paper 9807

## Rendements annuels sur une période de 10 ans

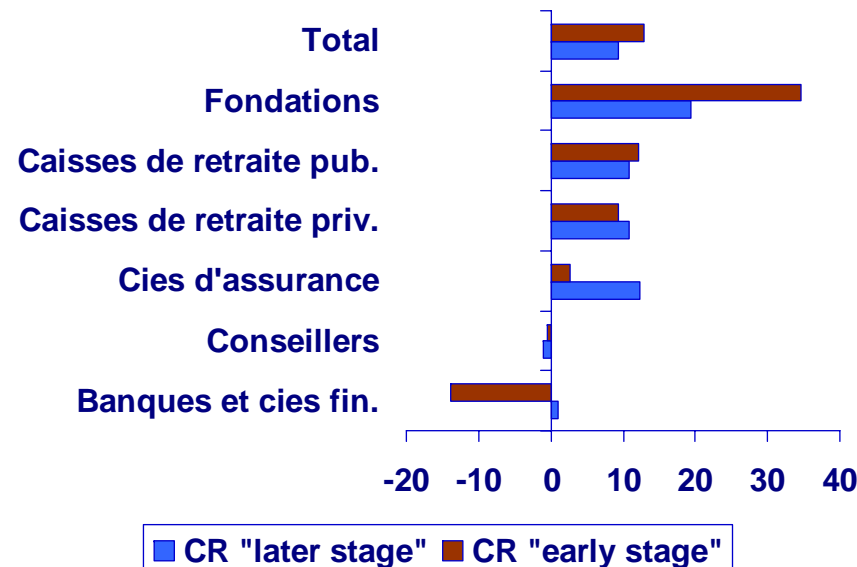


Sauf pour la dernière période, qui n'est pas très significative, les fonds suivants surperforment systématiquement les nouveaux fonds

# Les talents des LP jouent un rôle important dans ce processus de sélection

- Certains types de LP sont plus efficaces dans la sélection des fonds
  - Les fondations surperforment la moyenne de plus de 20% pour le CR « early stage » et 10 % pour le « late stage »
- Ces LP performants ont développé des aptitudes pour
  - Sélectionner les réinvestissements
    - Ils sont moins enclins à réinvestir
    - Les fonds dans lesquels ils réinvestissent surperforment ceux qu'ils écartent (31 % vs 7 %)
    - Les autres LP tendent à réinvestir en se basant sur la performance du fonds actuel sans que souvent cela se traduise par une bonne performance future
  - Sélectionner de nouveaux fonds
  - Sélectionner des fonds qui ne sont pas sursouscrits
- Les LPs les plus expérimentés tendent à avoir de meilleures performances

## Moyenne des rendements des fonds

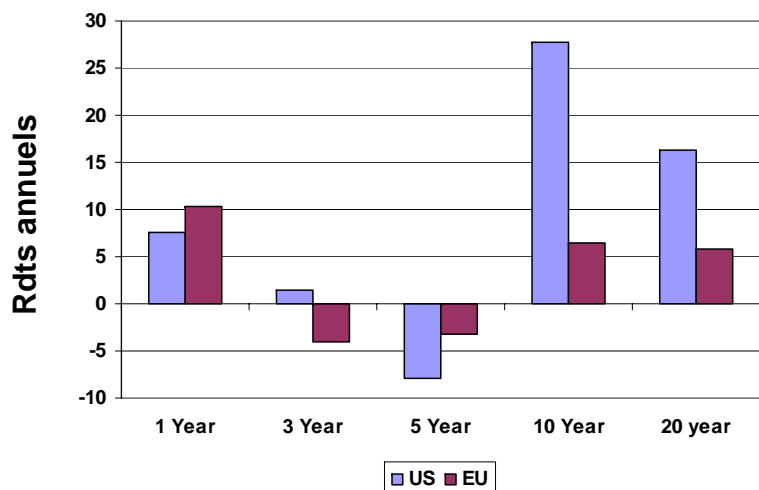


Source : Josh Lerner, Antoinette Schoar and Wan Wong  
« Smart Institutions, Foolish Choices?: The Limited Partner Performance Puzzle »

- **Globalement, l'industrie européenne du CR n'a pas été une classe d'actif performante sur le long terme**
- **Les États-unis surperforment largement l'Europe à tous égards**
- **Cependant, le premier quartile européen a été une classe d'actifs performante**
- **La différence globale est principalement due à la différence entre les premiers quartiles**
  - **Le 1<sup>er</sup> quartile américain est nettement supérieur**
  - **Les capitaux aux États-unis sont plus concentrés dans la 1<sup>ère</sup> moitié**
- **Elle est aussi partiellement expliquée par la période**
- **Les capitaux sont moins concentrés dans la première moitié en Europe et c'est seulement depuis la cuvée de la mi-90 que les fonds suivants surperforment les nouveaux fonds**
  - **Ceci suggère que le processus de sélection des gestionnaires n'est pas encore aussi efficace qu'aux États-unis**

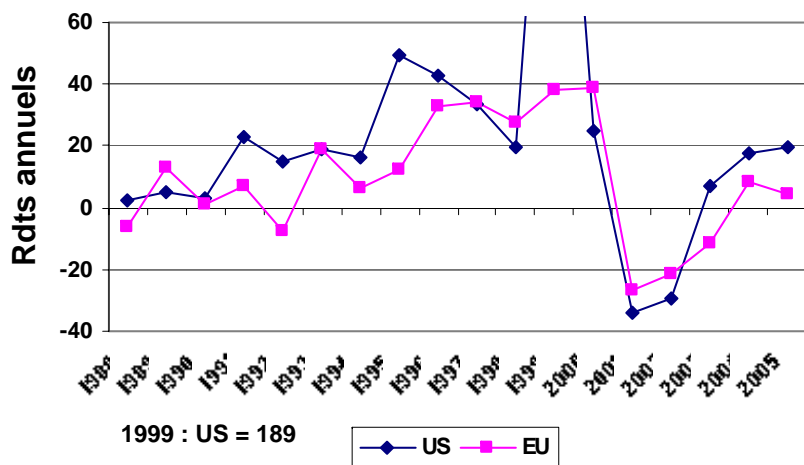
# Globalement l'Europe n'a pas été une classe d'actifs performante Les É-U surperforment l'Europe à tous égards

## Rendements par période

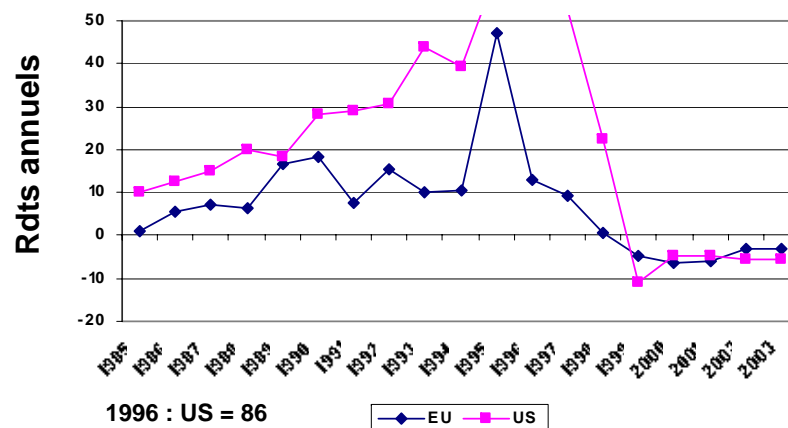


- Europe : les rendements sur 10 et 20 ans sont de 6,5% et 5,9% resp.
- Ceci est en dessous des indices de marché et resp. 21,1% et 10,4% en dessous des rendements américains
- Les États-unis surperforment pour toutes les cuvées et la plupart des années (rendements glissants), sauf pour quelques années récentes

## Rendements glissants par période d'un an



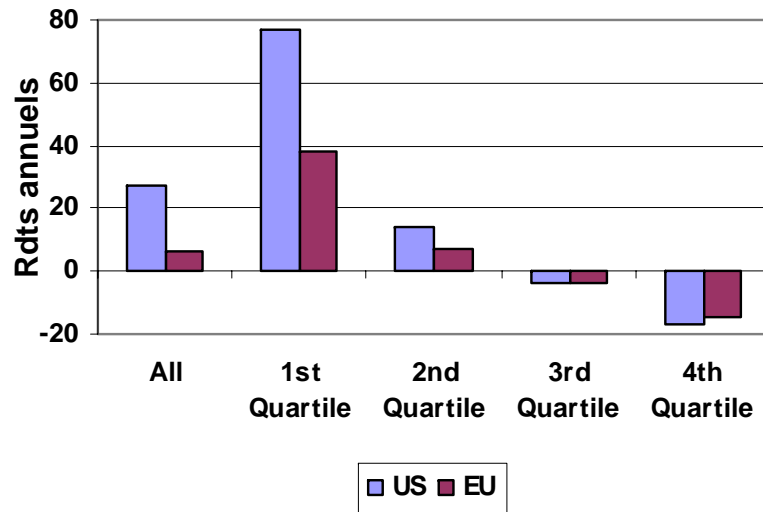
## Rendements de la moy. commune par cuvée



# Le 1<sup>er</sup> quartile européen a été un bon investissement

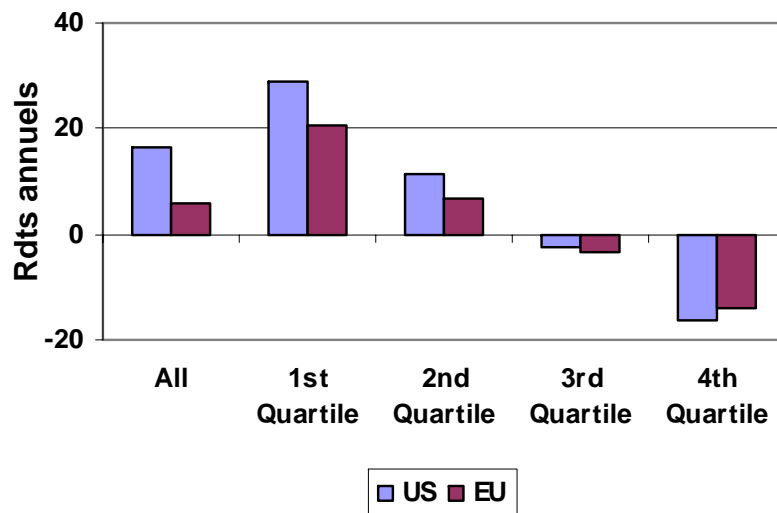
## La meilleure performance américaine est due à la 1<sup>ère</sup> moitié

### Rendements\* sur 10 ans par quartile



- Le 1<sup>er</sup> quartile européen a été un bon investissement
  - 38,1 % rendements sur 10 ans
  - 20,5 % rendements sur 20 ans
  - 20,0 % rendements depuis le début
- La meilleure performance américaine est due au 1<sup>er</sup> quartile et, dans une moindre mesure, au 2<sup>ème</sup>
- Les deux derniers quartiles ne sont pas meilleurs qu'en Europe

### Rendements sur 20 ans par quartiles



### Europe : rendements depuis le début

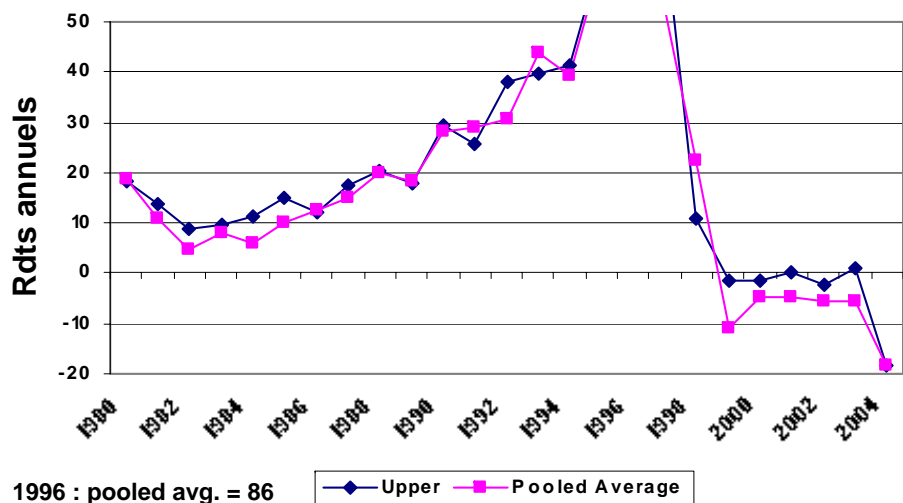
	Moyenne commune*	Limite inférieure**	
Tous	5,9		
1er quartile	20,0	1er quartile	6,5
2e quartile	6,7	Median	-0,5
3e quartile	-3,2	3e quartile	-9,3
4e quartile	-13,9		

\* Rendements de la moyenne commune (« pooled avg ») des fonds inclus dans les 1ers quartiles de chaque cuvée

\*\* Limite inférieure des quartiles de tous les fonds de toutes les cuvées

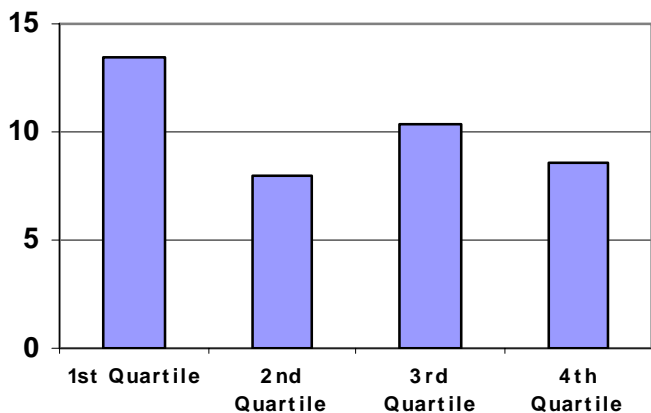
# Le poids supérieur des premiers quartiles aux É-U accroît l'impact de sa meilleure performance

## Rendements annuels cumulés par cuvée É-U : moy. commune et 1<sup>er</sup> quartile

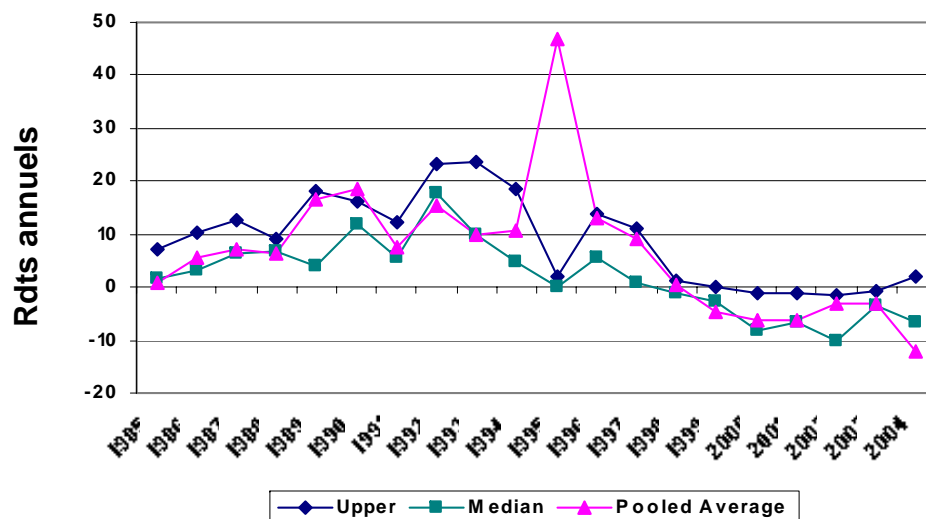


- Aux É-U, la moyenne commune suit le premier quartile
- En Europe, elle est située entre le premier quartile et la médiane
- En Europe, les capitaux sont moins concentrés dans les deux premiers quartiles qu'aux États-Unis

## Poids des quartiles en Europe (G Euros)

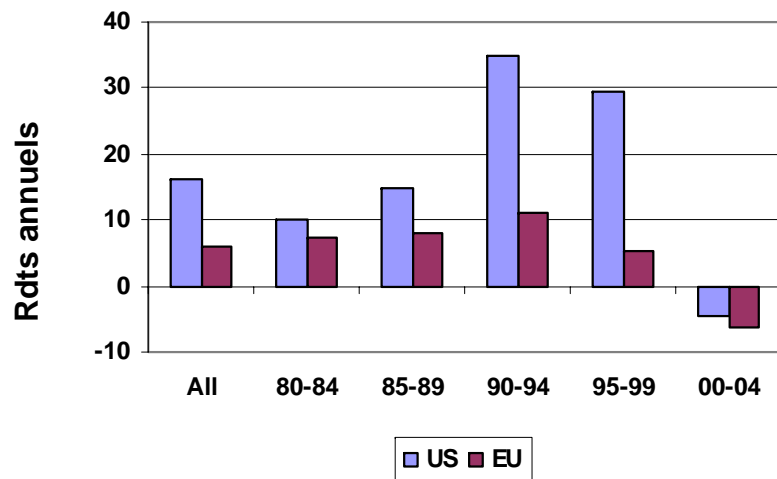


## Europe : moy. commune et 1<sup>er</sup> quartile



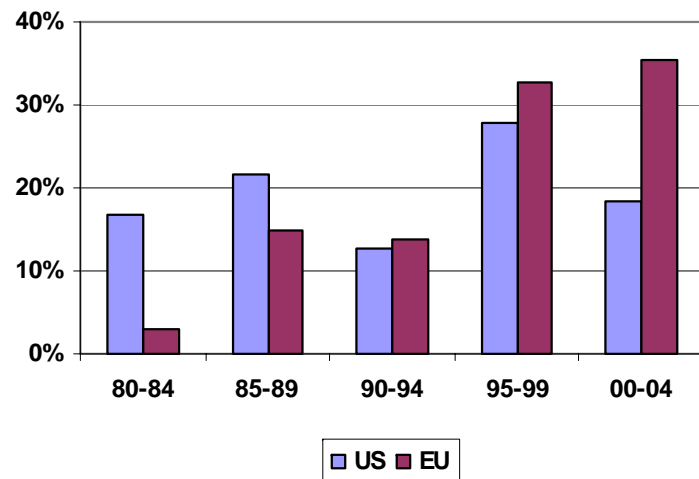
# É-U et Europe : une partie de l'écart peut être expliqué par la période

## Rendements sur 20 ans par cuvée (moy. commune)



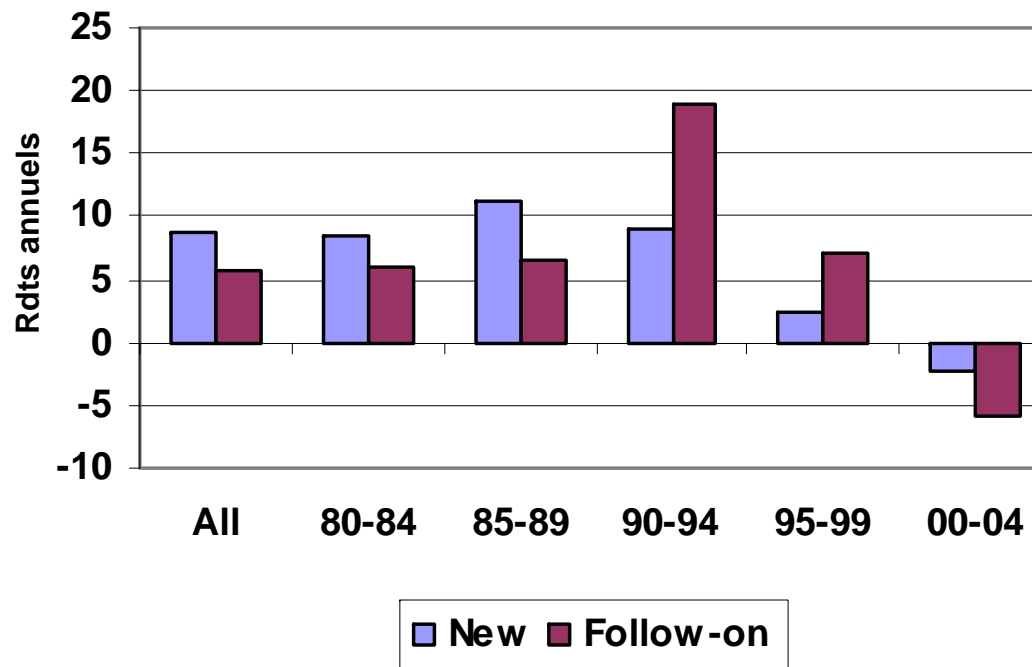
- La surperformance américaine est la plus forte pour les fonds formés en 90-94 et 95-99
- L'échantillon européen est surpondéré dans les périodes 95-99 et 00-04
- La sous-performance européenne est en partie expliquée par
  - Sa surpondération vers le début de la courbe en J (fonds formés en 00-04)
  - La performance supérieure des fonds américains formés dans les années 90

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



# Un processus de sélection des gestionnaires plus récent et moins efficace en Europe ?

## Europe : rendements sur 20 ans



- C'est seulement depuis 90-94 que les fonds suivants surperforment les nouveaux fonds
- Les capitaux sont moins concentrés dans les deux premiers quartiles
- Ceci suggère que le processus de sélection des gestionnaires n'est pas encore aussi efficace qu'aux É-U, mais qu'il évolue dans la bonne direction

## Rendements par période

É-U	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	20 ans
Tout CR	7,6	1,6	-7,8	27,6	16,3
NASDAQ	0,4	12,0	-12,3	8,2	11,3
S&P 500	4,4	6,4	-3,9	8,1	10,6

	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	20 ans
Europe	10,4	-4,1	-3,2	6,5	5,8
MSCI Europe	18,1	6,1	-3,4	9,7	

## Rendements par période et par quartiles

É-U	3 ans	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans
Tous	1,6	-7,8	27,6	20,3	16,3
1er quartile	12,8	2,3	76,6	38,5	29,0
2e quartile	3,7	-6,8	13,9	12,7	11,3
3e quartile	-3,5	-11,8	-3,7	-2,7	-2,4
4e quartile	-16,6	-22,1	-16,9	-16,5	-16,4

Europe	3 ans	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans
Tous	-4,1	-3,2	6,5	6,0	5,9
1er quartile	2,7	7,0	38,1	23,7	20,5
2e quartile	-0,7	-0,4	7,4	6,7	6,7
3e quartile	-6,6	-6,9	-4,0	-3,5	-3,3
4e quartile	-18,7	-17,6	-14,4	-14,0	-13,9

- Rendements de la moyenne commune des fonds inclus dans les quartiles de chaque cuvée

## Rendements par période et par groupes de cuvées\*\*

É-U	3 ans	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans
Tous	1,6	-7,8	27,6	20,3	16,3
80-84	0,1	2,0	3,5	9,6	10,0
85-89	0,6	-3,1	31,4	19,4	14,8
90-94	1,0	-5,5	45,6	34,9	34,8
95-99	2,2	-10,0	29,6	29,5	29,5
00-04	1,1	-4,6	-4,6	-4,6	-4,6

Europe	3 ans	5 ans	10 ans	15 ans	20 ans
Tous	-4,1	-3,2	6,5	6,0	5,9
80-84	-6,5	-12,8	10,6	9,9	7,2
85-89	-12,1	1,9	21,9	9,3	8,0
90-94	-1,0	1,8	13,9	11,1	11,1
95-99	-4,5	-3,2	5,3	5,3	5,3
00-04	-4,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2

\*\* Rendements par période des fonds de chacun des regroupements de cuvées

- **Alors que les rendements d'ensemble sont faibles, il existe des fonds performants au Canada**
- **Les éléments suivants affectent la performance :**
  - L'industrie est jeune
  - La période n'a pas été favorable
  - Le processus de sélection des fonds n'est pas encore mature
  - La géographie : masse critique et autres facteurs à explorer
- **La structure particulière de l'industrie canadienne par types de fonds n'explique pas l'écart de performance avec les É-U**
- **L'industrie canadienne n'a pas été en mesure de tirer profit de sa proximité avec le marché américain de façon aussi efficace qu'Israël**
- **L'industrie canadienne bénéficierait de l'adoption des pratiques des meilleurs fonds américains**

# L'échantillon canadien représente 60% de l'univers, soit plus qu'aux É-U, et sans afficher de biais particulier

## L'échantillon et l'univers canadiens

		# Univers	# Échant.	%	G\$ Échant.
<b>Tous</b>	<b>Tout CR</b>	209	126	60%	\$12,0
<b>Type</b>	<b>PI</b>	115	66	57%	\$4,1
	<b>Autres</b>	43	26	60%	\$4,2
	<b>Détail</b>	51	34	67%	\$3,7
<b>Province</b>	<b>Québec</b>	33	20	61%	\$2,6
	<b>Ontario</b>	110	67	61%	\$6,4
	<b>Manitoba</b>	6	5	83%	\$0,4
	<b>C-B</b>	34	23	68%	\$2,2
	<b>Autres</b>	26	11	42%	\$0,4
<b>Stade</b>	<b>Early Stage</b>		57		\$4,0
	<b>Late Stage</b>		13		\$1,0
	<b>Équilibré</b>		56		\$7,0
<b>Séquence</b>	<b>Nouveau</b>	46	28	61%	\$3,0
	<b>Suivant</b>	79	48	61%	\$4,4
	<b>Seul</b>	82	50	61%	\$4,6

## Comparaison avec les É-U et l'Europe

	Univers	Échant.	%
<b>États-Unis</b>	3 461	1 152	33%
<b>Europe</b>		569	
<b>Canada</b>	209	126	60%

## Analyse par périodes

	Univers	Échant.	%
<b>Tous</b>	196	126	64%
<b>75-84</b>	5	2	40%
<b>85-89</b>	7	1	14%
<b>90-94</b>	13	7	54%
<b>95-99</b>	80	59	74%
<b>00-04</b>	91	57	63%

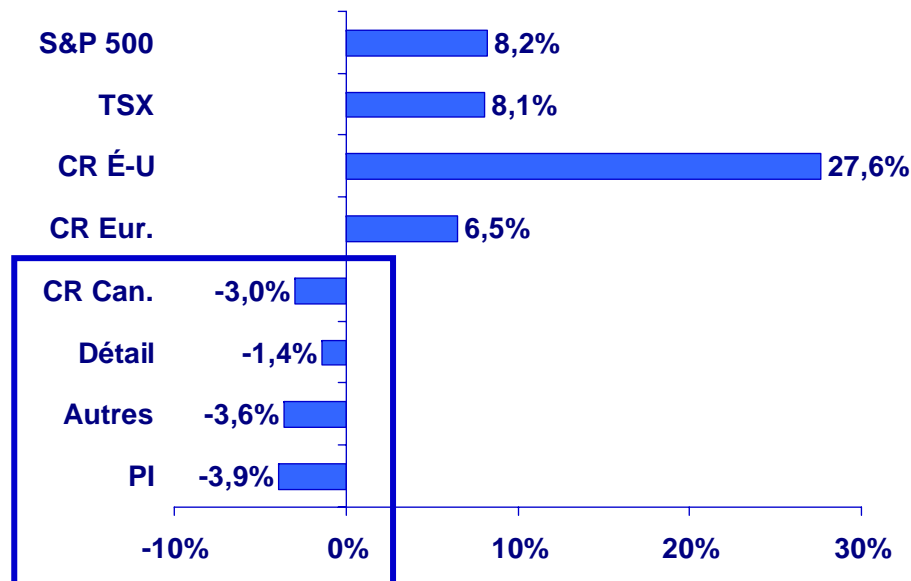
13 fonds de l'univers n'ont pas de date

# 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%

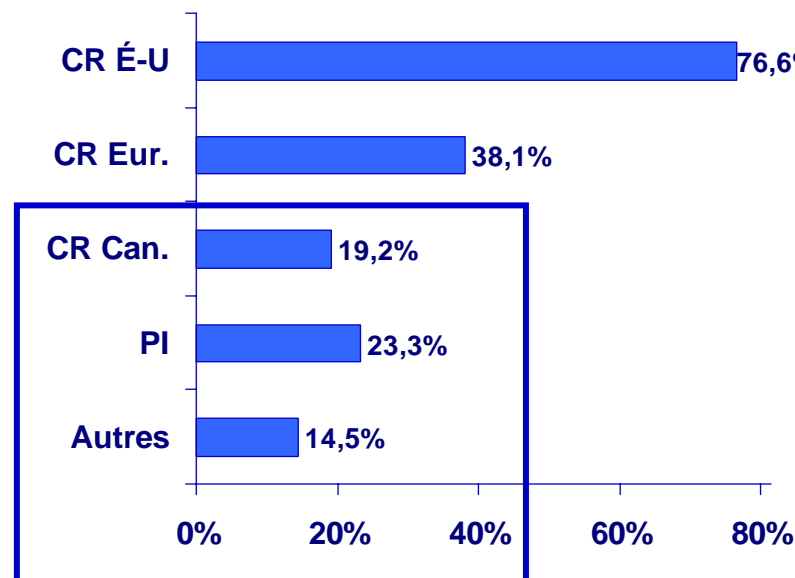
### Rendements sur 10 ans

#### 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)

# Les rendements canadiens (détails)

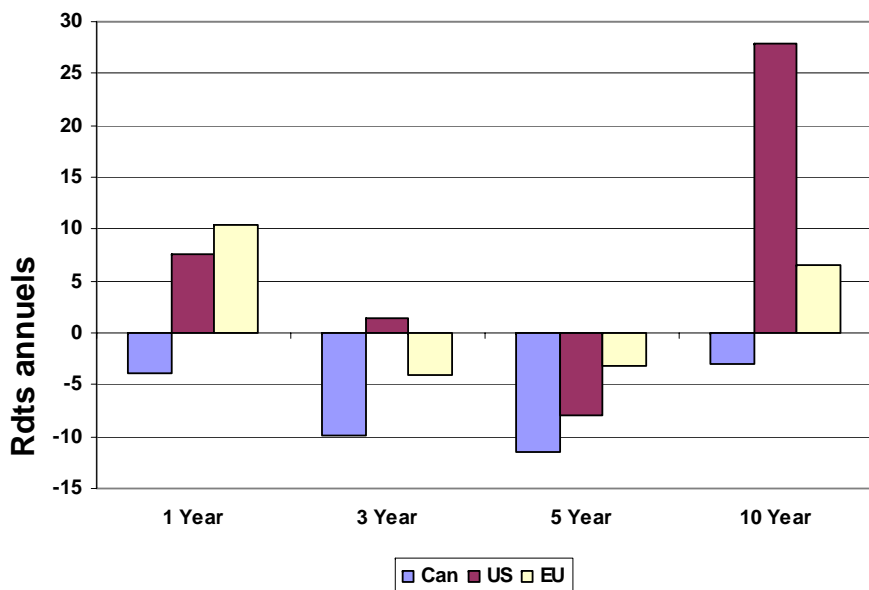
## Rendements par période

### Rendements canadiens par période

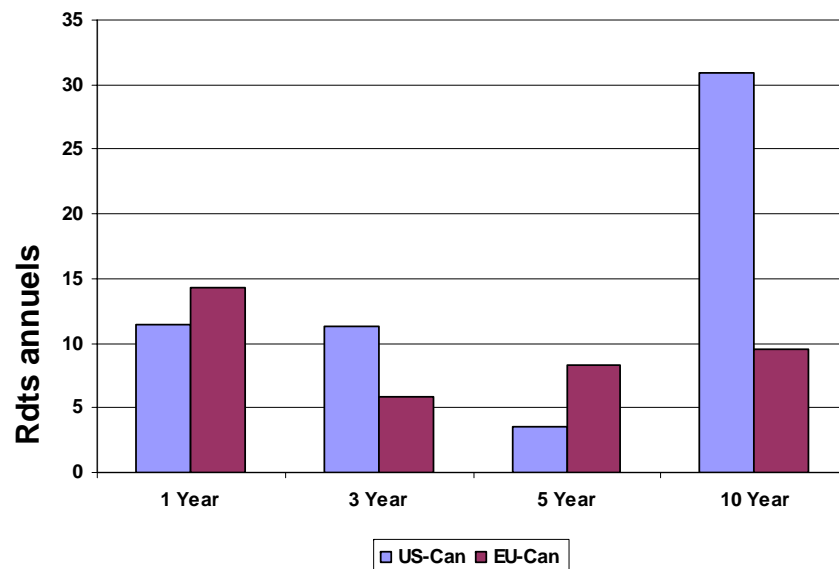
	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Canada	-3,9	-9,9	-11,5	-3,0
S&P TSX	15,9	11,5	-0,6	8,1

- Les rendements canadiens par période sont négatifs sur toutes les périodes
- Ils n'ont pas encore rebondi après le creux qui a suivi l'éclatement de la bulle
- Sur 10 ans, l'écart avec les É-U est supérieur à 30% et avec l'Europe de près de 10%

### Rendements par période



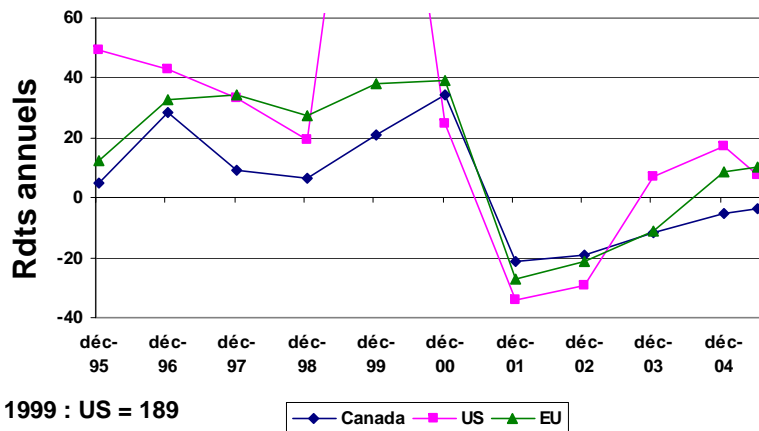
### Différences de rdt par périodes



# Les rendements canadiens (détails)

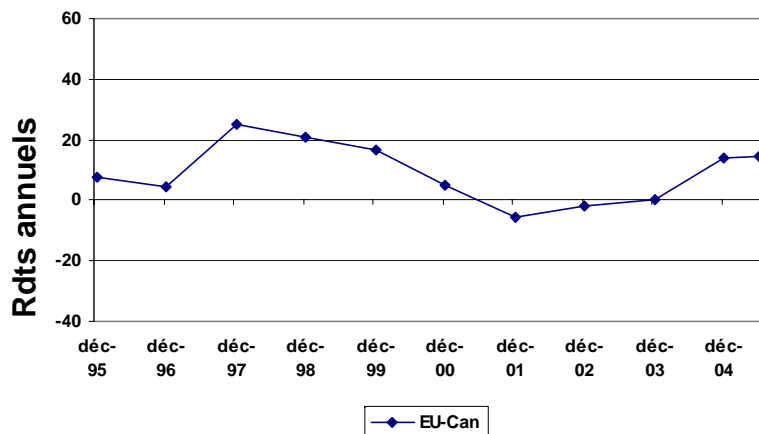
## Rendements glissants sur une période d'un an

### Rendements glissants sur 1 an

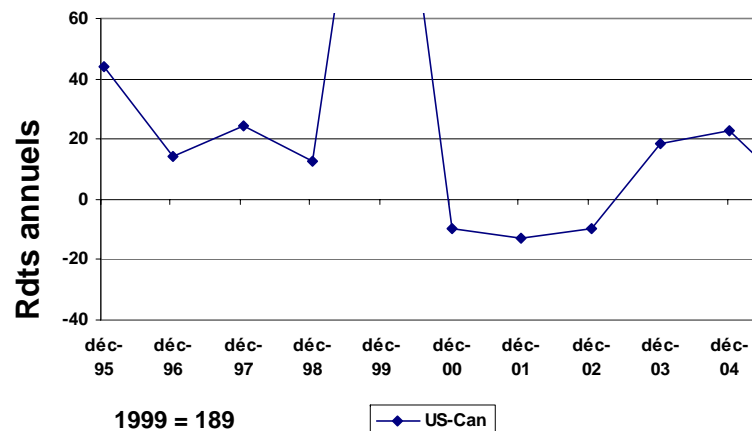


- Sauf dans la période de l'après bulle (le Canada plus lent à ajuster les valeurs ?), les rendements canadiens sont toujours inférieurs à ceux de l'Europe

### Europe moins Canada



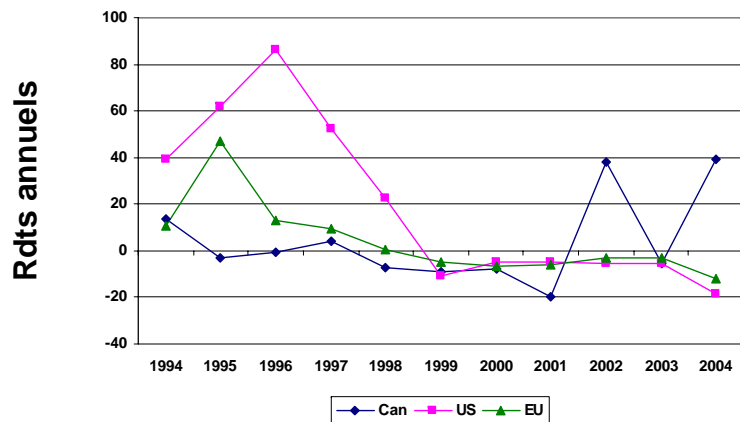
### É-U moins Canada



# Rendements canadiens (détails)

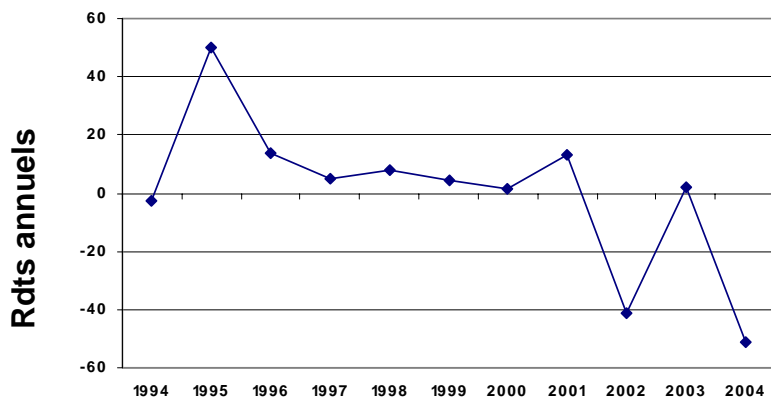
## Moyenne commune par cuvée

### Rdt de la moy. commune par cuvées

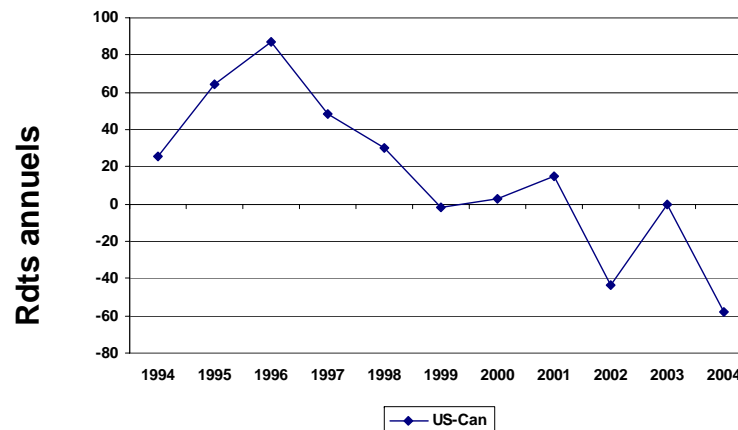


- Jusqu'en 2001, les rendements canadiens sont inférieurs à ceux des É-U et de l'Europe
- Cependant, après 1996, la différence avec l'Europe n'est pas grande (les deux sont faibles)
- À partir de 1999, les rendements canadiens sont similaires et parfois meilleurs qu'aux É-U
- Les données canadiennes pour 2002 et 2004 sont difficiles à interpréter

### Europe moins Canada



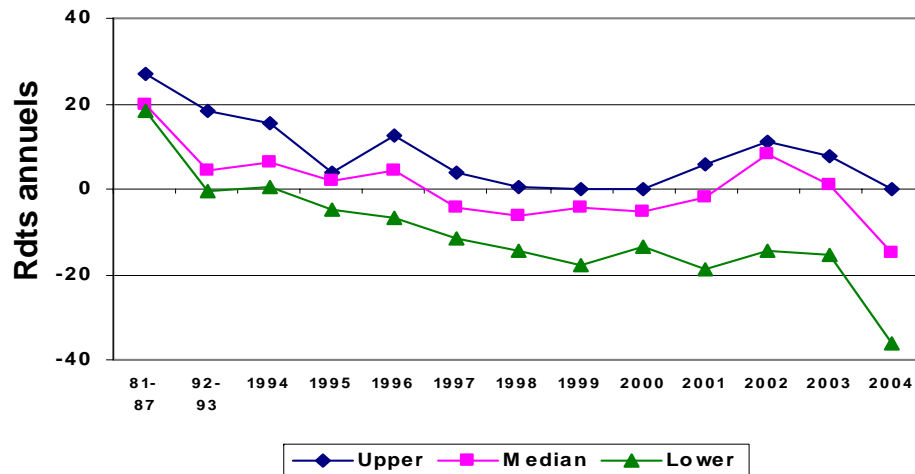
### É-U moins Canada



# Rendements canadiens (détails)

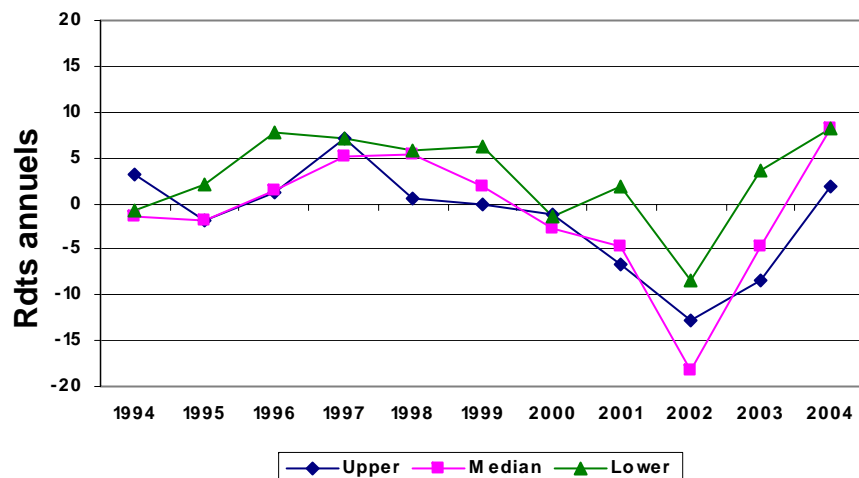
## Le Canada est particulièrement pénalisé par son 4<sup>e</sup> quartile

### Canada : rendements par quartile et cuvée



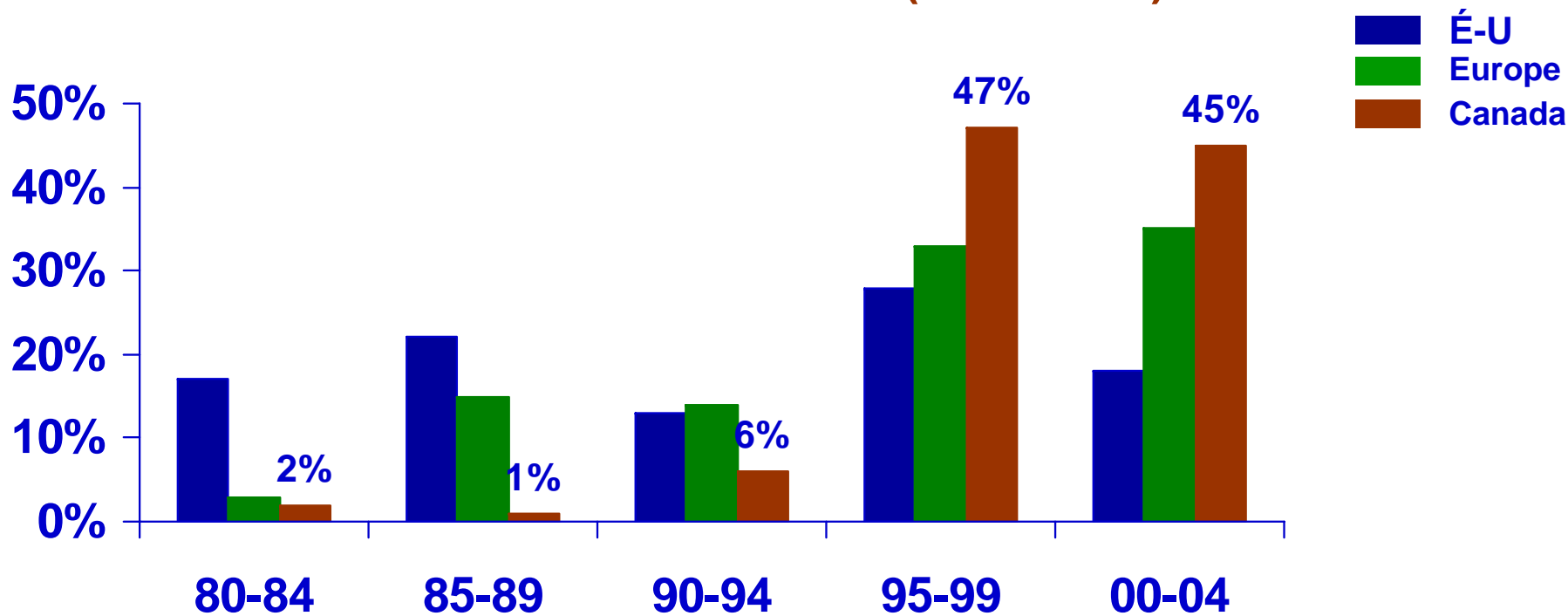
- Les cuvées récentes (2000-2004) sont meilleures au Canada qu'en Europe
- Le 4<sup>e</sup> quartile canadien est particulièrement bas
- La différence avec l'Europe est la plus forte pour le 4<sup>e</sup> quartile
- Le 1<sup>er</sup> quartile n'est pas très positif pour les cuvées postérieures à 1996
- Le 1<sup>er</sup> quartile canadien n'est pas loin du 1<sup>er</sup> quartile européen
- Les données canadiennes pour les cuvées 2002-2004 sont difficiles à interpréter (courbe en J inversée)

### Europe moins Canada par cuvée



# 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

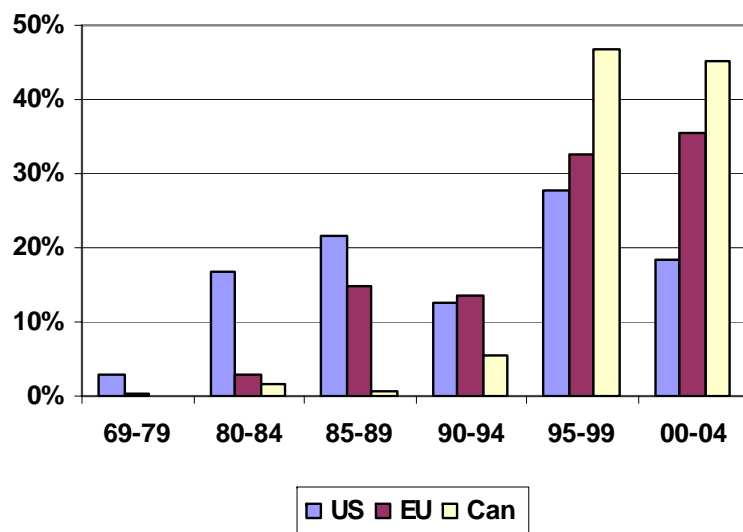
# L'échantillon canadien est beaucoup plus récent qu'en Europe et aux É-U : la période a un impact (détails)

Taille de l'échantillon par période (# de fonds)

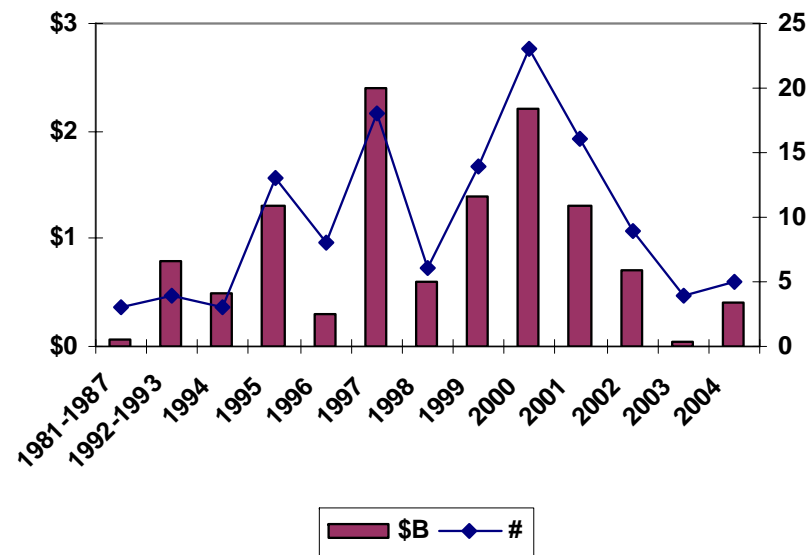
	É-U	Europe	Canada
69-79	32	2	0
80-84	193	17	2
85-89	250	85	1
90-94	145	78	7
95-99	321	186	59
00-04	210	201	57

- L'échantillon canadien est beaucoup plus récent qu'aux É-U et en Europe
- Il est quasi-inexistant avant 1995
- De ce fait, la période a un impact important pour expliquer la performance

Distribution de l'échantillon (# de fonds)

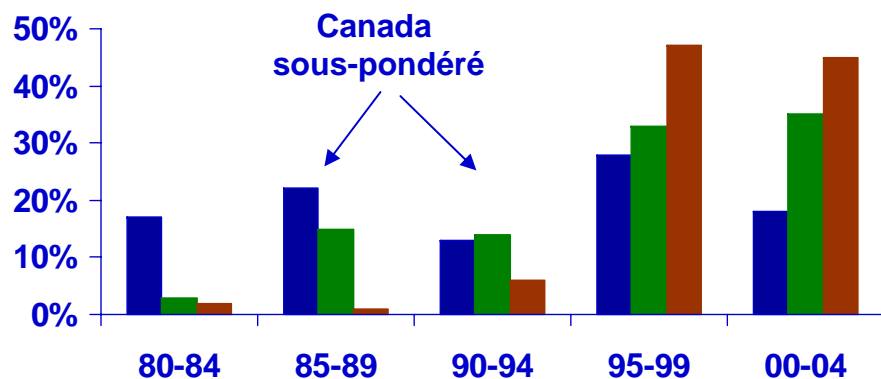


L'échantillon canadien par année



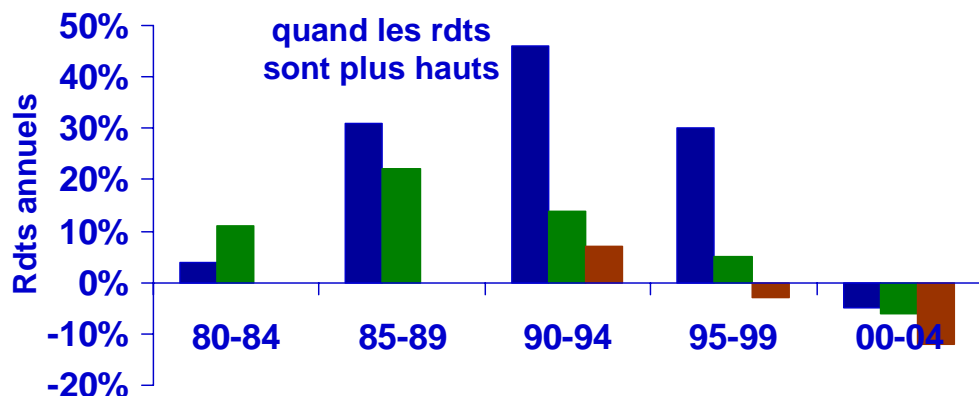
# Une partie de la performance canadienne s'explique par la période (détails)

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



- Le Canada est sous-pondéré dans les cuvées pré 1995 qui ont eu les meilleurs rendements
- Ceci explique approximativement
  - 11% des 31% de différence avec les É-U
  - 7% des 10% de différence avec l'Europe

## Rdts sur 10 ans par années des fonds



## Rendements sur 10 ans

	Toutes années	Fonds 95-04
États-Unis	27,6	16,4
Europe	6,5	-0,7
Canada*	-3,0	

\*Données 95-04 non disponibles pour le Canada. -3% regroupe tous les fonds et est une approximation vu le petit nombre de fonds avant 1995

# Le Canada se compare au composite 95-05 en Europe (détails – impact de la période)

- **L'échantillon canadien comporte seulement 10 petits fonds avant 1995. Il est donc comparable au composite 1995-05**
  - La moyenne commune ("pooled average") est plus basse qu'en Europe
  - Le premier quartile et la médiane sont meilleurs et le quatrième est pire
  - La première moitié pèse moins lourd (puisque la moyenne commune est plus basse)
  - Ni le Canada ni l'Europe ne sont très performants
  - Une grande partie de la surperformance de l'Europe dans les rendements sur 10 ans est due aux fonds démarrés avant 1995

## Europe : rendements depuis le début par composite

		Pooled						
	Vintage Year	Num	Avg	Max	Upper	Med	Lower	Min
Rdts annuels	1990-05	464	4.2	262.0	4.4	-2.0	-10.8	-100.0
	1991-05	450	3.1	262.0	3.1	-2.4	-11.1	-100.0
	1992-05	430	2.3	262.0	2.3	-2.9	-11.8	-100.0
	1993-05	422	1.9	262.0	1.9	-3.0	-11.9	-100.0
	1994-05	406	1.1	262.0	1.1	-3.3	-12.4	-100.0
	1995-05	387	0.4	262.0	0.4	-3.7	-12.6	-100.0
<b>Canada since inception</b>								
	All Venture	126	-3.0	98.4	5.8	-2.4	-13.9	-96.1

# Le composite américain 1995-05 surperforme, principalement en raison du 1<sup>er</sup> quartile (détails – impact de la période)

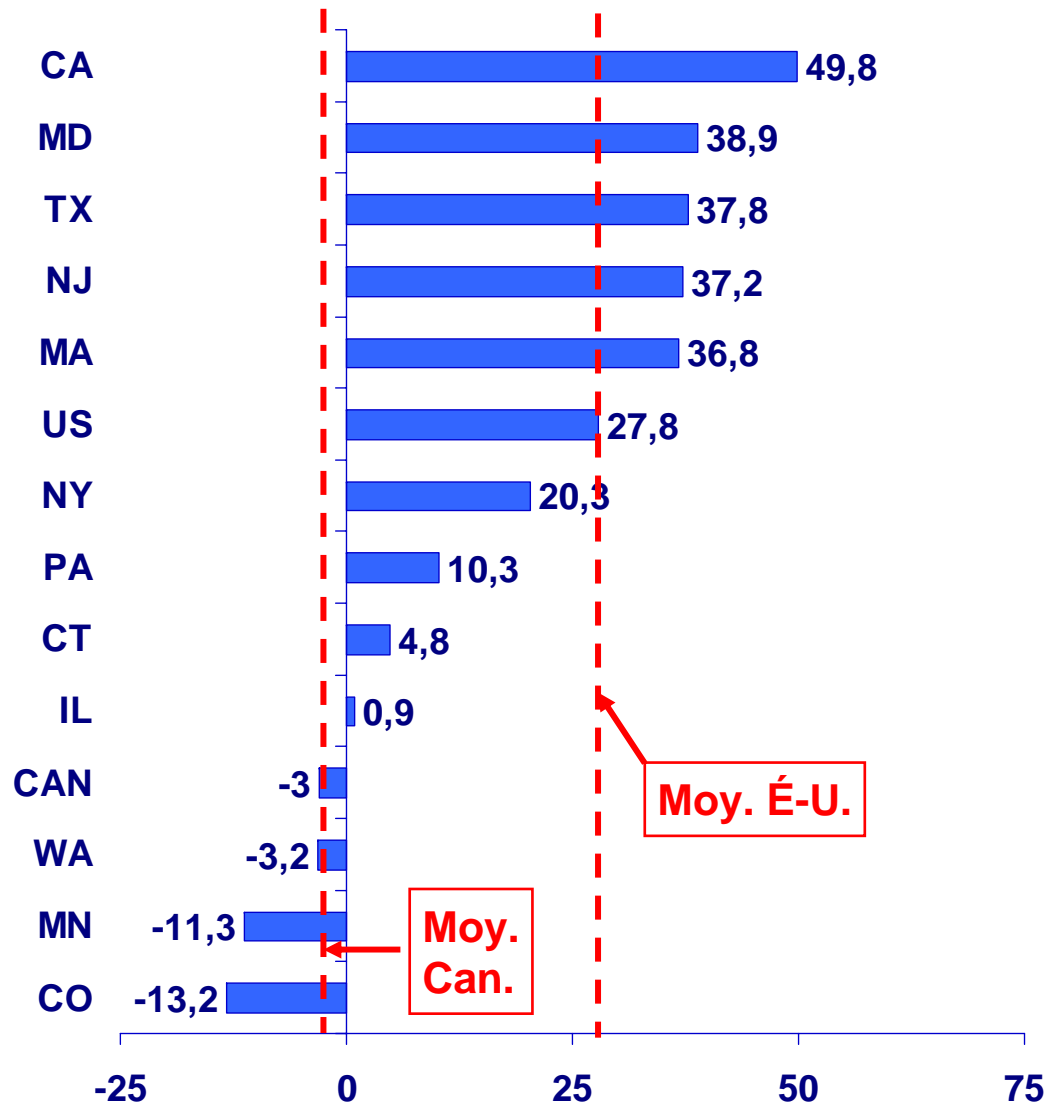
- **Sur la même base (composite (95-05))**
  - La médiane américaine et le 4<sup>e</sup> quartile sont très semblables à ceux du Canada
  - La moyenne commune est meilleure en raison du 1<sup>er</sup> quartile

## États-Unis : rendements depuis le début par composite

Rdts annuels	Vintage Year	Num	Pooled					
			Avg	Max	Upper	Med	Lower	Min
	1990-05	663	26.8	721.0	17.9	0.0	-10.7	-100.0
	1991-05	641	26.6	721.0	16.4	-0.5	-11.2	-100.0
	1992-05	623	26.4	721.0	15.9	-0.7	-12.0	-100.0
	1993-05	598	25.6	721.0	15.1	-1.3	-12.5	-100.0
	1994-05	558	22.1	721.0	13.6	-1.7	-13.4	-100.0
	<b>1995-05</b>	<b>518</b>	<b>16.6</b>	<b>721.0</b>	<b>10.5</b>	<b>-2.3</b>	<b>-14.0</b>	<b>-100.0</b>
	<b>Canada since inception</b>							
	All Venture	126	-3.0	98.4	5.8	-2.4	-13.9	-96.1

# Les États hors de la Californie, de la Nlle Angleterre/Mid-Atlantique et du Texas se comparent au Canada

## Rendements sur 10 ans



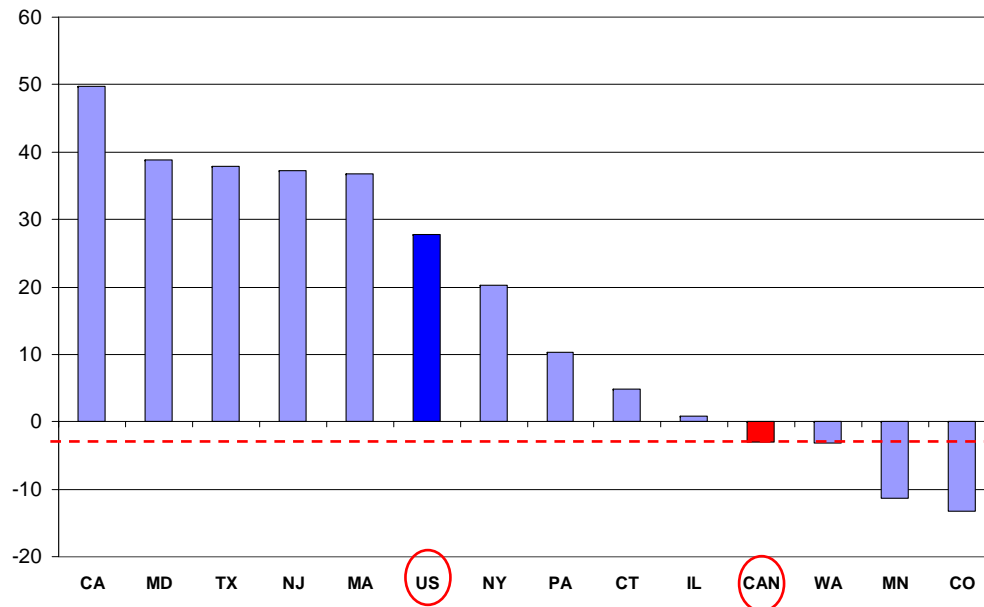
- Les rendements aux É-U sont tirés par des États ayant une forte base en R&D : CA, MD, TX, NJ, MA
- WA est faible malgré une longue histoire de CR et des gagnants connus (MSFT, AMZN, RNWK, Immunex, etc.)
- Le CR canadien est plus récent que celui de la plupart des États
- Limitée aux fonds 95-05, la performance américaine hors CA, MA, MD, NJ et TX est proche de la performance canadienne

## É-U moins (CA, MA, MD, NJ, TX)

	Tous fonds	95-05
Rdt 10 ans	11.4%	0,6%
# Fonds	473	205

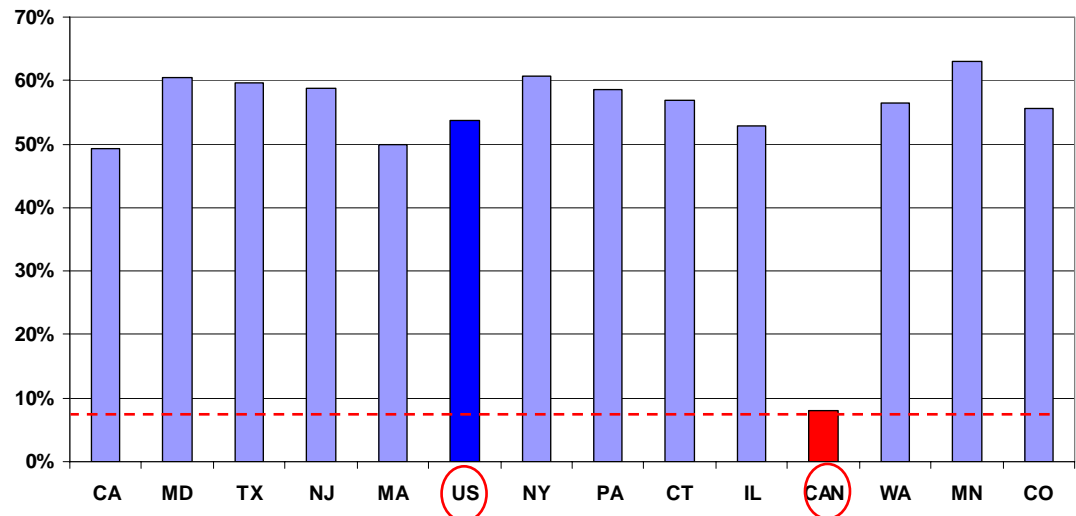
# Les rendements canadiens sont inférieurs à ceux de la plupart des États américains (détails)

## Rendements sur 10 ans – États avec plus de 20 fonds



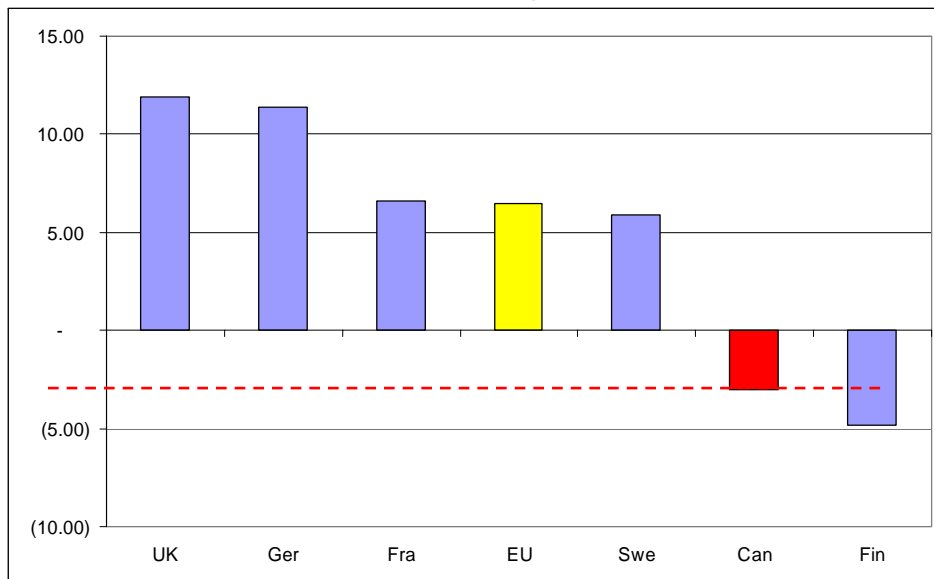
- Les rendements aux É-U sont tirés par des États ayant une forte base en R&D : CA, MD, TX, NJ, MA
- WA est faible malgré une longue histoire de CR et des gagnants connus (MSFT, AMZN, RNWK, Immunex, etc.)
- Le CR canadien est plus récent que celui de la plupart des États, y compris des États de deuxième zone tels que IL, WA, MN, CO

## % de fonds formés avant 1995



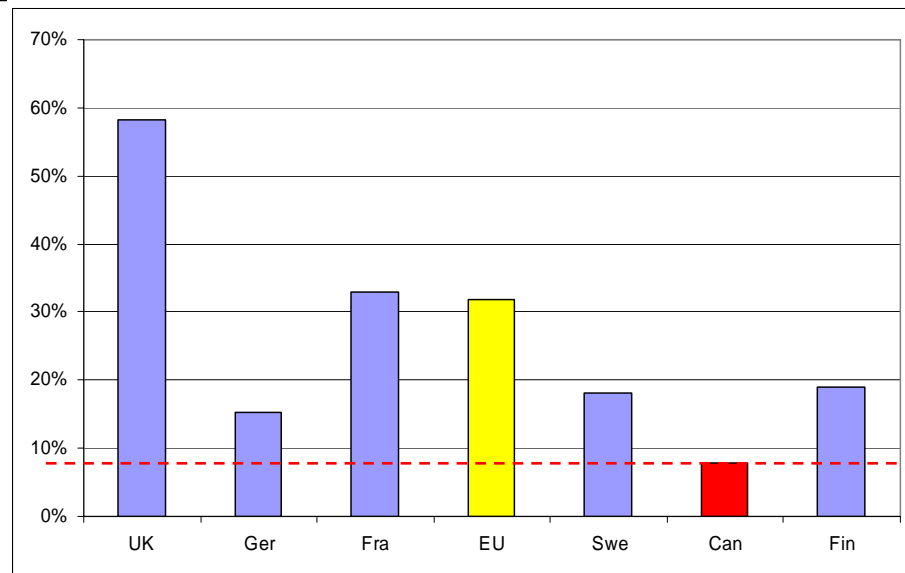
# Les rendements canadiens sont inférieurs à ceux de la plupart des pays européens (détails)

## Rendements sur 10 ans – Pays avec plus de 20 fonds

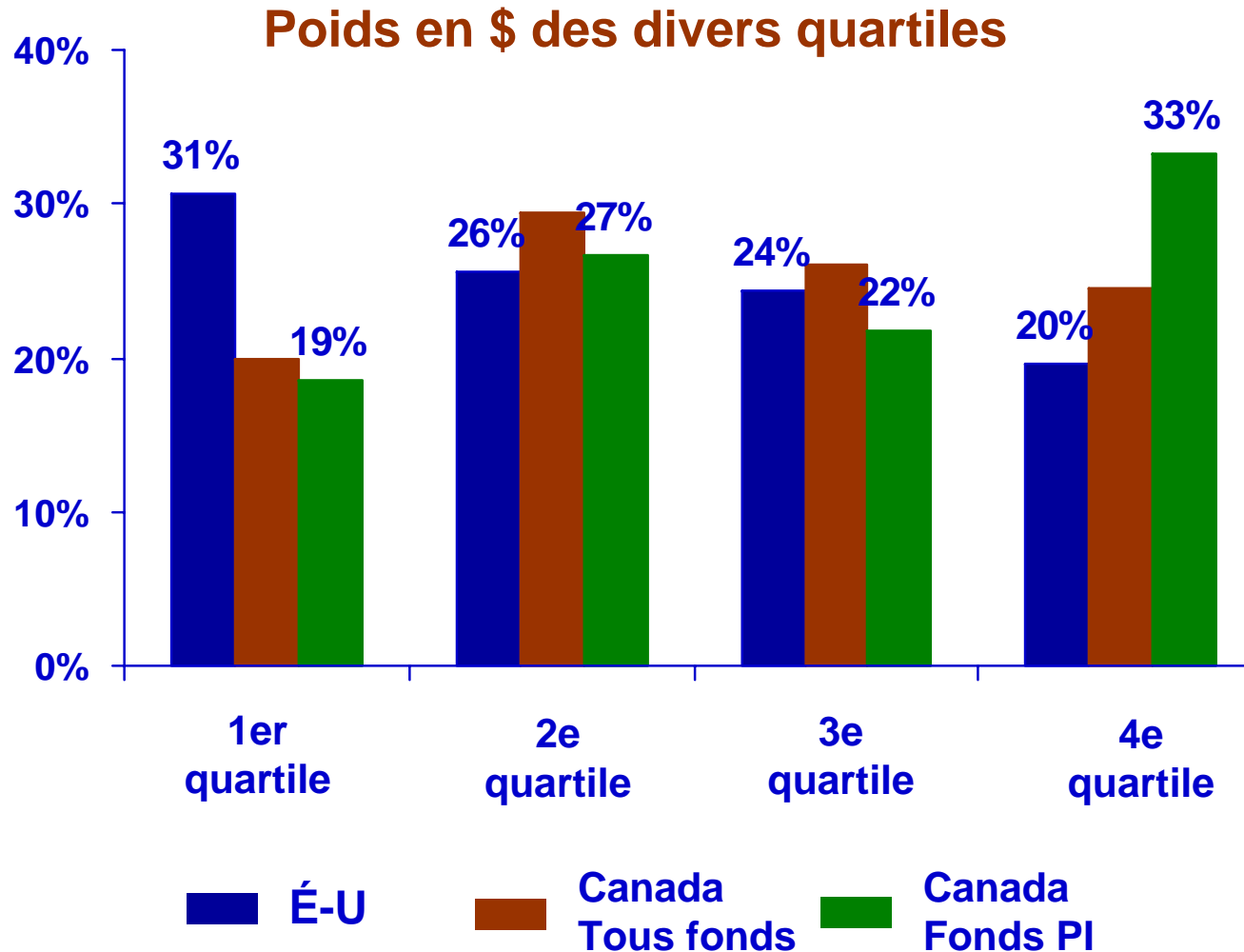


- Les rendements européens sont tirés par les moteurs traditionnels : R-U, Fra, All.
- La Finlande est faible en dépit d'un nombre appréciable de fonds et d'un leader d'industrie comme Nokia
- L'Europe est plus jeune que les É-U (sauf le R-U) mais plus ancienne que le Canada
- Les rendements sont corrélés avec l'âge sauf :
  - All. supérieure à son âge
  - Fin inférieure à son âge

## % de fonds formés avant 1995



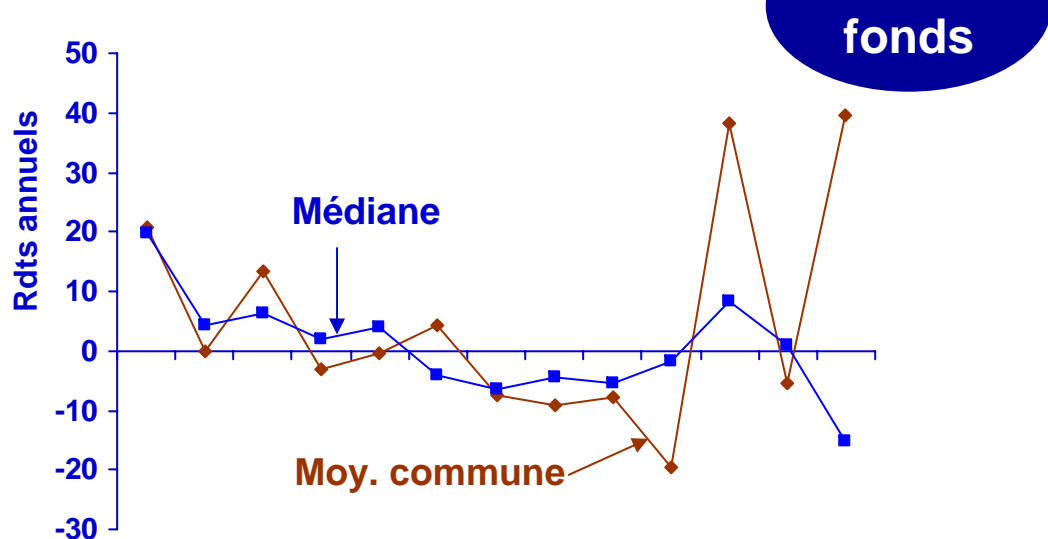
# Processus de sélection : les capitaux ne sont pas encore concentrés sur les meilleurs gestionnaires



**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**

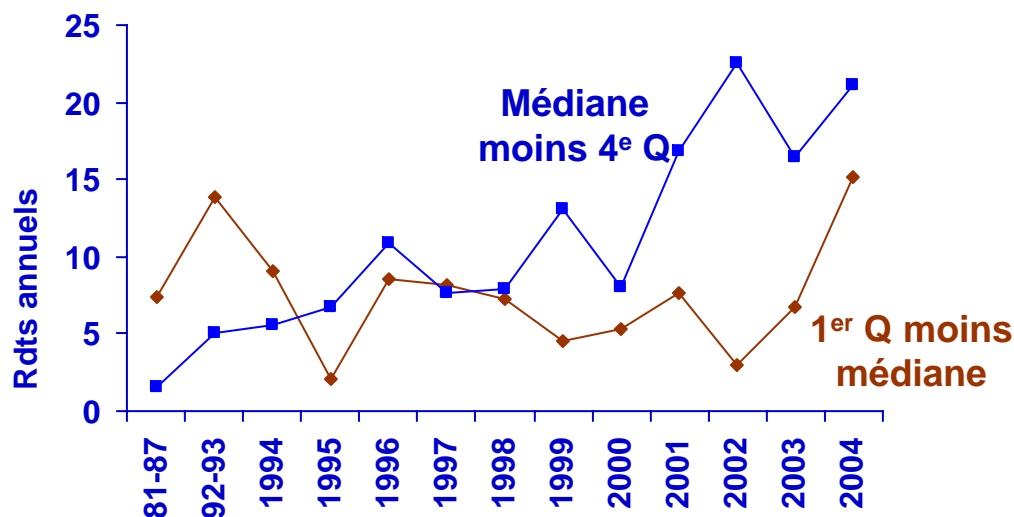
# Processus de sélection : les capitaux ne sont pas encore concentrés sur les meilleurs gestionnaires (détails)

## Rendements par cuvée

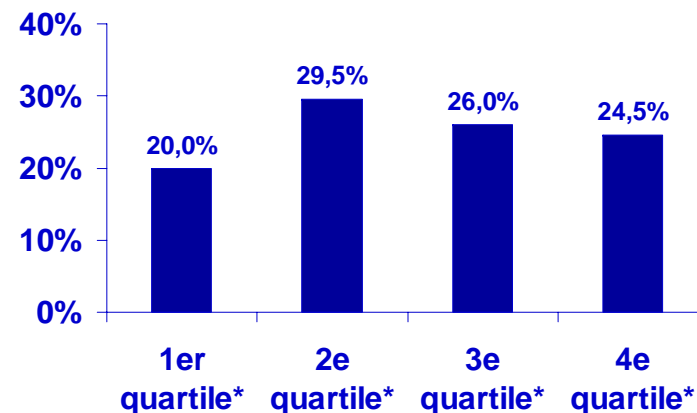


**Les rendements de la moyenne commune tendent à être sous la médiane**

- La différence entre la médiane et le 4<sup>e</sup> quartile est supérieure à celle entre le 1<sup>er</sup> quartile et la médiane
  - Les fonds de tête ne compensent pas pour les fonds de queue
- Le 1<sup>er</sup> quartile est le plus petit
  - Les capitaux ne sont pas encore dirigés vers les meilleurs gestionnaires



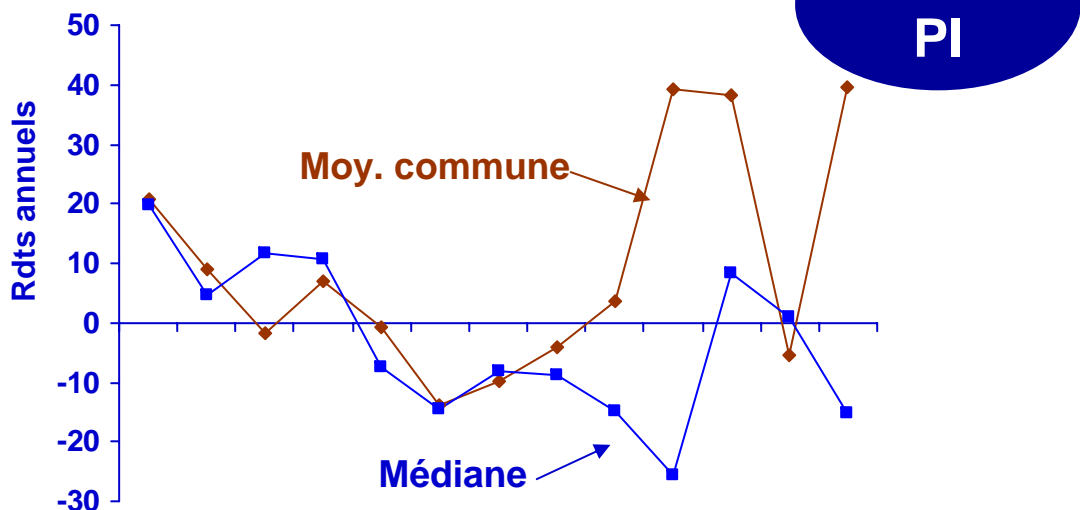
## Capital sous gestion par quartile



\*Toutes cuvées confondues (approximation)

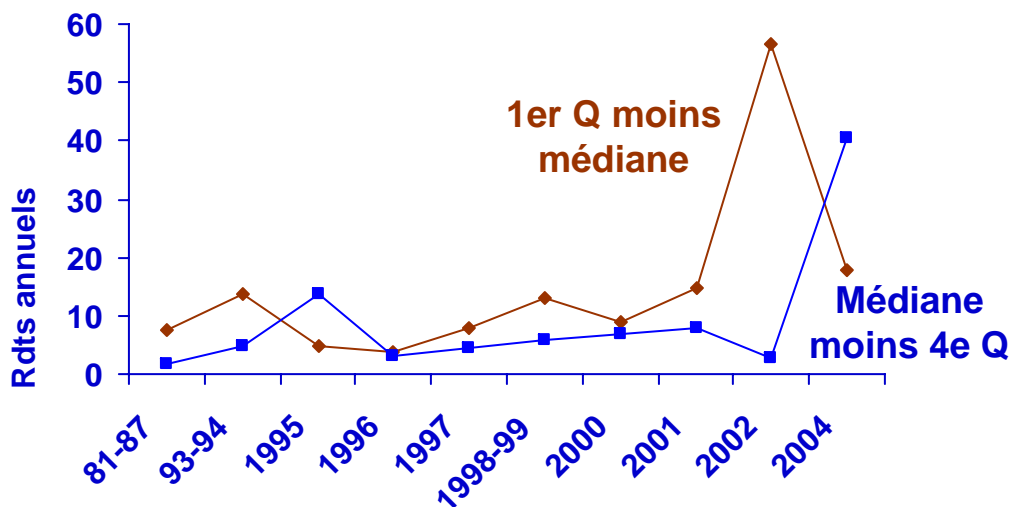
# Processus de sélection : les capitaux ne sont pas encore concentrés sur les meilleurs gestionnaires (détails)

## Rendements par cuvée

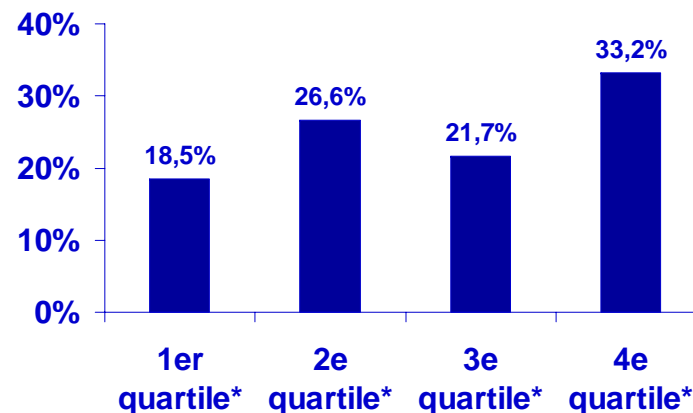


Sauf pour les années récentes, la moyenne commune suit la médiane

- Les bons gestionnaires se détachent plus clairement
  - La distribution des rendements est plus étalée
- Le 1<sup>er</sup> quartile demeure sous-pondéré



## Capital sous gestion par quartile

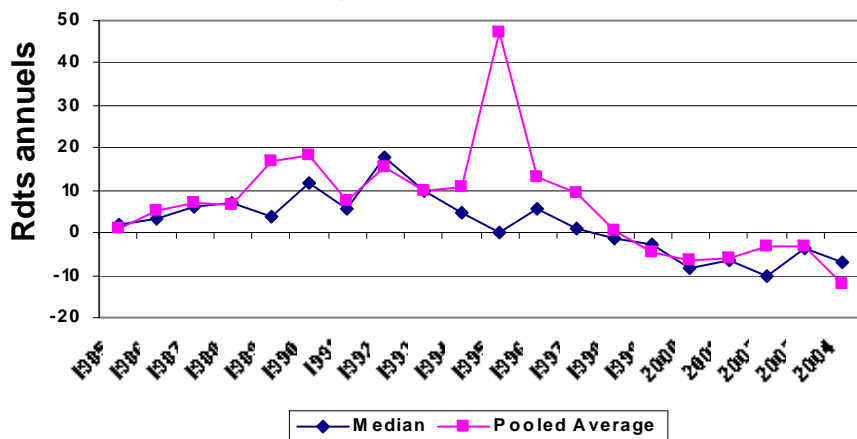


\* Toutes cuvées confondues (approximation)

# Le poids relatif des derniers quartiles est plus élevé au Canada (Processus de sélection – détails)

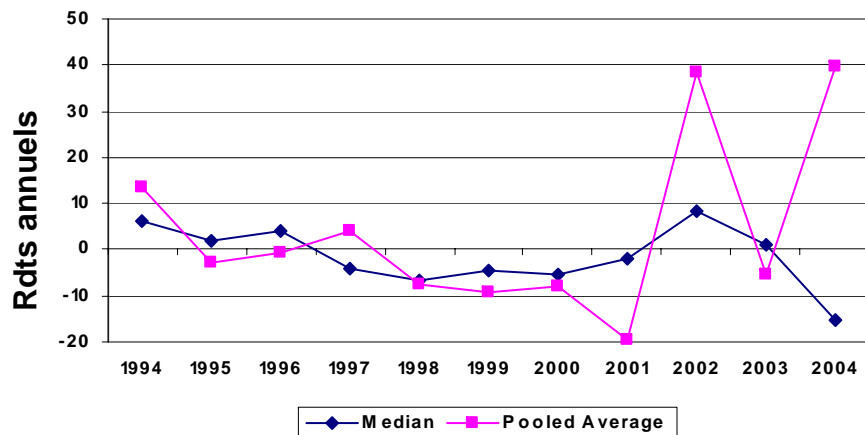
## Rendements cumulés par cuvées

### Europe : moy. commune et médiane

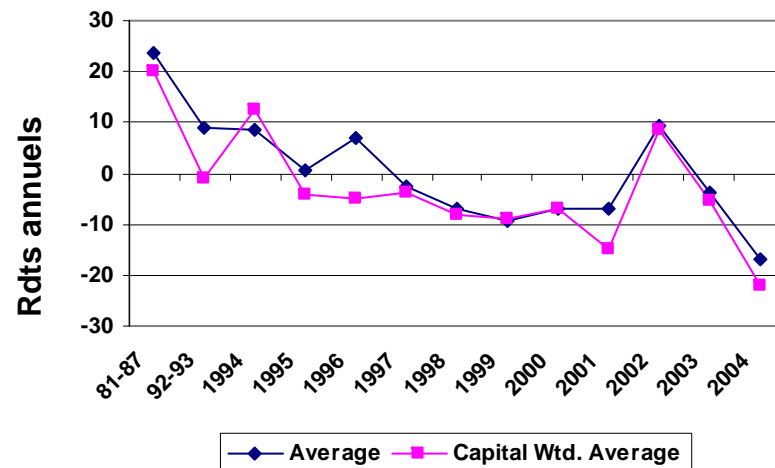


- Aux É-U, la moyenne commune suit le 1<sup>er</sup> quartile
- En Europe, elle est comprise entre le 1<sup>er</sup> quartile et la médiane
- Au Canada, elle est sous la médiane
- Au Canada, la moyenne pondérée par les dollars est sous la moyenne

### Canada : moy. commune et médiane



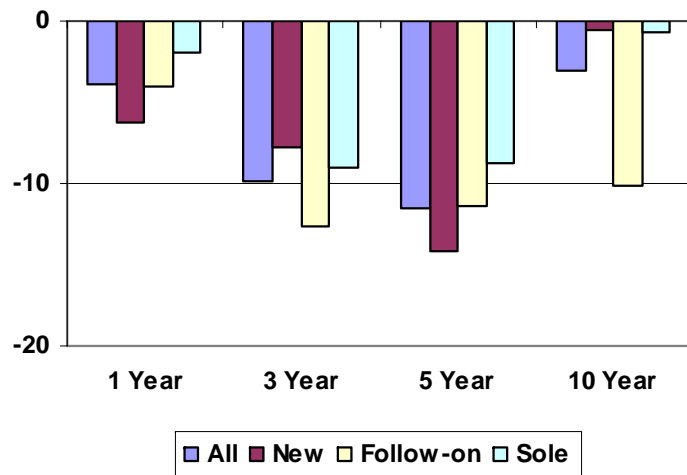
### Canada : moyenne et moyenne pondérée par les \$



# Processus de sélection (détails)

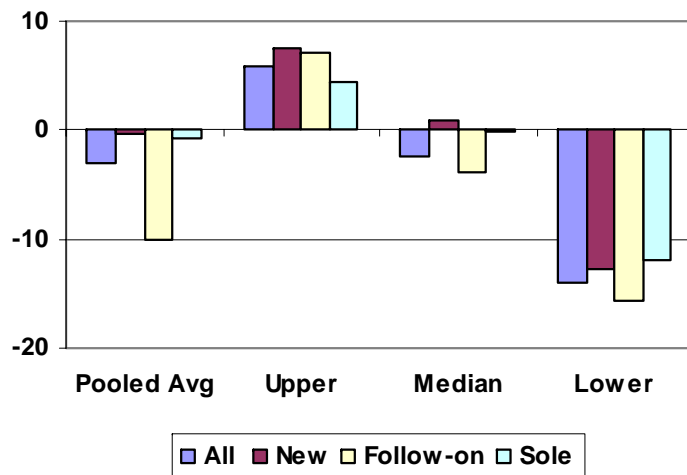
## Les fonds suivants sont moins performants que les nouveaux fonds

### Canada : rendements par période



- Sur 10 ans, les fonds suivants sont moins performants que les nouveaux fonds et les fonds seuls
- Il en est de même pour les rendements depuis le début (moy. commune)
- Pour le 1<sup>er</sup> quartile, les nouveaux fonds sont également meilleurs
- Le processus de sélection lors de la levée des fonds suivants ne semble pas être efficace
- Toutefois, la répartition des fonds dans le temps peut expliquer une partie de ces résultats

### Rendements annuels cumulés depuis le début



- **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**

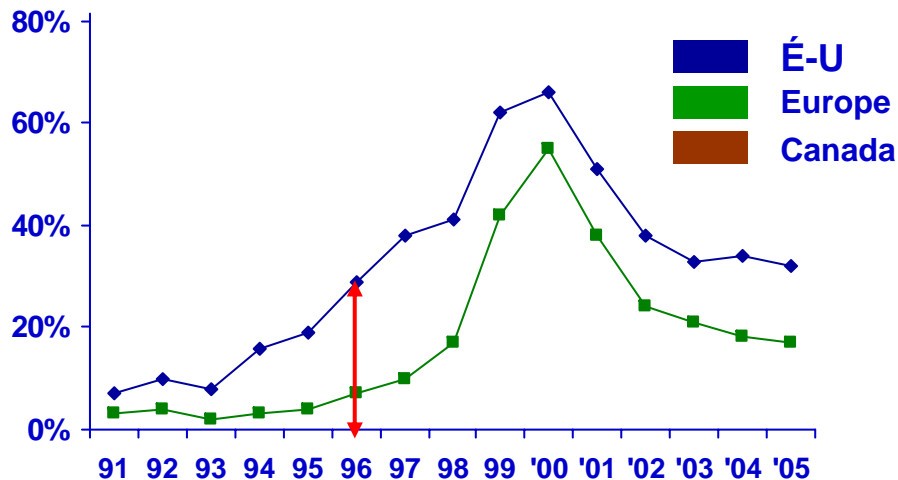
- Où en est on ?
- Quels sont les obstacles ?
- Quelles recommandations ?

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

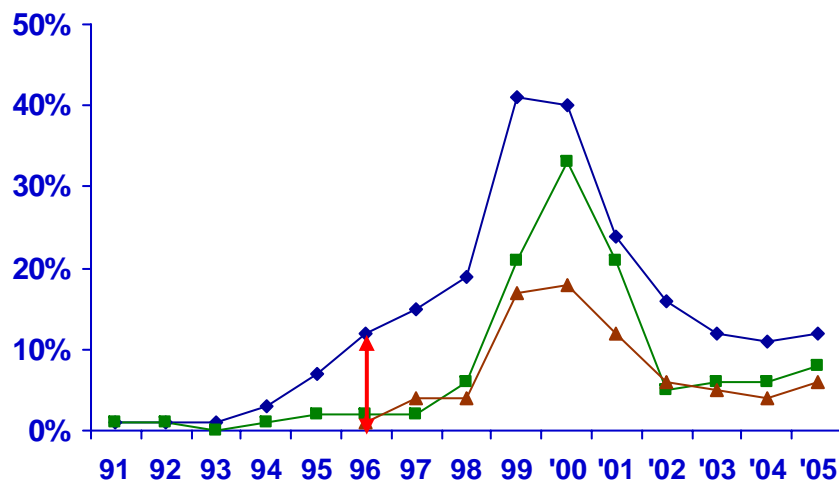
### Firmes de CR investissant dans des cibles Internet



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



# Bâtir des gagnants avec de grosses valeurs de sortie

## Les faits

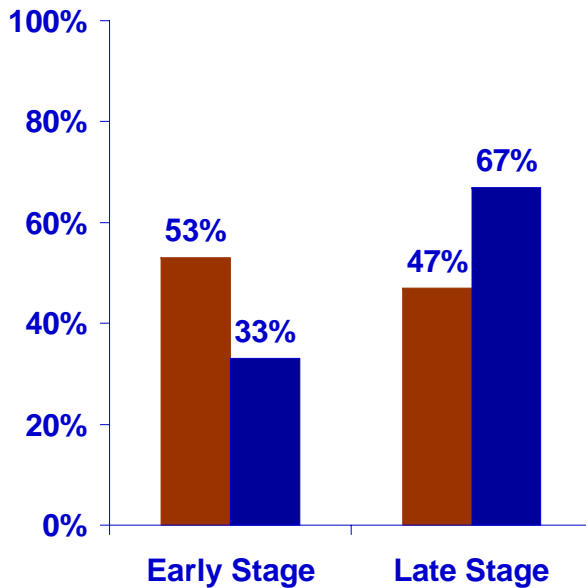
- **Les fonds de CR canadiens tendent à :**
  - Se concentrer sur les « early stage »
  - Investir moins fréquemment dans les « late stage » et avec des montants beaucoup plus petits
- **Un plus petit nombre de sorties et avec des valeurs beaucoup plus petites**
- **Les valeurs de sortie sur le marché 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**

# Le CR canadien es davantage concentré sur les « early stage » et les financements sont plus petits

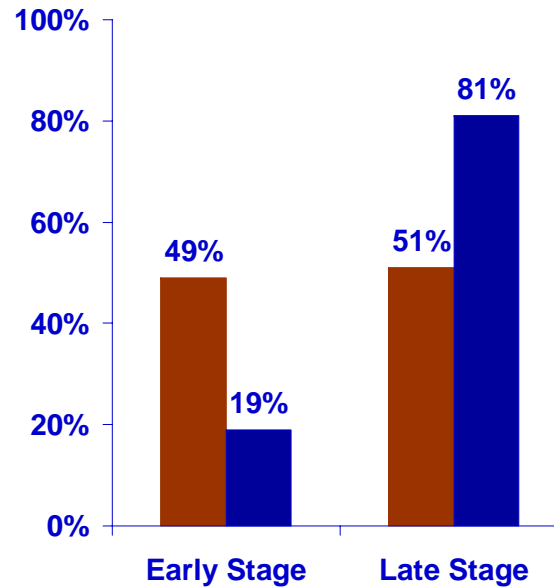
## Investissement par stades (2002-2005)

■ É-U  
■ Canada

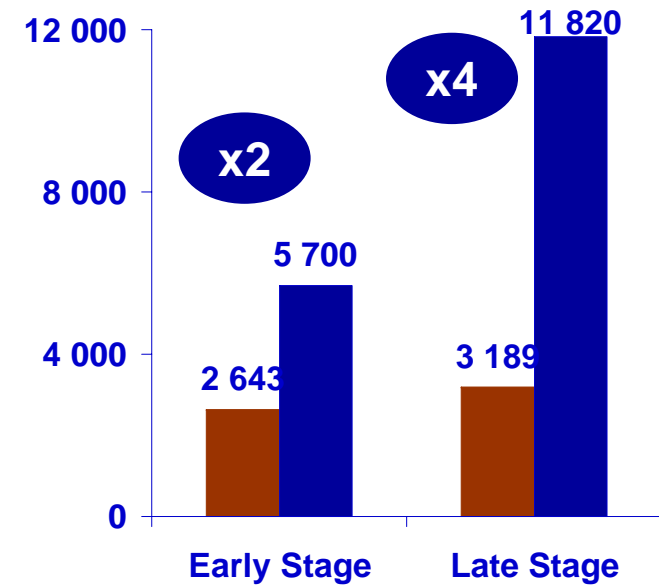
### Nombre de financements



### Montants investis



### Financement moyen (k\$)



### Comparé aux É-U

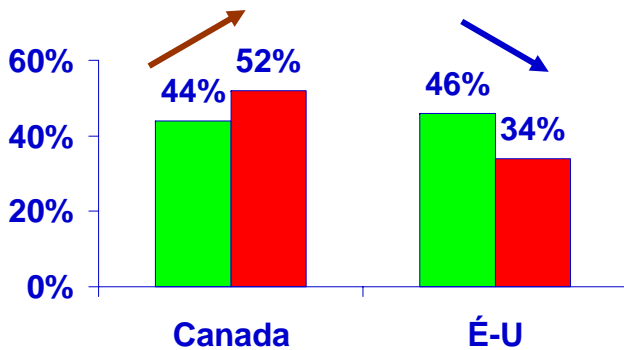
- Le Canada est biaisé de façon écrasante vers les « early stage »
- La taille des financements est la moitié ou le quart de ce qu'elle est aux É-U

# Le CR canadien est beaucoup plus concentré sur les « early stage » et de façon croissante (détails)

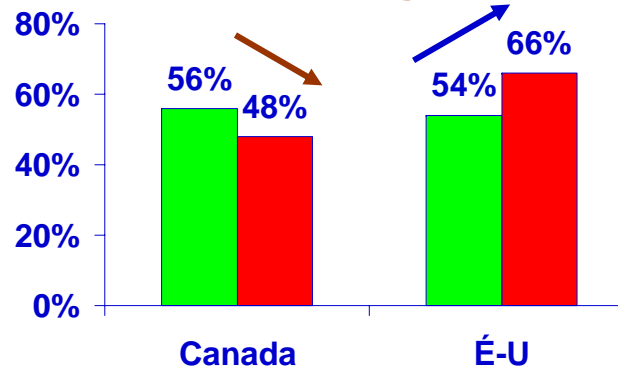
Nombre de financements (rondes) par stade

1996-2000  
2001-2005

Early Stage

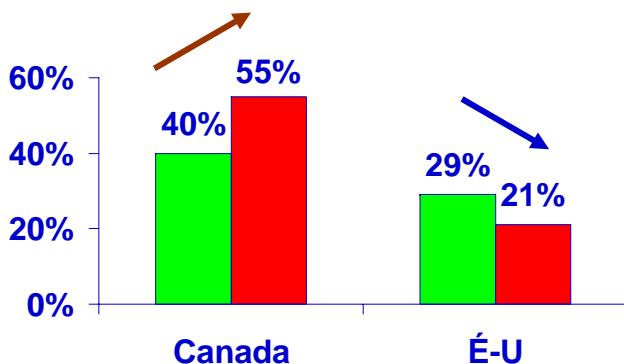


Late Stage

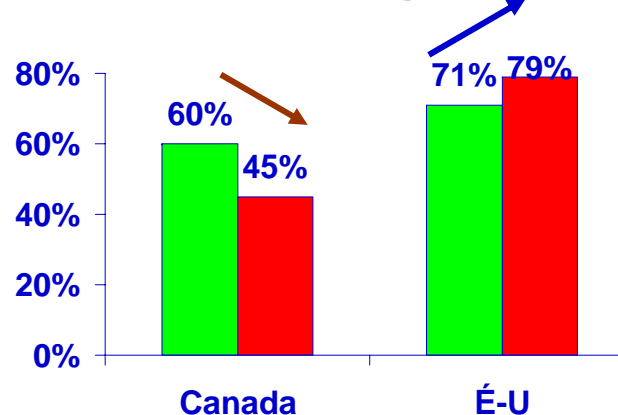


Montants investis par stade

Early Stage



Late Stage



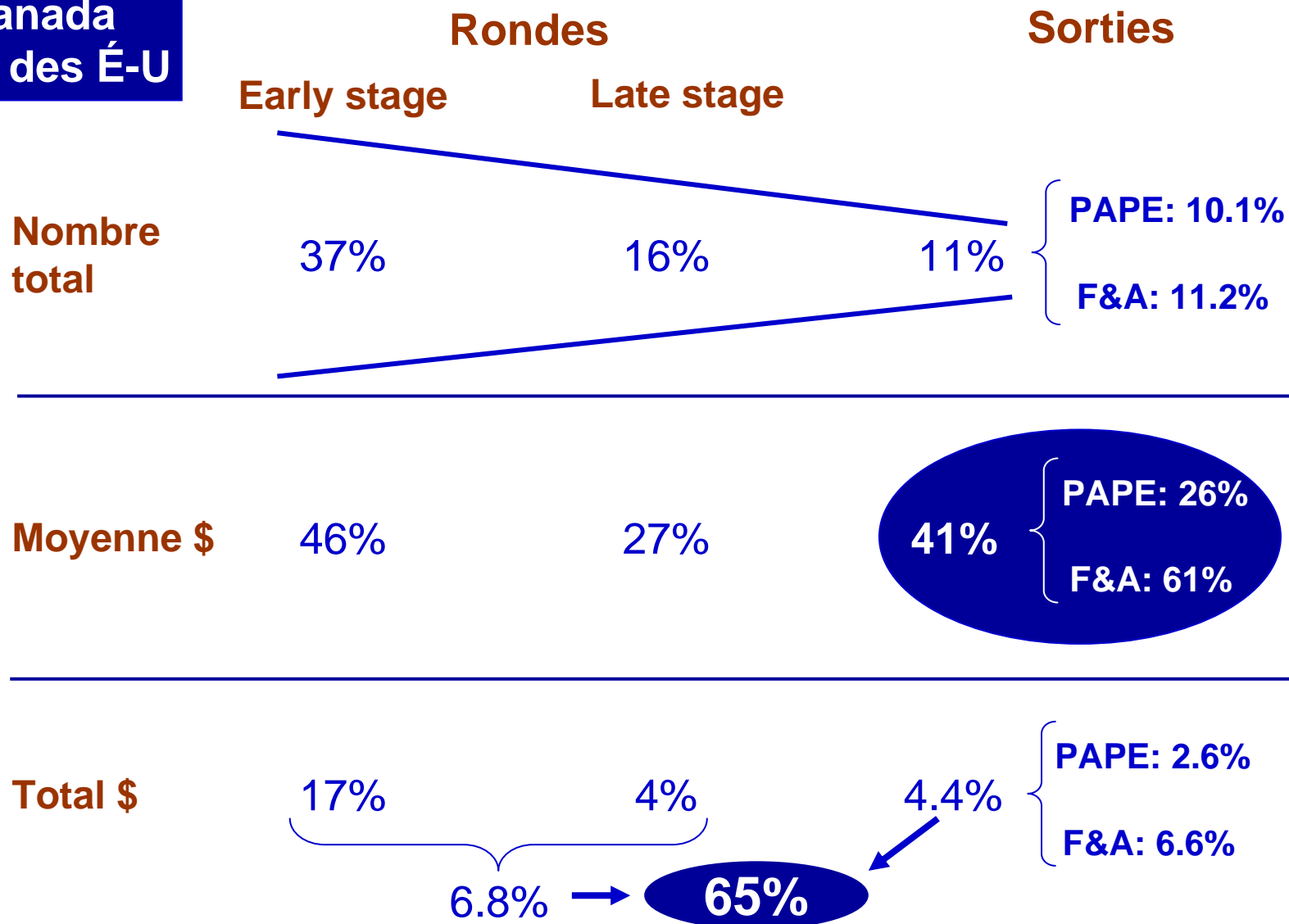
■ Entre les périodes 1996-2000 et 2001-2005

- Les rondes « early stage » ont décliné aux É-U de 46% à 34% du total des rondes et de 29% à 21% des montants investis
- Au Canada, les rondes « early stage » se sont accrues de 44% à 52% du total des rondes et de 40% à 55% des montants investis

# 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**

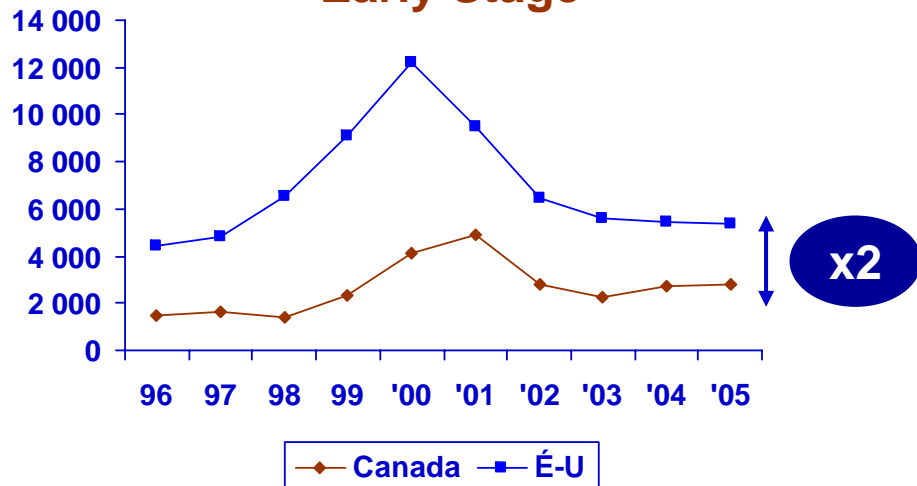


Données 2002-2005– Source : Thomson Macdonald  
Valeurs extrapolées à partir des données divulguées

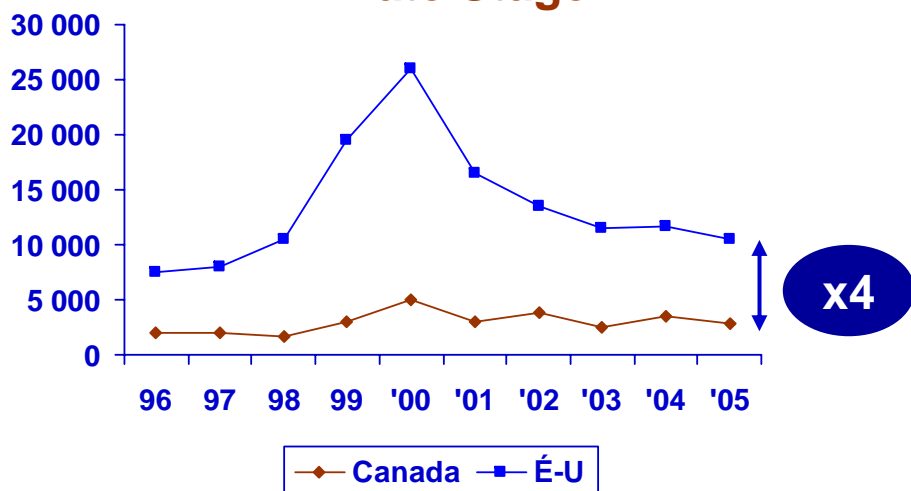
# Un dysfonctionnement du pipeline (détails)

## Montants moyens par ronde (kCan\$)

### Early Stage

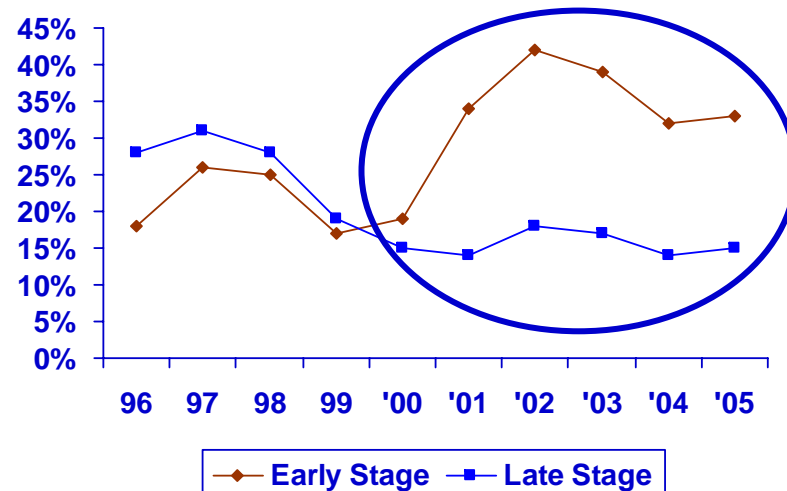


### Late Stage



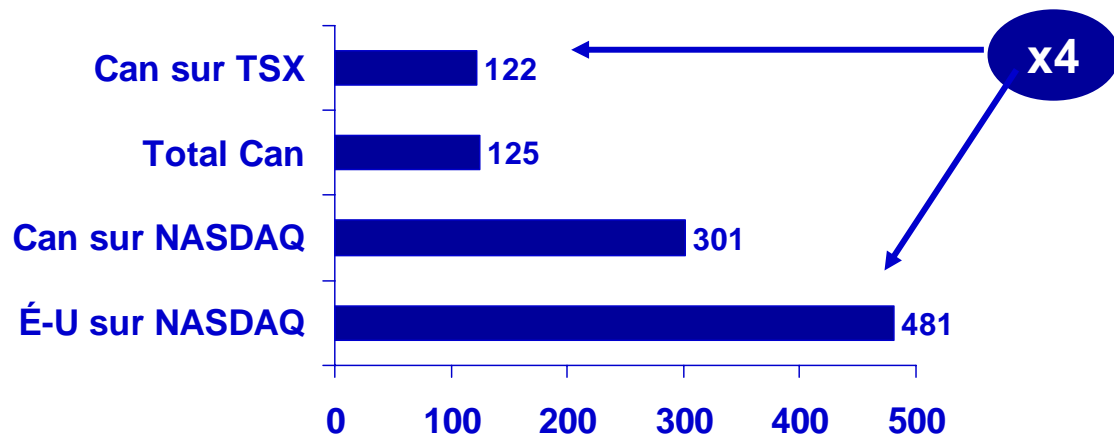
- Le PIB Canadien représente 8% du PIB américain
  - Comparé aux É-U,
    - Le nombre de rondes financées après la bulle (02-05) est de 35 % pour les « early stage » et 16 % pour les « late stage »
    - Les montants moyens investis sont de 46% pour les early stage et 26 % pour les « late stage »
- Bloqué dans les « early stage » ?

## Nombre de rondes au Canada vs É-U

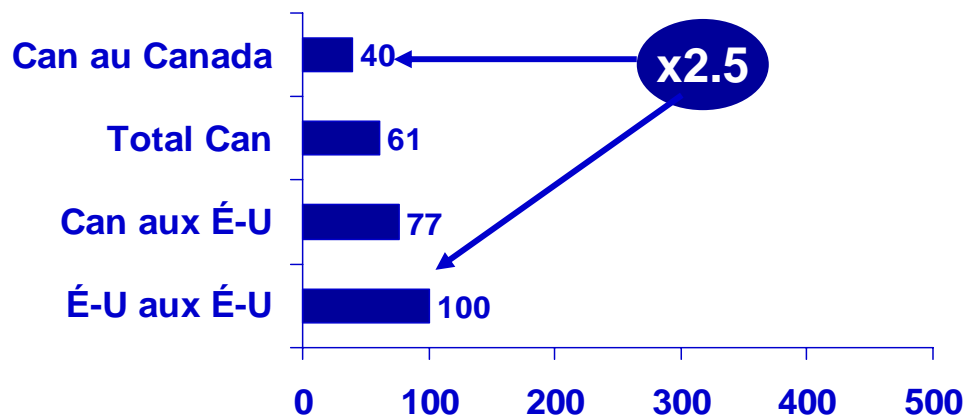


# Les valeurs de sortie sont beaucoup plus élevées aux É-U

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



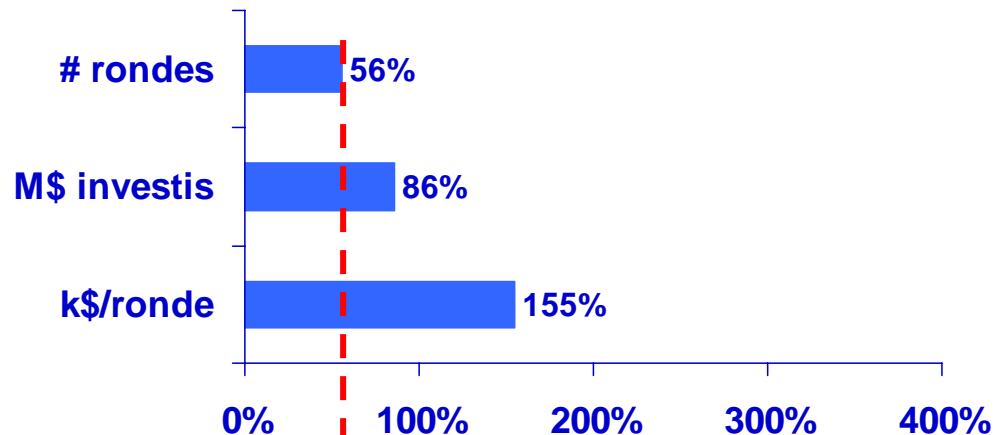
## Prix d'achat moyen (MCan\$)



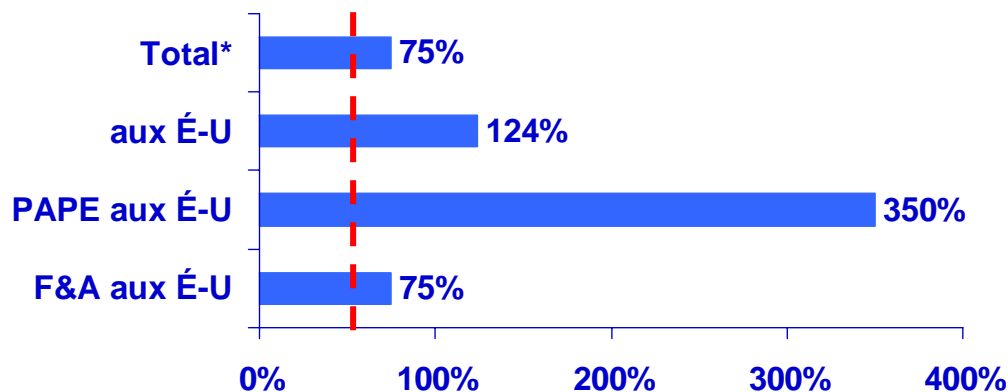
- Les valeurs de sortie au Canada sont beaucoup plus faibles qu'aux É-U
- Pour obtenir de bonnes valeurs de sortie, les cles doivent satisfaire aux normes du NASDAQ ou intéresser un acheteur global
- Les valeurs de sortie de cles canadiennes aux É-U demeurent plus faibles que la moyenne des sorties américaines

# 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 :

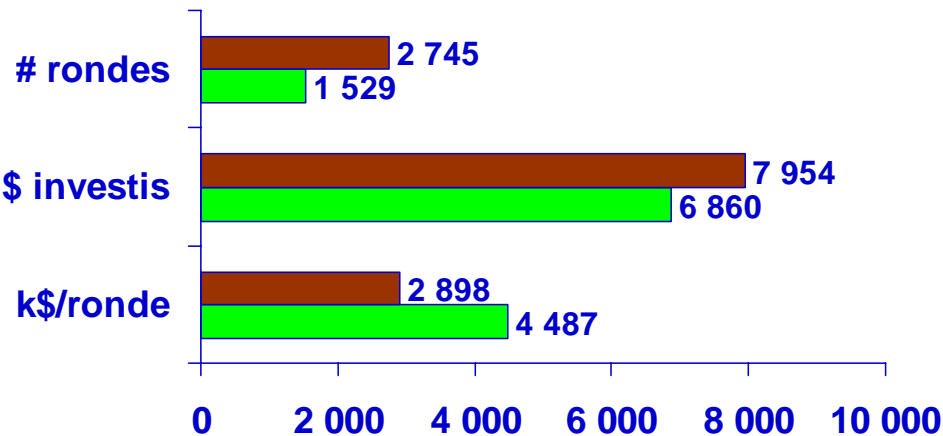
- finance 44% de moins de rondes que le Canada
- a 25% de moins de sorties (total) et 24 % de plus de sorties aux É-U
- 64% des sorties israéliennes sont aux É-U contre 38% pour les sorties canadiennes

Données 2002-2005– Source : Thomson Financial et IVC, transactions divulguées \*inclut toutes les localisations

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

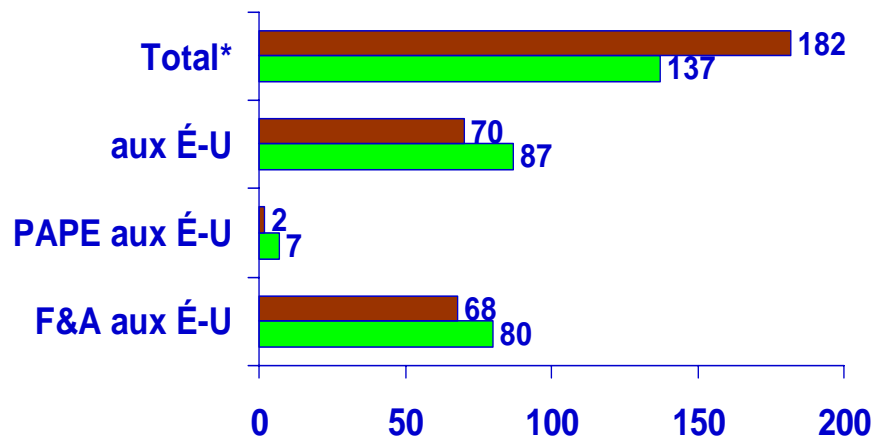
## Investissements de CR

Canada  
Israël

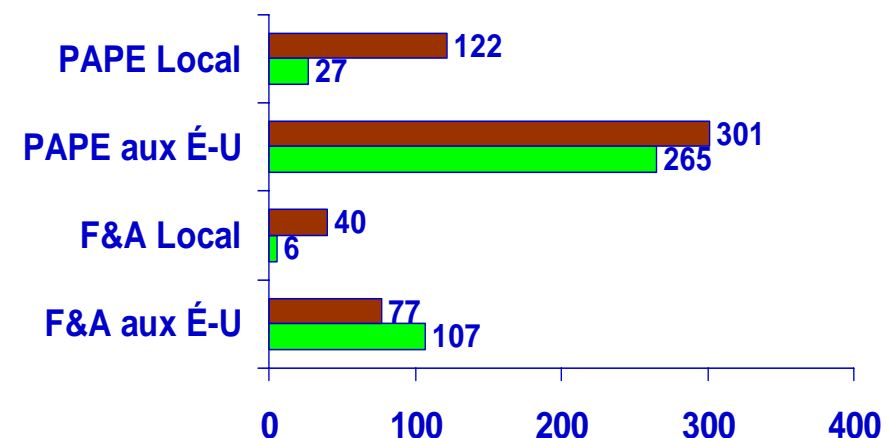


- Israël finance 44% de moins de rondes que le Canada
- a 25% de moins de sorties (total) et 24 % de plus de sortie aux É-U
- 64% des sorties israéliennes sont aux É-U contre 38% de sorties canadiennes aux É-U
- Les valeurs de sortie sont bien supérieures aux É-U que localement

## Nombre de sorties (2002-2005)



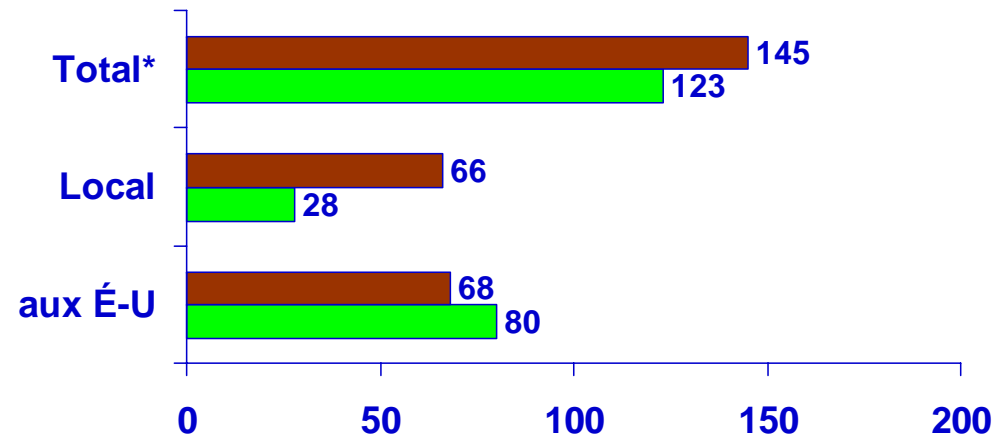
## Valeurs moy. de sortie (2002-2005)



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

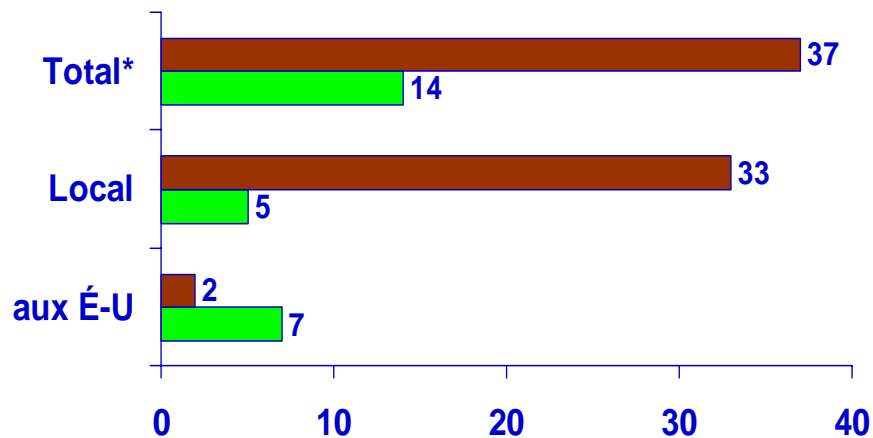
## Nombre de F&A

Canada  
Israël

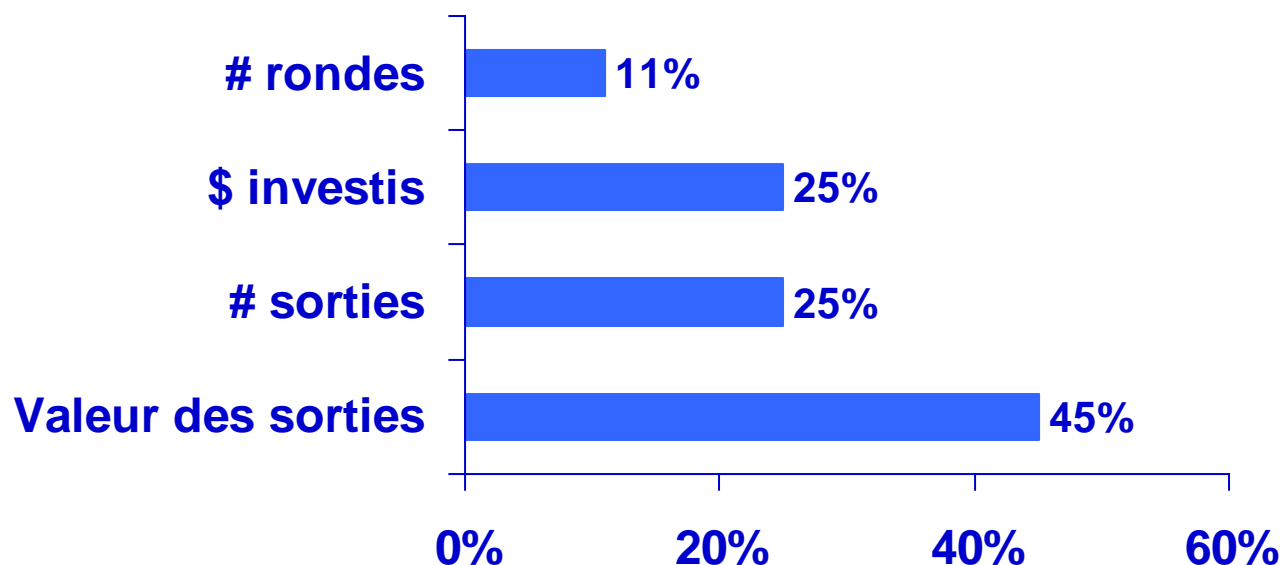


- 65% des F&A israélienne sont situées aux É-U contre 47% de F&A canadiennes aux É-U
- 50% des PAPE israéliens sont situés aux É-U contre 5% de PAPE canadiens aux É-U

## Nombre de PAPE



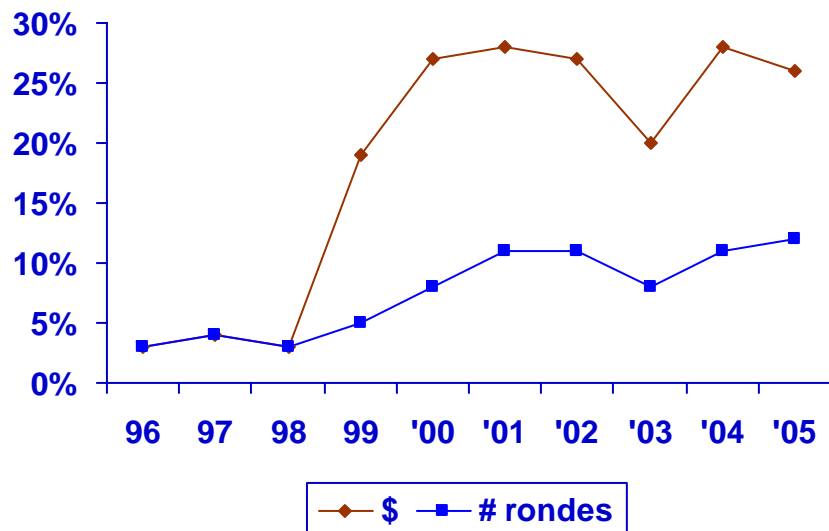
## Participation d'investisseurs étrangers dans les investissements et les sorties canadiens



- 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

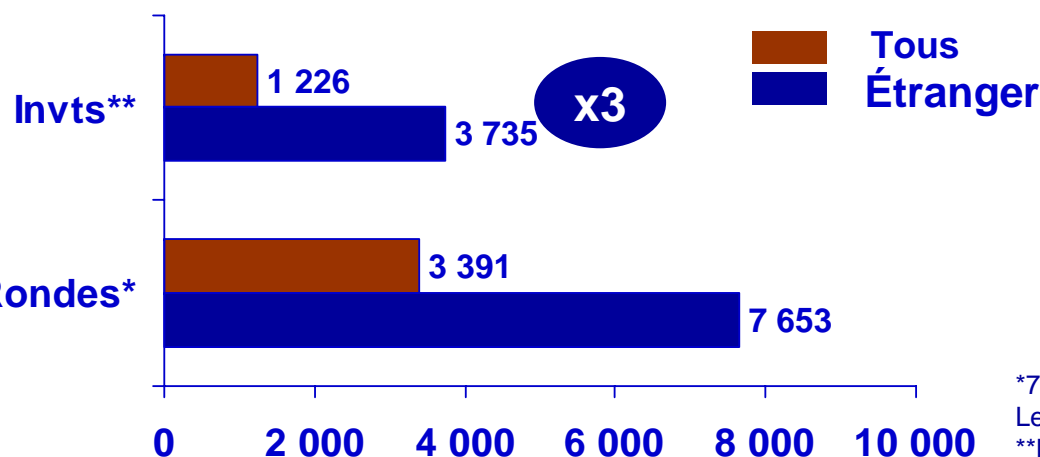
# Les investisseurs étrangers (américains) jouent un rôle très important au Canada depuis 1999 (détails)

**Part des étrangers dans les investissements de CR au Canada**



- Les étrangers représentent 25% des montants totaux investis et 12% du nombre de rondes depuis 1999
- Ils sont moins présents aux stades « seed » et « start-up » et représentent environ 30% des montants investis aux stades « other early stage » et « expansion »
- En moyenne un investissement par un étranger au Canada est 3 fois plus gros qu'un investissement par un investisseur canadien, à tous les stades
- Quand des étrangers sont présents dans une ronde, la participation étrangère à elle seule est deux fois plus grande que la taille moyenne des rondes au Canada

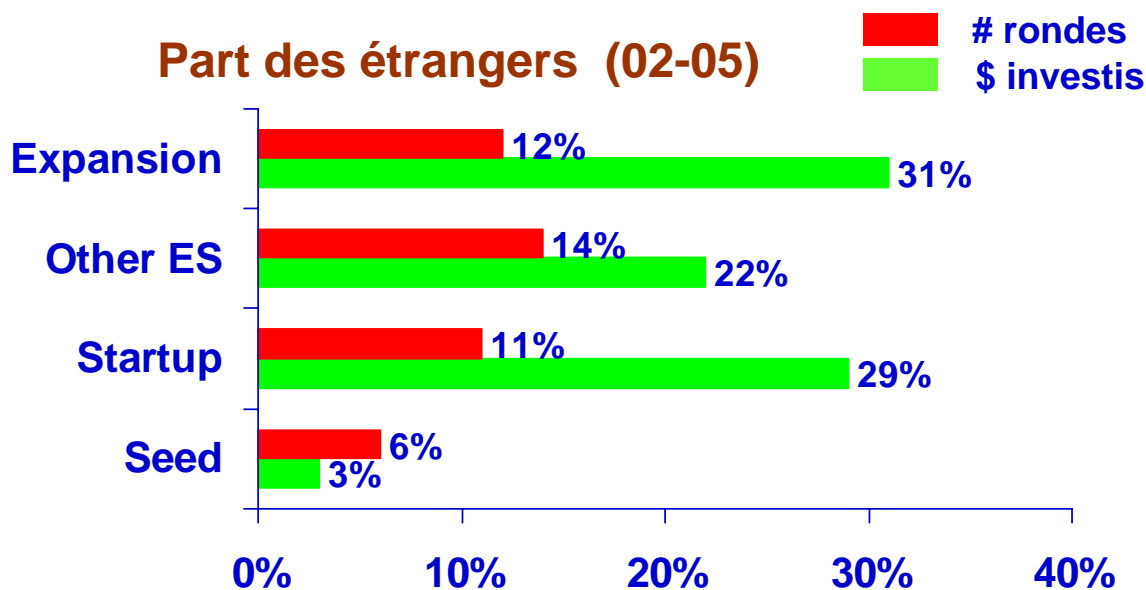
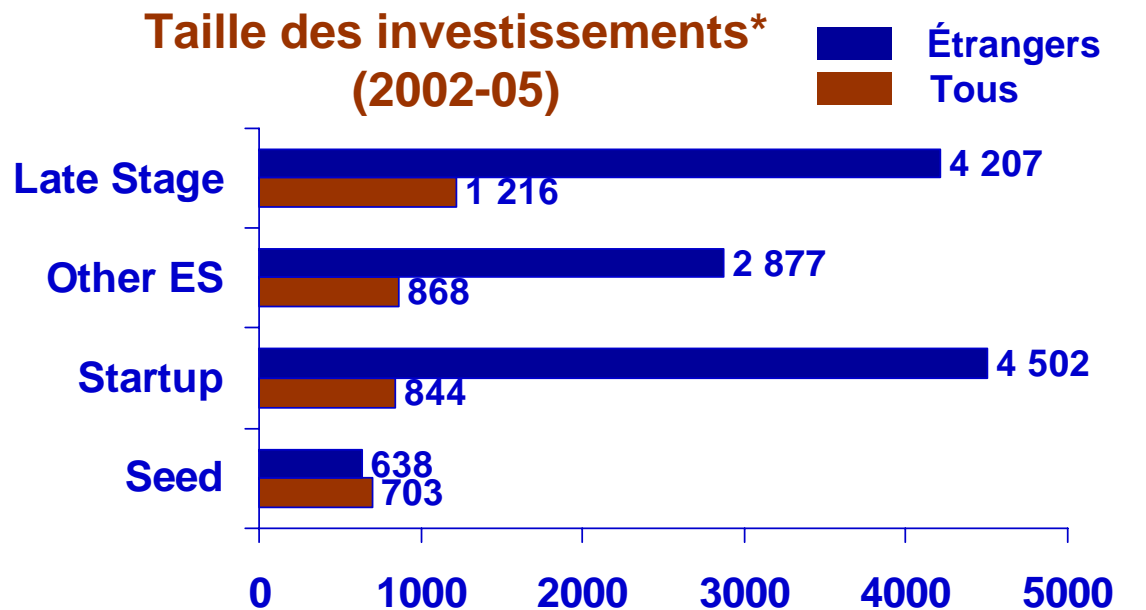
**Taille des investissements et des rondes (2002-05)**



\*7 653 est le montant moyen investi par les investisseurs étrangers seulement  
Le montant de la ronde peut être supérieur (donnée non disponible)

\*\*Montant moyen investi par un seul investisseur

# Les investisseurs étrangers sont présents avec des montants plus élevés à tous les stades sauf le « seed » (détails)



- Les étrangers ne sont pas seulement présents aux stades tardifs
- Entre 2002 et 2005, ils représentent 29% des montants investis au stade « start-up » contre 31% au stade « expansion »
- 44% des montants investis par des étrangers l'ont été dans le « early stage » contre 56% dans le « late stage », ce qui est proche du modèle général canadien que du modèle américain et pourrait correspondre à la structure du deal flow canadien : peu de compagnies ont atteint le « late stage »

\*Montant moyen investi par un seul investisseur

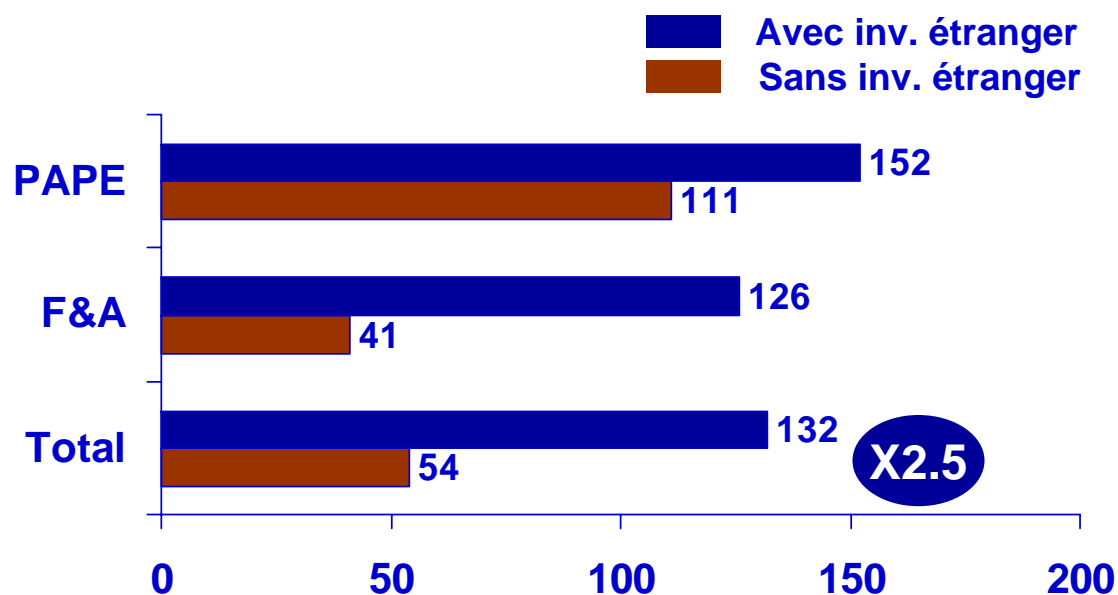
# Les investisseurs étrangers jouent un rôle important dans la construction de valeurs de sortie élevées pour les investissements canadiens (détails)

## Part des étrangers dans les Investissements et les sorties au Canada

Nb de rondes	Nb de sorties	Valeur des sorties
11%	25%	45%

- Les étrangers sont présents dans 11% des rondes canadiennes et apportent 25% des montants totaux investis au Canada
- Ils sont présents dans 25% des sorties qui représentent 45% de la valeur totale des sorties canadiennes financées par le CR
- Leur valeur moyenne de sortie est 2,5 fois plus élevée que la valeur moyenne de sortie de compagnies qui n'ont pas d'investisseurs étrangers

## Valeur moyenne de sortie (MCan\$)



**Il y a des sorties canadiennes avec des valeurs élevées**

**Une part importante des profits qu'elles génèrent revient aux investisseurs étrangers**

# F&As avec investisseurs étrangers (détails)

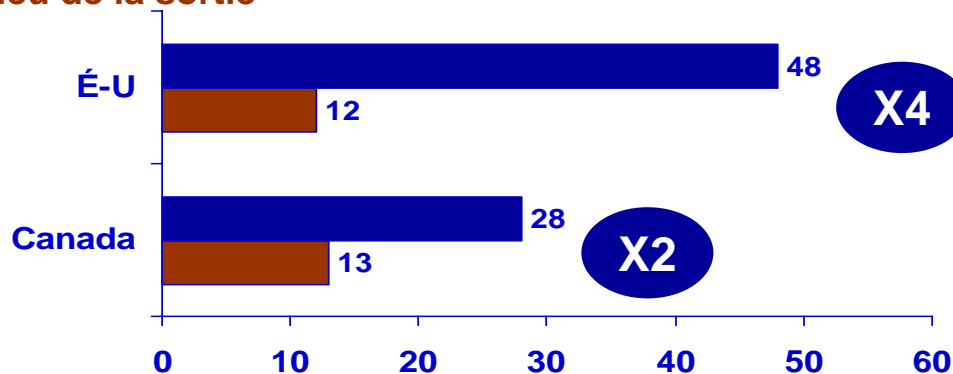
## Plus d'argent investi – Des valeurs de sortie plus élevées

### F&A de cies canadiennes financées par le CR

■ Avec inv. étranger  
■ Sans inv. étranger

### Montants (CR) moyens investis (M\$Can)

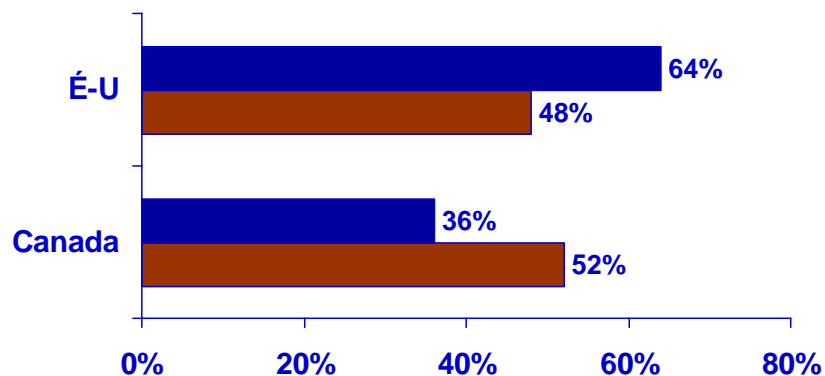
Lieu de la sortie



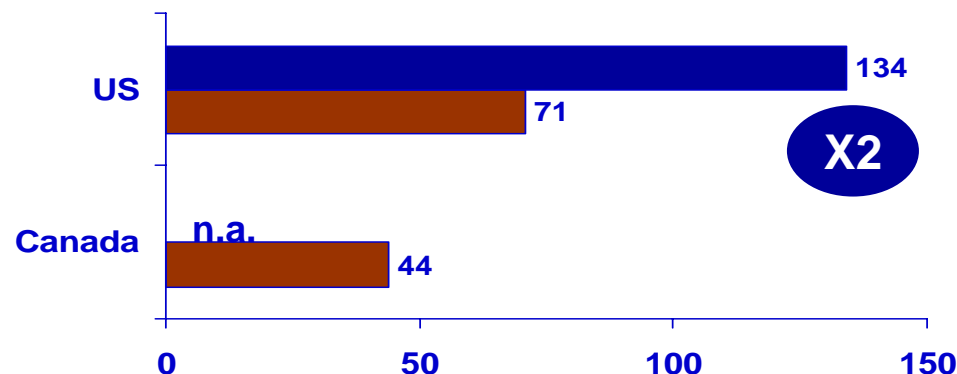
F&A avec un investisseur étranger :

- Ont reçu plus d'argent de CR
- Sont plus fréquemment achetées par des cies situées aux É-U
- Ont des valeurs de sortie plus élevées

### Part des F&A (#) par localisation de l'acheteur



### Prix moyen d'achat (M\$Can)



Données 2002-2005 : 134 F&A de cies canadiennes, 66 in Canada, 68 aux É-U – Source : Thomson financial, transactions divulguées

# PAPE avec un investisseur étranger (détails)

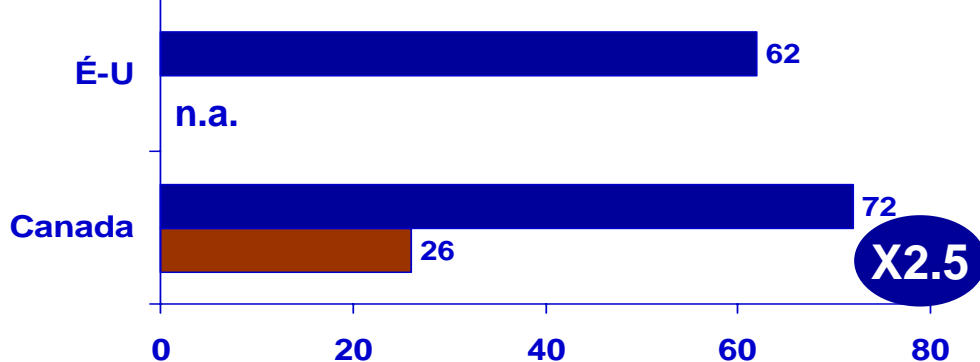
## Plus d'argent investi – Des valeurs de sortie plus élevées

### PAPE de cies canadiennes financées par le CR

■ Avec inv. étranger  
 ■ Sans inv. étranger

### Montants (CR) moyens investis (M\$Can)

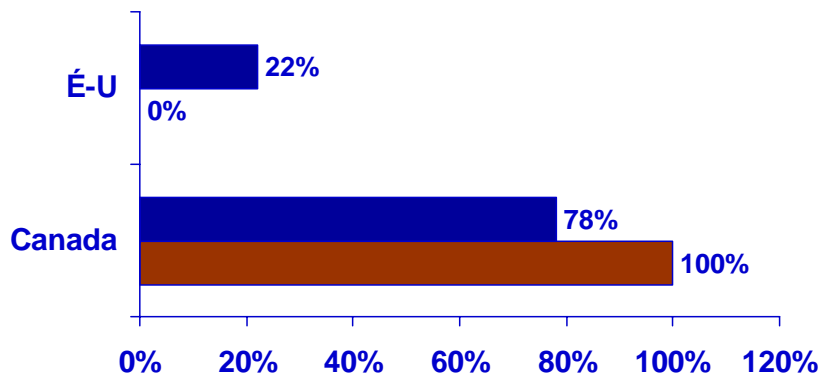
Lieu de la sortie



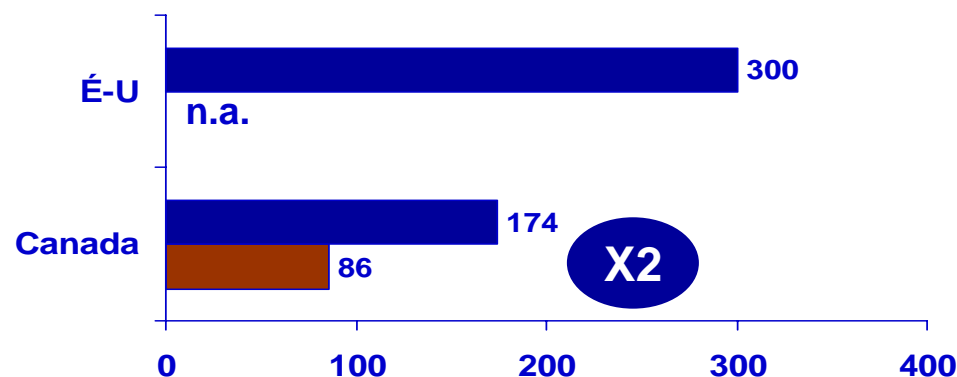
### Les PAPE avec un investisseur étranger :

- Ont reçu plus d'argent de CR
- Sont plus fréquemment sur des bourses américaines
- Ont des valeurs de sortie plus élevées

### Part des PAPE par localisation de la bourse



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



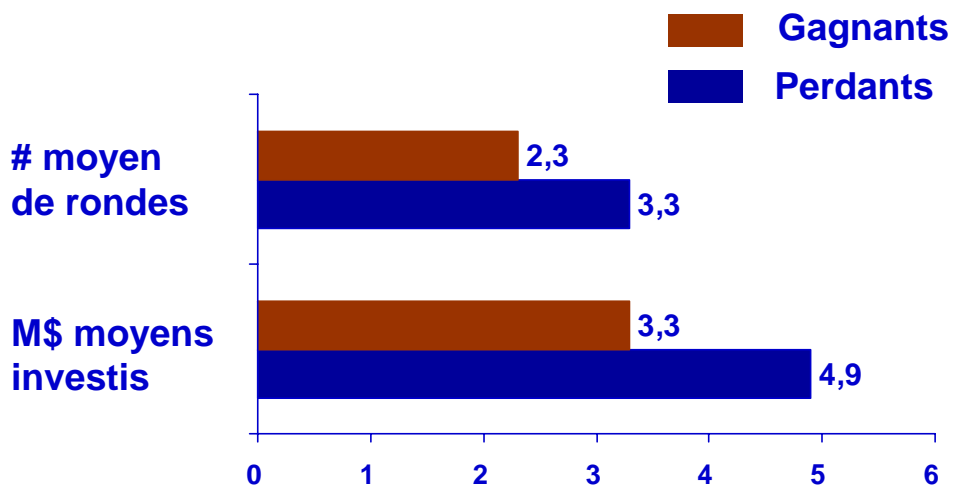
2002-2005 data: 134 IPOs of Canadian companies, 33 in Canada, 2 in the US – Source : VentureXpert and Thomson Macdonald, Disclosed deals

# Entretiens

## Données sur les gagnants et les perdants

**Basé sur les entretiens**

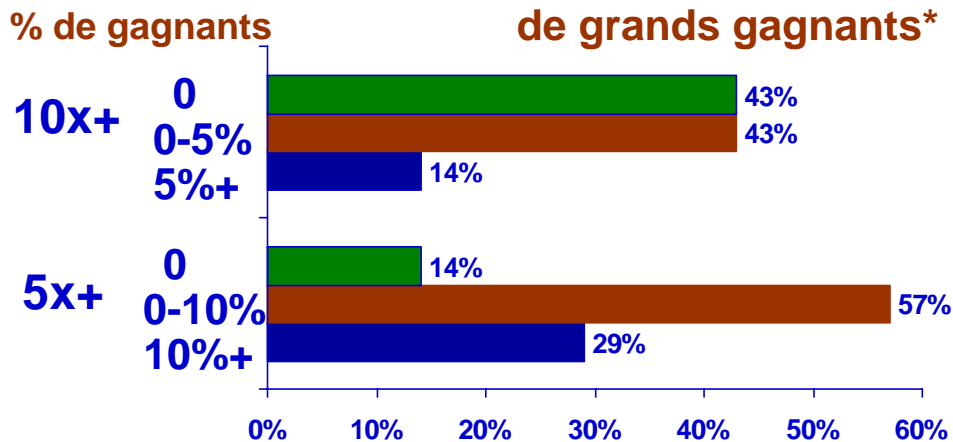
### Nombre moyen de rondes et M\$ investis



Les graphes illustrent que :

- Les perdants ont reçu plus d'argent que les gagnants
- La plupart des fonds ont peu de grands gagnants dans leurs portefeuilles

### % de répondants par catégories de pourcentage de grands gagnants\*



**Illustratif**  
**Petit nombre de répondants**

\*Ceci se lit : 14% des répondants ont plus de 5% de leurs investissements avec un multiple supérieur à 10

# Les investisseurs canadiens sont moins exigeants

Source: ghSmart

## 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

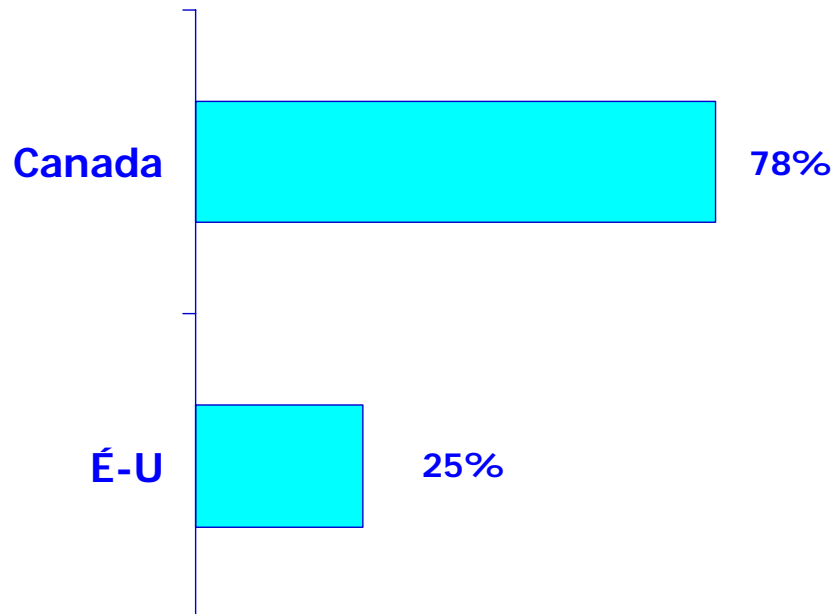
## Attentes

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

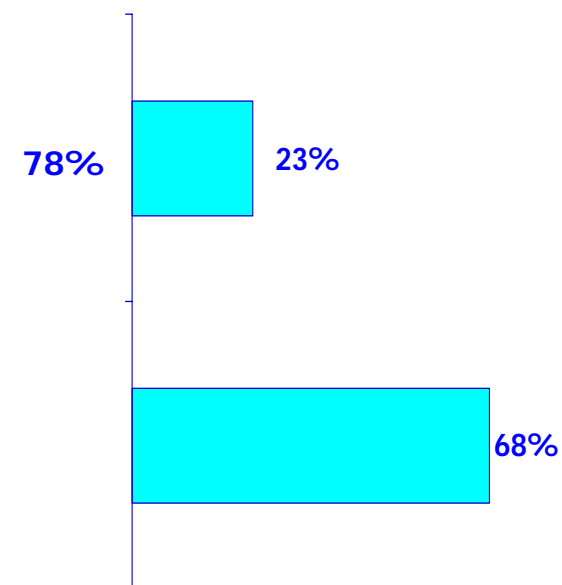
## Équipes

Investissent dans des équipes B :



## Revue diligente

Revue diligente du management avant l'investissement :

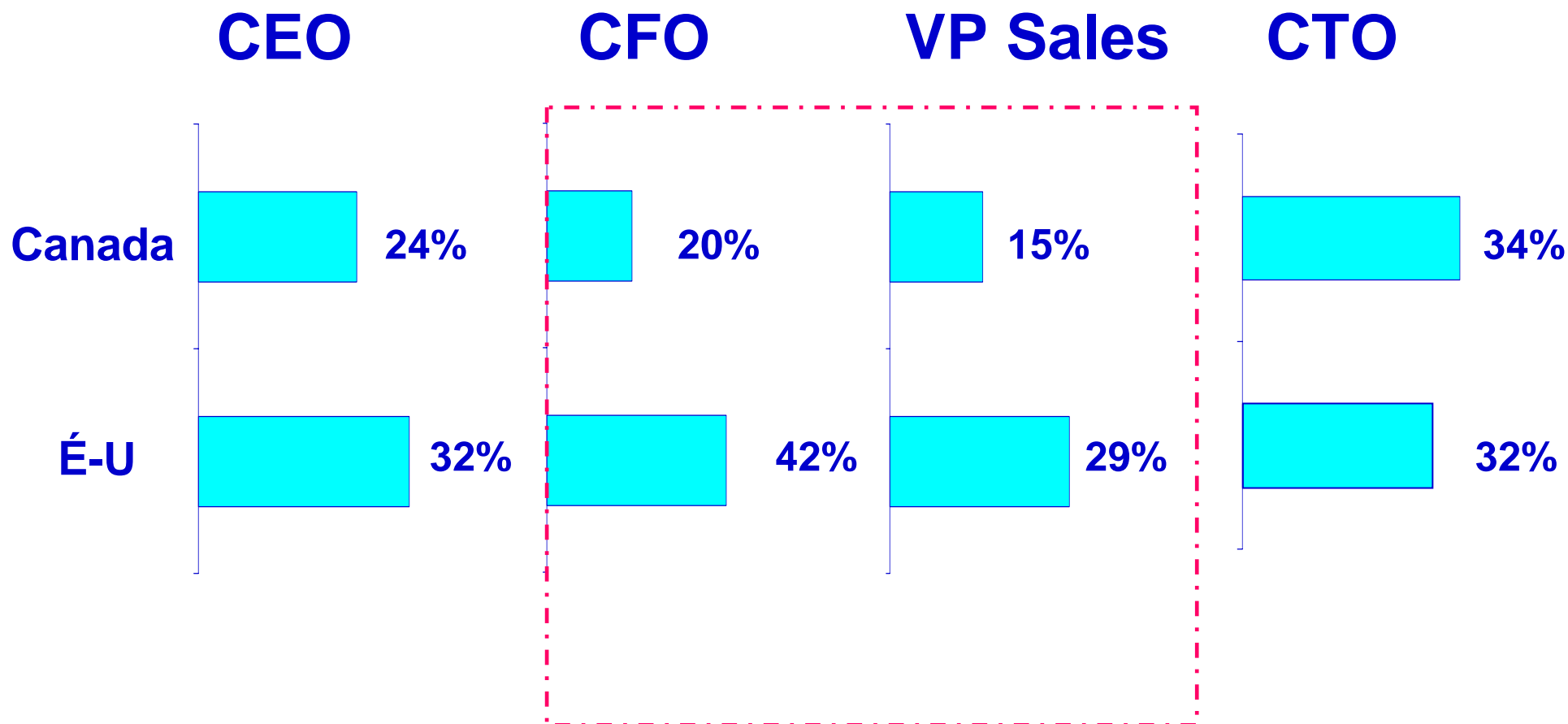


# Des écarts de talent importants dans les compagnies en portefeuille

Source: ghSmart

% de A/A-

Le CR de risque canadien accepte plus de B notamment pour les CFO et les VP ventes



Et ceci dans un contexte d'attentes moins élevées au Canada

## CR canadien

- Très centré sur le CEO
- Tendance à agir comme si les compagnies étaient publiques
- Un changement de CEO ou de management est traumatique
- Le CA a un rôle de surveillance
- « Canada centrique »

## CR américain

- Centré sur toute l'équipe senior
- Tendance à agir comme s'ils possédaient ou dirigeaient les compagnies
- Un changement de CEO ou de management est attendu
- Le CA doit ajouter de la valeur
- « Global centrique »

# Profil des associés

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

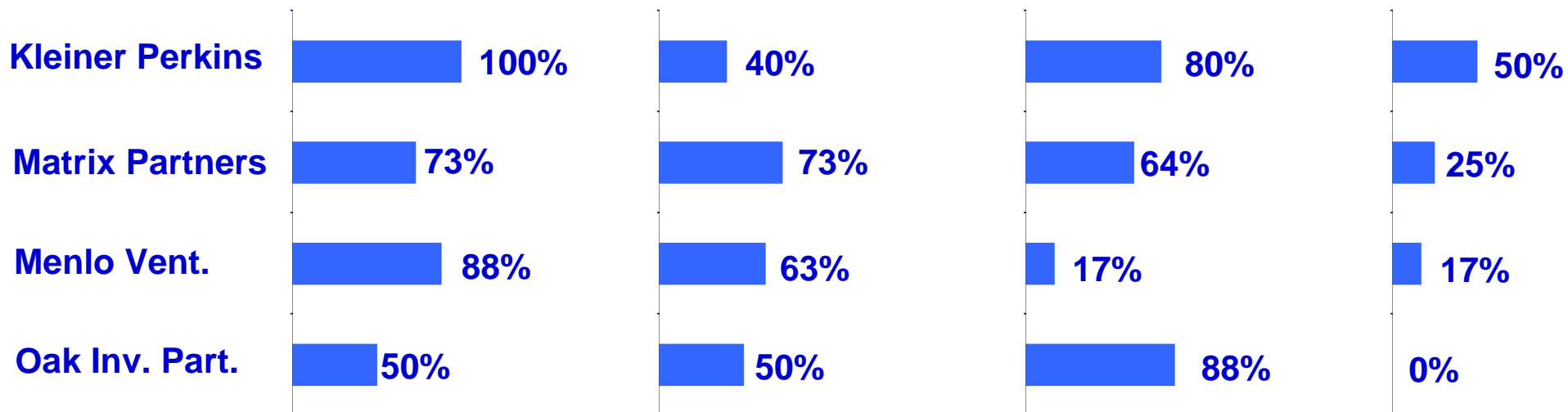
Les meilleurs fonds s'appuient sur des associés très expérimentés qui disposent d'une connaissance opérationnelle et de secteurs vaste et approfondie et de réseaux stratégiques étendus

### 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

# Sequoia (1) – Profil des associés – (détails)

## Talent, complémentarité, Expérience opérationnelle, Réseaux

	<b>Formation</b>	<b>Industrie /Opérations</b>	<b>Finance/CR</b>
<b>Ron Valentine</b>		Fondateur <b>National Semicond. Fairchild Semiconductor</b>	Fondateur Sequoia 1972
<b>Pierre Lamond</b>		Fondateur <b>National Semicond. Fairchild Semiconductor</b> Pdt de <b>Advent et Coherent</b>	Sequoia 1981.
<b>Michael Moritz</b>		<b>Technologic Partners</b> <b>Time Warner</b>	Sequoia 1986
<b>Douglas Leone</b>	B.S., M.S. <b>MIT</b>	<b>Sun Microsystems, HP</b> <b>Prime Computer</b>	Sequoia 1988
<b>Thomas Stephenson</b>	MBA Harvard JD <b>Boston</b>		Sequoia 1988 <b>Fidelity Invts</b> <b>Fidelity Ventures</b>
<b>Mark Stevens</b>	MS Computer MBA <b>Harvard</b>	<b>Intel</b> <b>Hughes Aircraft</b>	Sequoia 1989

Source : site web

# Sequoia (2) – Profil des associés – (détails)

## Talent, complémentarité, Expérience opérationnelle, Réseaux

	<b>Formation</b>	<b>Industrie /Opérations</b>	<b>Finance/CR</b>
<b>Michael Goguen</b>	BS Cornell MS Stanford	DEC, SynOptics, Centillion, Bay Networks	Sequoia 1996
<b>Sameer Gandhi</b>	MSEE MIT MBA Stanford	Oracle	Sequoia 1998 Broadview
<b>Mark Kvamme</b>	BA Berkeley	CEO CKS/USWeb CEO International Solutions	Sequoia 1999
<b>Greg McAdoo</b>	BSEE Stevens IT	Cisco, Sourcecom, Micom, Datability Systems	Sequoia 2000
<b>Gaurav Garg</b>	MSEE St Louis	Fondateur Redback SynOptics, Bay Networks	Sequoia 2001
<b>Roelof Botha</b>	BS MBA Stanford	CFO PayPal McKinsey	Sequoia 2003
<b>Jim Goetz</b>	MSEE Stanford	Entrepreneur VitalSigns Lucent, Bay Network, AT&T, DEC	Sequoia 2004

Source : site web

# HealthCare Ventures– Profil des associés – (détails)

## Talent, complémentarité, Expérience opérationnelle, Réseaux

	<b>Formation</b>	<b>Industrie /Opérations</b>	<b>Finance/VC</b>
<b>Harold Werner</b>	MBA <b>Harvard</b>	<b>J &amp; J New Ventures</b> <b>Robert S. First</b>	Co-fondateur HCV 1985
<b>James Cavanaugh</b>	Ph.D. <b>Iowa</b>	Pdt <b>SmithKline &amp; French Lab US</b> Pdt <b>SmithKline Beckman Clinical Lab</b> Pdt <b>Allergan Intl</b>	HCV 1988
<b>John Littlechild</b>	MBA <b>Manchester</b>	<b>Rank Xerox</b> <b>ICI</b>	HCV 1992 Fondateur <b>Advent Citicorp VC</b>
<b>Augustine Lawlor</b>	M.A. <b>Yale</b>	COO <b>LeukoSite</b> CFO <b>Alpha-Beta Tech,</b> CFO <b>BioSurface</b> CFO <b>Armstrong Pharma</b>	HCV 2000
<b>Christopher Mirabelli</b>	Ph.D. <b>Baylor</b>	CEO <b>LeukoSite</b> Fondateur <b>Isis Pharma</b>	HCV 2000
<b>Eric Aguiar</b>	M.D. <b>Harvard</b>	CEO <b>Genovo</b> <b>TheraTech.</b>	HCV 2001 <b>Philadelphia Ventures</b>

Source : site web

# Pour résumer

## Bâtir des gagnants avec des valeurs de sortie élevées

- **Le CR canadien est plus lent à entrer dans de nouveaux secteurs**
- **Il tend à se concentrer sur les « early stage » et à investir beaucoup moins dans les « later stage » avec des montants beaucoup plus faibles**
  - **Un dysfonctionnement du pipeline**
- **Le nombre de sorties est plus faible et, surtout, à des valeurs beaucoup plus basses**
- **Les gestionnaires canadiens ont un faible nombre de grands gagnants et sont plus lents à se détourner des investissements non performants**



**Pourquoi ?**

- **Les diapos qui précèdent ont présenté les données**
- **Celles-ci ont été analysées et discutées lors des entretiens approfondis avec des gestionnaires et LP canadiens et américains**
- **Les diapos qui suivent présentent les résultats de ces entretiens et les recommandations qui en découlent**

# 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

# Un écosystème plus averse au risque qu'aux É-U

## Pourquoi ? (Détails)



## 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

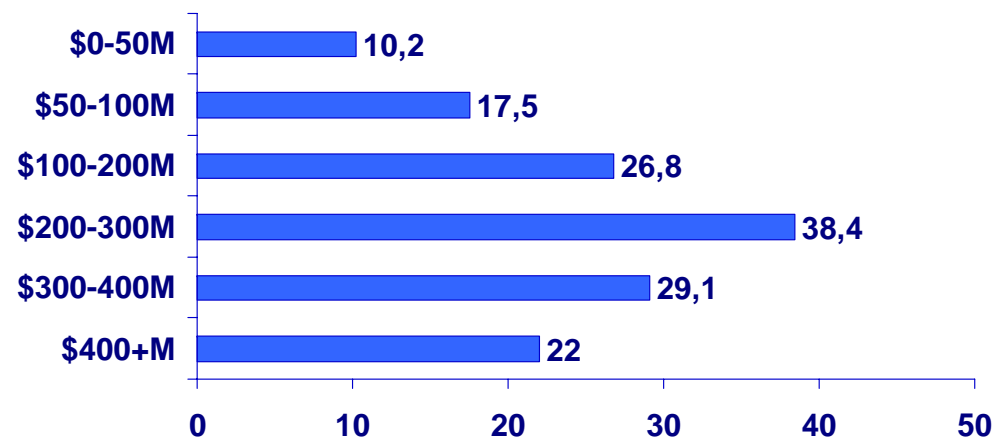
**Aux É-U, sur longue période, les fonds de 200-300 M\$ sont les plus performants**

(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

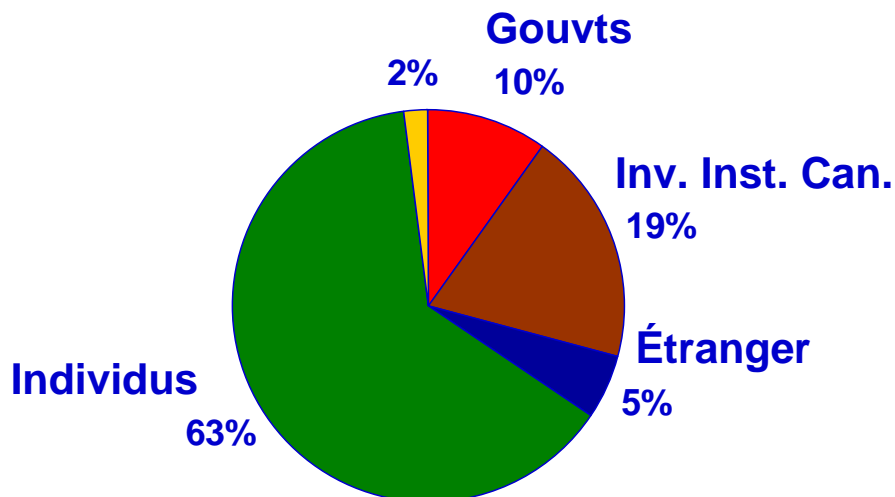
## É-U : Rendements sur 20 ans par taille\*



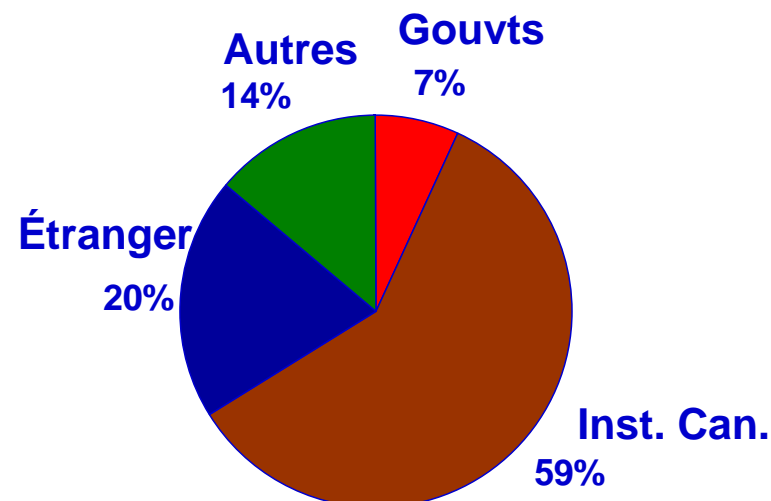
\*As of 31/12/05, Follow-on Funds pre 1999

## Structure actuelle de financement par source des fonds (2002-2005)

### Tous les fonds



### Fonds PI

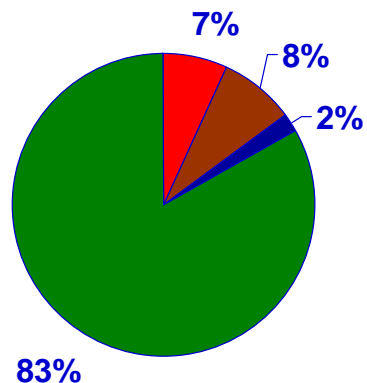


- Il ne serait pas sage de conseiller à des investisseurs institutionnels canadiens d'investir plus de 15-25% de leur allocation de placements privés au Canada
- Aussi, toutes choses égales, ils ne pourront financer plus de 15-25% de l'industrie du CR (leurs investissements à l'étranger devraient être compensés par des entrées de fonds de l'étranger)

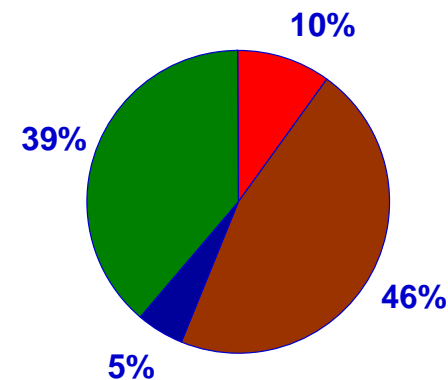
- Si les financements par les individus (fonds des travailleurs) devaient décliner et les fonds PI prendre plus de place, leur financement accru devrait venir de :
  - Sources étrangères
  - Gouvernements (?)
  - Et, dans une moindre mesure, de l'élargissement de la base d'investisseurs institutionnels canadiens

## Fonds levés par type de fonds (2002-2005)

### Québec



### Reste du Canada



- Les fonds non PI : représentent une très importante source de fonds
- La plupart des grands fonds sont non PI
- Globalement leurs rendements sont comparables aux autres fonds
- Cependant, avec des nuances selon les provinces et les types de fonds, ils ont :
  - Des limitations géographiques
  - Des missions de développement économique qui les amènent à saupoudrer plus qu'à se concentrer sur les gagnants
  - Des systèmes de rémunération qui n'encouragent pas la prise de risque

### Devraient-ils

- Évoluer vers « l'épure » ?
  - Certains le font déjà
  - Dans quelle mesure peuvent-ils y parvenir à l'intérieur de leur mandat et de leurs contraintes ?
- Rechercher explicitement un positionnement complémentaire ?
  - Ce vers quoi d'autres fonds semblent se diriger

# 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**

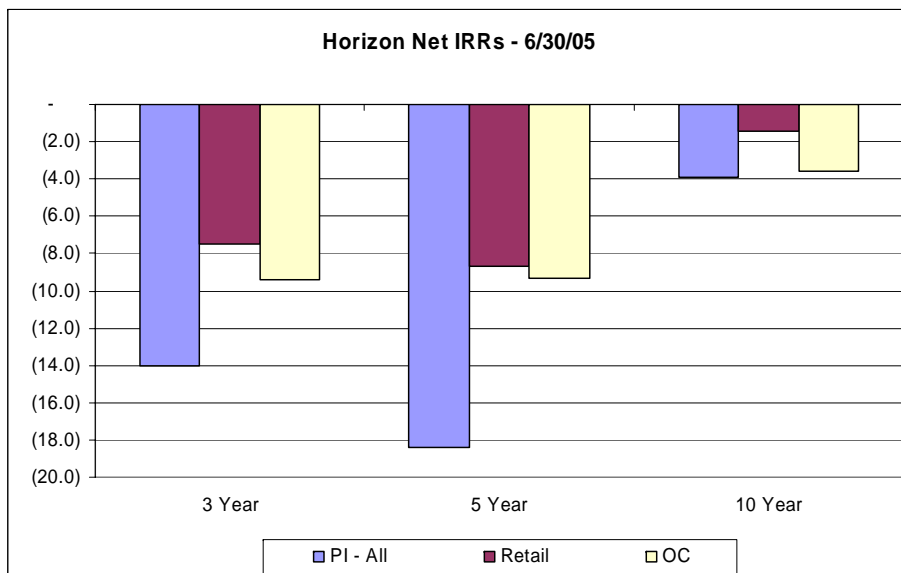
# **ANNEXE : DÉTAILS SUR LA PERFORMANCE DES FONDS PI**



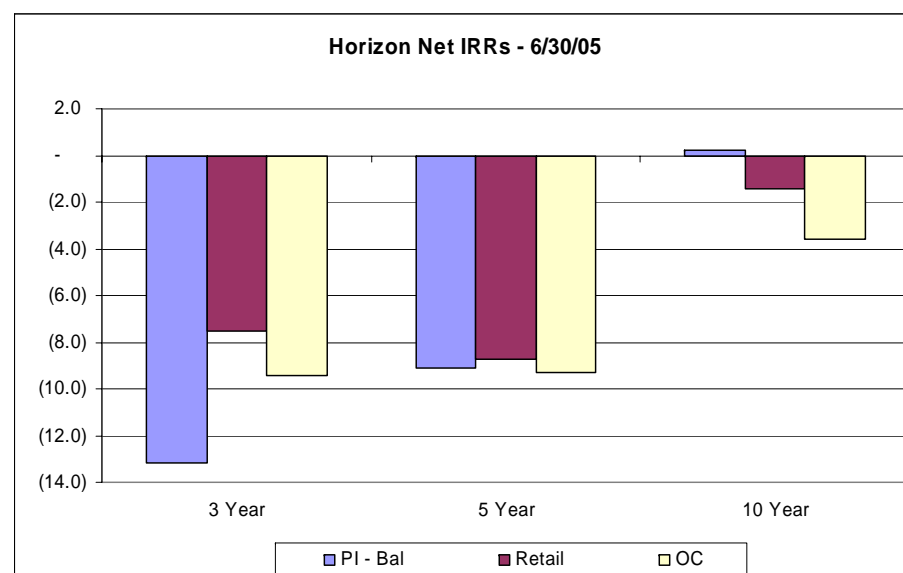
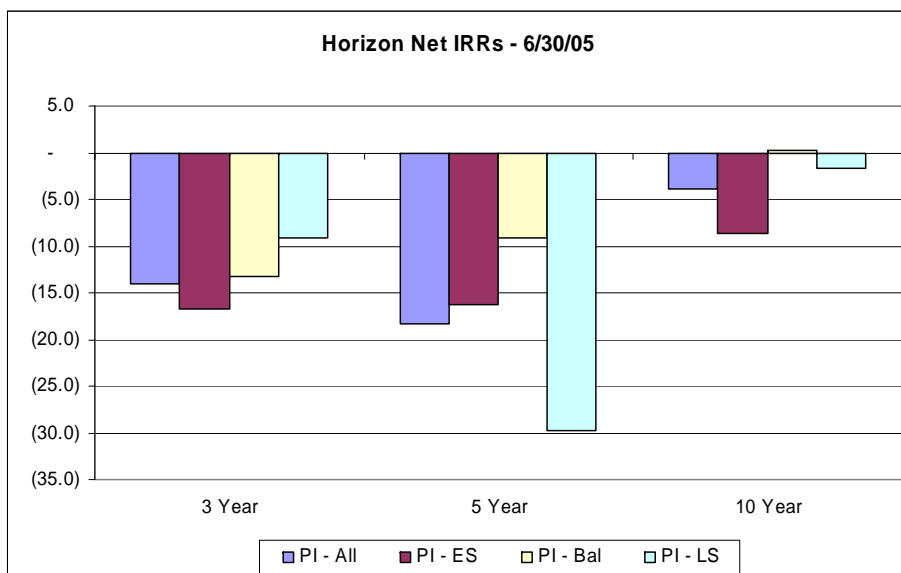
- **La performance globale est légèrement inférieure au reste**
- **Ceci est principalement du aux fonds « seed » et « early stage »**
  - Sur 10 ans les fonds PI équilibrés ont des rendements légèrement supérieurs à ceux des fonds de détail et aux autres fonds
- **La limite inférieure du premier quartile des fonds PI est légèrement supérieure à celle des autres types de fonds**
- **La période a été moins favorable aux fonds PI. Seulement 28% des fonds PI (38% des \$) ont été levés avant 1999, contre 50% et 44% pour l'ensemble des fonds**
- **Les données suggèrent que le début d'un bon processus de sélection est à l'œuvre parmi les fonds PI**
  - L'écart au sein des fonds PI est plus grand que pour les autres fonds et comparable à ce qu'on observe aux É-U
  - Les fonds PI présentent une asymétrie positive en faveur du 1<sup>er</sup> quartile comme aux É-U
  - Contrairement aux autres types de fonds, la moyenne commune (« pooled average ») des fonds PI est au dessus de la médiane
  - Cependant, l'argent n'est pas encore dirigé vers les premiers quartiles

# Les fonds de détail ont le meilleur rendement d'ensemble

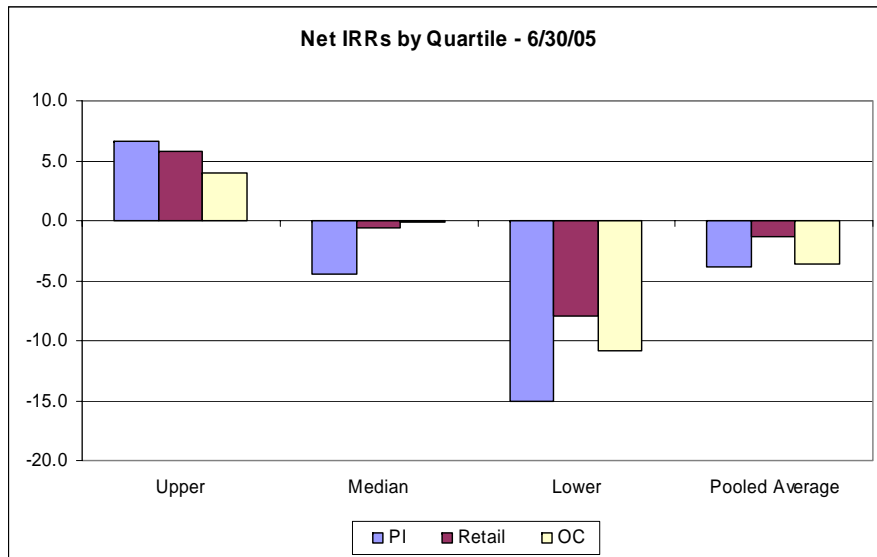
## Pour les fonds PI, cela dépend des stades



- Les fonds de détail ont les meilleurs rendements sur 10 ans
- Pour les fonds PI, cela dépend des stades
  - « Early stage » est le plus bas
  - Équilibré est le plus haut
- Les fonds PI équilibrés ont le meilleur rendement de tous et sont les seuls positifs

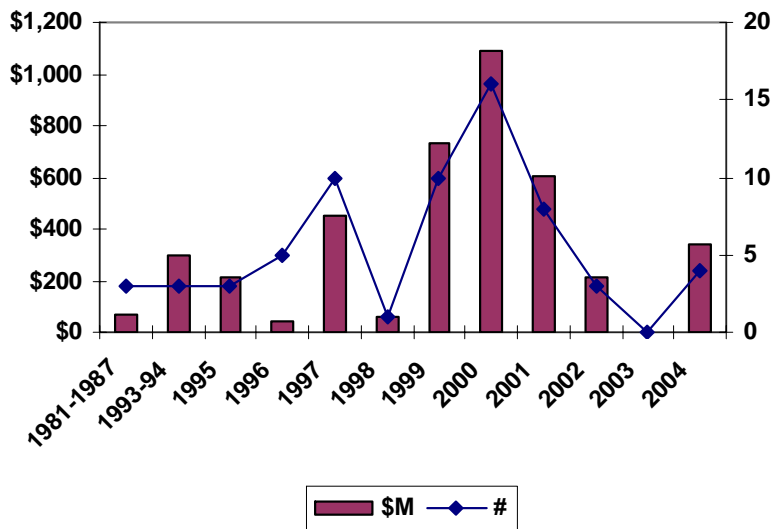


# Les fonds PI ont le meilleur 1<sup>er</sup> quartile La période leur a été moins favorable

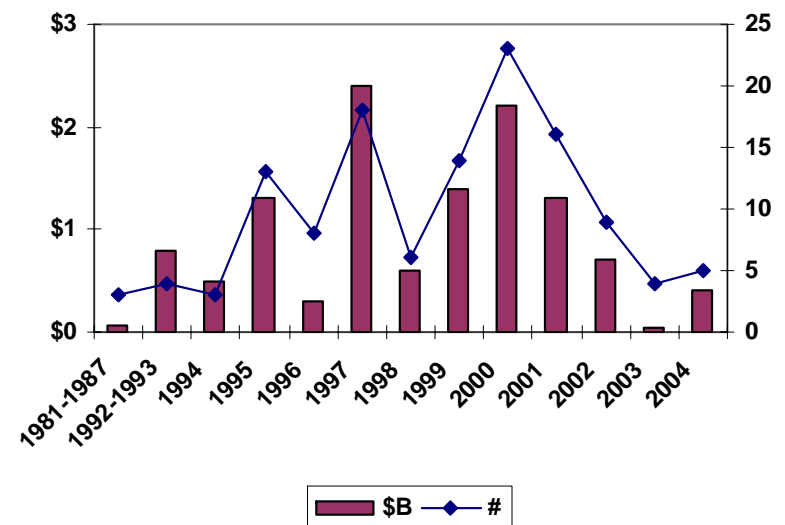


• Les fonds PI ont le meilleur 1<sup>er</sup> quartile et le 4<sup>e</sup> quartile le plus bas  
 • La période leur a été moins favorable : davantage de fonds ont été levés après 1998, qui est la dernière cuvée positive aux É-U

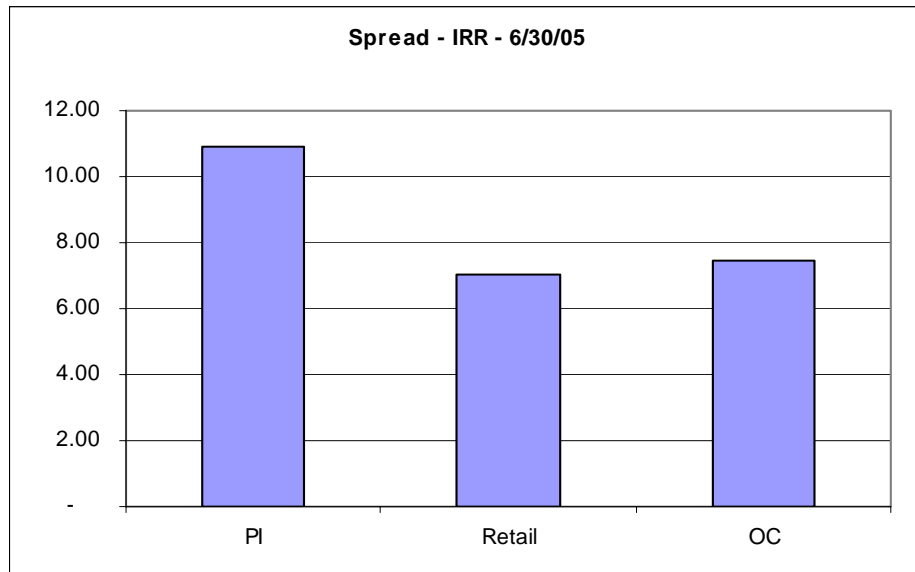
## Échantillon des fonds PI par année



## Échantillon canadien total par année

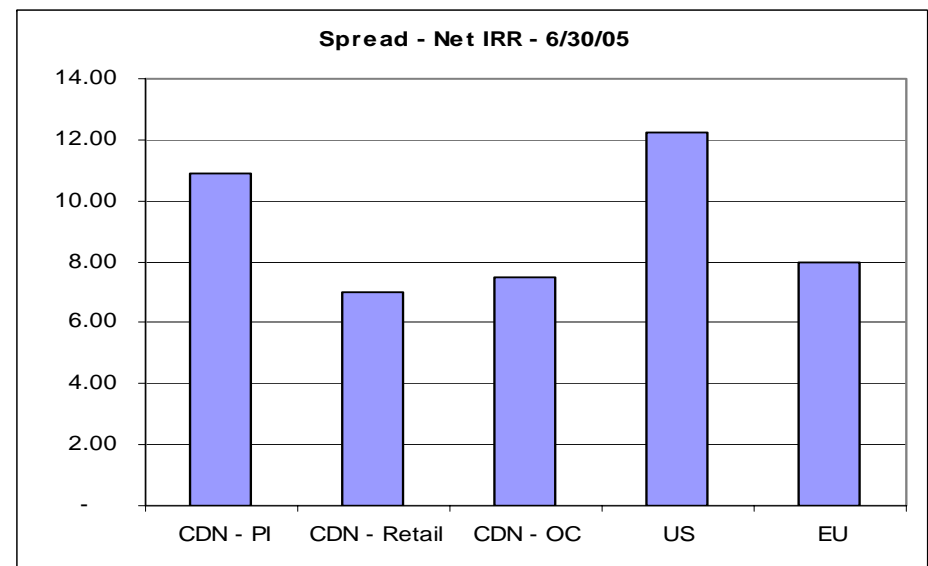


# « L'écart » au sein des fonds PI est le plus prononcé Il se rapproche de ce qu'on observe aux É-U

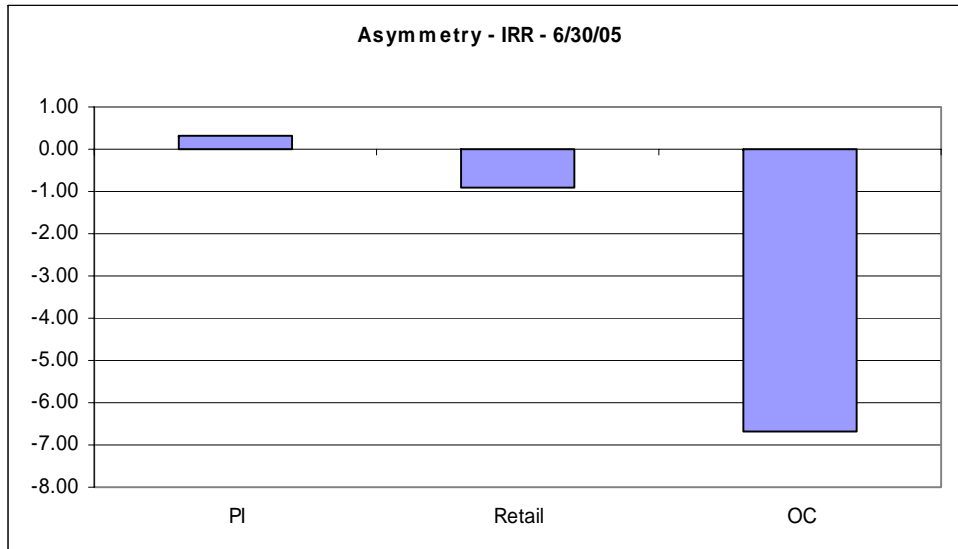


- L'écart mesure la dispersion des rendements
- Les É-U ont le plus grand écart : grande différence entre les quartiles
- Les fonds PI canadiens ont un écart significativement plus grand que les autres fonds
  - Comparable aux fonds américains
  - La diversité des gestionnaires a un impact sur les rendements
- Les fonds de détail ont l'écart le plus petit
  - Moins de variation des rendements par gestionnaire

« L'écart » est la moyenne de la distance qui sépare les 1<sup>er</sup> et 4<sup>e</sup> quartile de la médiane – une sorte d'écart-type

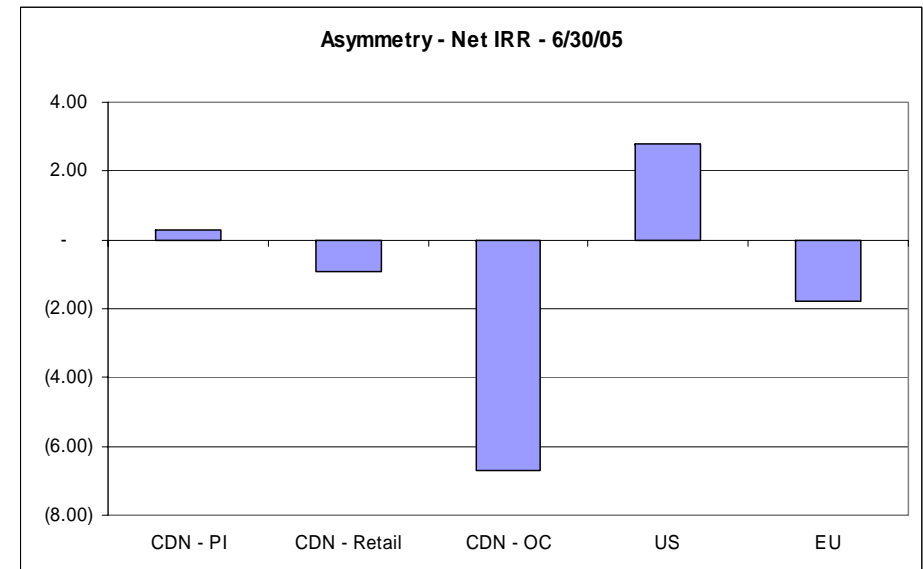


# Les fonds PI sont les seuls au Canada à avoir une asymétrie positive qui se rapproche de la situation aux É-U



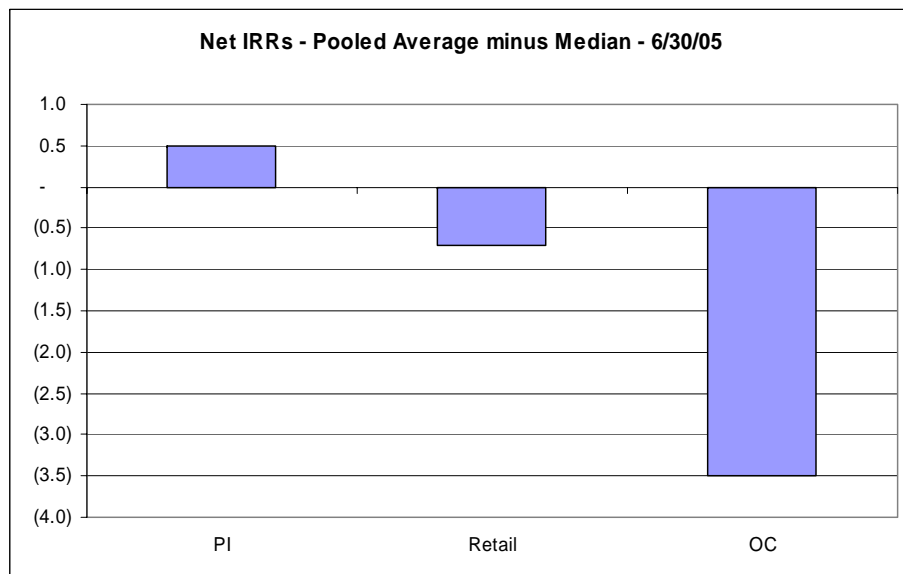
- Une asymétrie positive suggère qu'il existe des fonds super performants dans l'échantillon
- Les États-unis ont une asymétrie positive élevée en raison des rendements élevés du 1<sup>er</sup> quartile
- Les fonds PI canadiens ont une asymétrie plus élevée que les autres fonds canadiens :
  - Ils sont les seuls à avoir une asymétrie positive
  - C'est un signe de meilleurs rendements des fonds de 1<sup>er</sup> quartile
- Les autres fonds corporatifs ont l'asymétrie la plus basse
- L'Europe a une asymétrie négative

L'asymétrie est la différence entre la distance qui sépare le 1<sup>er</sup> quartile de la médiane d'une part et la médiane et le 4<sup>e</sup> quartile d'autre part. Elle est positive si la distance entre le 1<sup>er</sup> quartile et la médiane est la plus grande



# La moyenne commune est au dessus de la médiane

## Les fonds PI penchent du côté des bons gestionnaires



- Pour les fonds PI, la valeur moyenne est au dessus de la médiane
  - Ceci est dû à l'asymétrie positive
  - En dépit du fait que les premiers quartiles ne sont pas encore les plus gros (voir diapo 37)

- Une valeur positive indique que la moyenne commune est au dessus de la médiane
- Une valeur négative indique qu'elle est en dessous

- Robin Louis – Ventures West (Président)
- Stuart Angus – McLean Watson
- Jim Charlton – Growthworks
- David Folk – Jefferson Partners
- Bernard Hamel – GTI Capital
- David McDonald – Deloitte & Touche
- Bernard Paradis – Desjardins Capital de risque

**Directeur du projet**

**Gilles Duruflé**

**[Gilles.durufle@sympatico.ca](mailto:Gilles.durufle@sympatico.ca)**

**(514) 276 1348**

**Collaborateurs**

**David McIntyre – Ventures West**

**Gabriel Youssef – Consultant (Montréal)**

# Biographie

## Dr Gilles Duruflé

Dr Gilles Duruflé est actuellement consultant indépendant et auprès de fonds de capital de risque et de placement privé, d'investisseurs institutionnels et de gouvernements.

Il était jusqu'en 2004 Associé principal chez CDP Capital Technologies, la filiale de capital de risque de la Caisse de dépôt et placement du Québec, responsable du portefeuille de fonds de fonds, en Amérique du Nord et en Europe. En parallèle, il a été responsable de la levée de fonds au Canada et en Europe et du service aux investisseurs pour le Fonds CDP Capital Technologies 2002, un fonds de capital de risque géré par CDP Capital Technologies et qui investissait aux États-Unis.

Au préalable, il a été responsable des Études stratégiques à la Caisse de dépôt et placement du Québec. De 1979 à 1991, il a travaillé comme consultant senior dans des sociétés de consultation stratégique du Groupe CDC (Caisse des dépôts et consignations, Paris) en Europe et en Amérique du Nord.

M. Duruflé détient une maîtrise en philosophie du CERP (Paris), un doctorat en mathématiques de l'université Paris VI et un diplôme du Centre d'Études des Programme Économiques (Ministère des Finances, Paris). Il est CFA et a publié de nombreux livres et articles sur différents sujets liés à l'économie et à la finance.