

Trouver la CLÉ :

les investisseurs
institutionnels canadiens
et les capitaux propres

Projet financé par

 Gouvernement du Canada Government of Canada

Canada

 Ontario

Québec 

Alberta
GOVERNMENT OF ALBERTA

Manitoba 


NOVA SCOTIA


PEI
SERVICES • SERVICES • SERVICES

Projet réalisé par

 Macdonald & Associates Limited

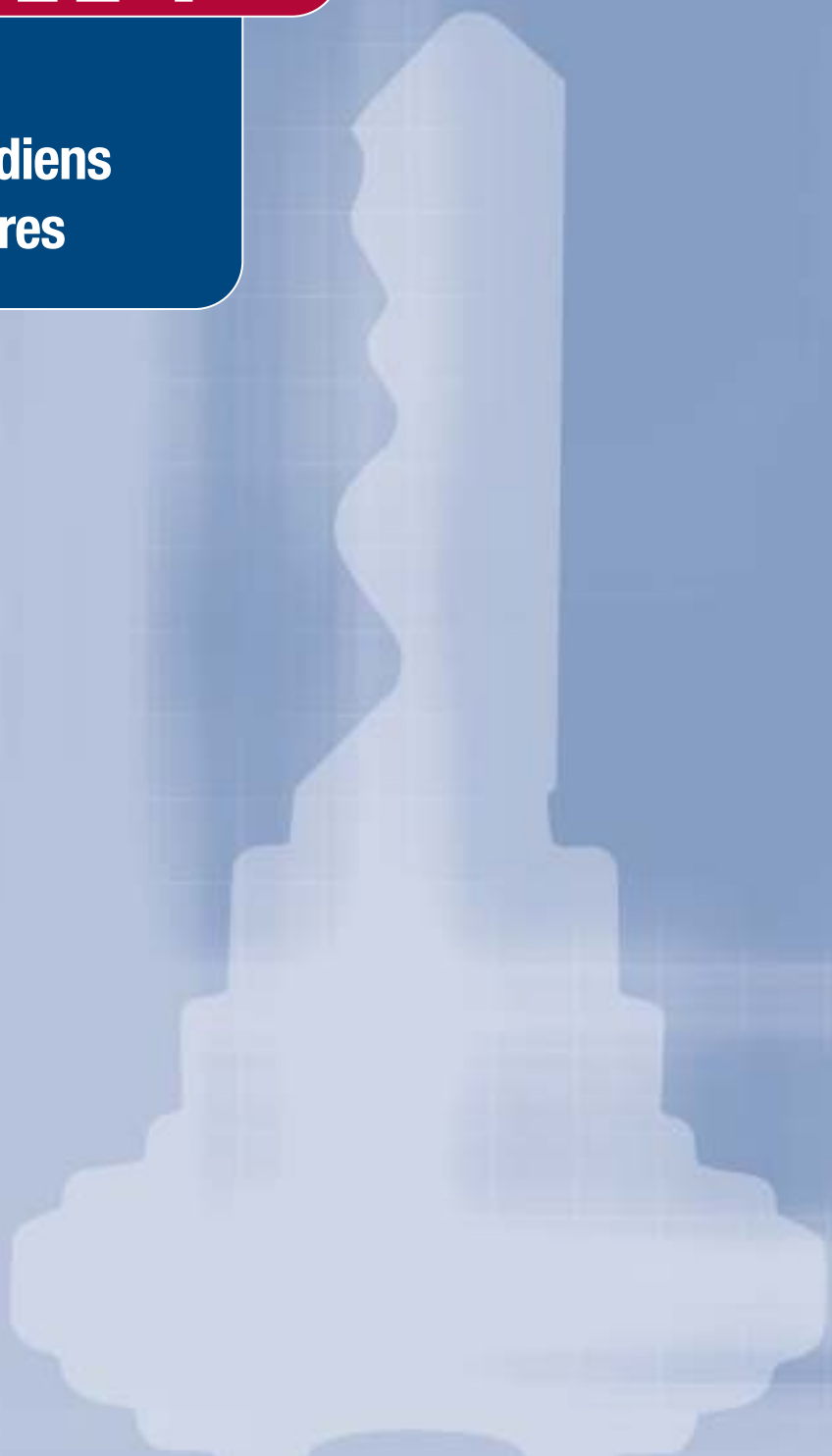
© 2003 par Macdonald & Associates Limited. Tous droits réservés

Aucune partie du présent rapport ne peut être reproduite ou transmise sous quelque forme que ce soit ou par quelque moyen que ce soit, graphique, électronique ou mécanique, sans l'autorisation de Macdonald & Associates Limited.

Trouver la **CLÉ** :

les investisseurs
institutionnels canadiens
et les capitaux propres

Juin 2004



Centre de diffusion de l'information
Direction générale des communications et du marketing
Industrie Canada
Bureau 268D, tour Ouest
235, rue Queen
Ottawa (Ontario) K1A 0H5
Téléphone : (613) 947-7466
Télécopieur : (613) 954-6436
Courriel : publications@ic.gc.ca

Cette publication est également offerte par voie électronique sur le Web (www.strategis.gc.ca/prf).

No de catalogue Iu28-2/1-2004
ISBN 0-662-68231-9
54152B



Contient 20 p. 100
de matières recyclées.

Table des matières

1. Sommaire	2
2. Introduction	6
2.1 Méthode de recherche	7
2.2 Termes clés et acronymes utilisés dans le rapport	11
3. Les investisseurs institutionnels et les capitaux propres : comparaison entre le Canada et les États-Unis	12
4. Les investisseurs institutionnels américains et les capitaux propres	18
4.1 Points saillants du volet américain de l'enquête	18
5. Les investisseurs institutionnels canadiens et les capitaux propres	24
5.1 Aperçu des réponses au volet canadien de l'enquête	25
5.2 Points saillants du volet canadien de l'enquête	26
6. Trouver la clé : conclusions et recommandations	33
Annexe I : Collaborateurs canadiens et américains au rapport	37
Annexe II : Condensé des questions de l'enquête	39
Annexe III : Bibliographie sommaire	40
Annexe IV : Données internationales sur les investisseurs institutionnels et les capitaux propres	41
Annexe V : Rendement des capitaux propres canadiens, notes méthodologiques	43
Annexe VI : Liste des membres du Conseil consultatif	45

1. Sommaire

Pour assurer la prospérité économique de pays industrialisés comme le Canada et les États-Unis au XXI^e siècle, il est essentiel de stimuler la croissance de nouvelles entreprises en plein essor. À cette fin, l'accès au financement par capitaux propres est un facteur clé, favorisant une forte croissance d'entreprises novatrices et permettant aux entreprises traditionnelles de demeurer concurrentielles en périodes de transition. Il faut alors pouvoir compter sur un marché national dynamique et bien établi du capital de risque et d'autres types de capitaux propres privés.

Le rapport *Trouver la clé : les investisseurs institutionnels canadiens et les capitaux propres* analyse le rôle à ce chapitre des investisseurs institutionnels (entre autres, des fonds de pension publics et privés, des compagnies d'assurance, des fonds de dotation et des fondations) au Canada et aux États-Unis. Alors que les institutions américaines ont obtenu un rendement supérieur ajusté en fonction des risques depuis près d'une vingtaine d'années de participation sur les marchés intérieur et extérieur de capitaux propres, de nombreux investisseurs institutionnels canadiens refusent encore d'investir dans cette catégorie d'actif.

Compte tenu de l'expérience américaine et du leadership de grandes institutions canadiennes dynamiques sur le marché du capital de risque et d'autres types de capitaux propres depuis les années 1990, il est évident que tant les institutions que l'économie dans son ensemble profiteront d'un programme d'investissement institutionnel axé sur des rendements et diversifié, aussi bien au niveau des marchés que géographiquement. De fait, la diversification des investissements en capitaux propres sera à l'origine de possibilités intéressantes pour toutes les régions du Canada.

Il s'agit là de quelques-unes des conclusions du rapport *Trouver la clé*. Commandé par le gouvernement fédéral et six gouvernements provinciaux, il est fondé sur les résultats d'une enquête menée par la société Macdonald & Associates Limited, à laquelle ont participé près d'une centaine de gestionnaires d'institutions canadiennes et américaines.

Méthode de recherche

À l'été 2003, la société Macdonald & Associates Limited a interrogé lors d'entrevues détaillées des représentants clés de 74 fonds institutionnels de toutes les régions du pays sur des

sujets en rapport avec leurs centres d'intérêt et leurs domaines d'activité relatifs aux investissements en capitaux propres au Canada et à l'étranger. Des cadres supérieurs de 20 des plus importants fonds de pension, fonds de dotation et fonds de fonds aux États-Unis ont été par ailleurs interviewés sur leur expérience du marché et leur intérêt quant aux possibilités d'investissement en capitaux propres au Canada.

Il fait retenir que l'échantillonnage, tant au Canada qu'aux États-Unis, privilégiait globalement les grandes institutions et celles s'intéressant aux investissements en capitaux propres, ce genre de répondants étant davantage enclins ou aptes à participer.

Investisseurs institutionnels et capitaux propres : comparaison entre le Canada et les États-Unis

La présente étude a permis de découvrir que les institutions américaines s'intéressent vivement à tous les types d'investissements en capitaux propres sur le marché (c.-à-d. rachat, mezzanine et capital de risque). L'importance des actifs engagés par les institutions américaines et de leurs engagements prévus dans les années à venir en témoigne. Par ailleurs, tous les types d'institutions américaines, grandes et petites, participent au marché. La situation est tout autre au Canada, où seulement les fonds de pension publics et les institutions dont le chiffre d'affaires est supérieur à 5 milliards de dollars ont un niveau d'activités comparable.

SOMMAIRE — FIGURE I

Affectations institutionnelles (réelles) en capitaux propres Canada et États-Unis, 2002

ÉTATS-UNIS	% de l'actif total
Fonds de dotation et fondations	8,0 %
Fonds de pension privés	3,3 %
Fonds de pension publics	3,1 %
CANADA	
Fonds de dotation et fondations	1,0 %
Fonds de pension privés	1,3 %
Fonds de pension publics	2,8 %

Source : Greenwich Associates, 2003

SOMMAIRE — FIGURE II

Affectations institutionnelles (réelles) en capitaux propres* Canada et États-Unis, 2002

% de l'actif total

ÉTATS-UNIS (\$US)

Valeur de l'actif	+ de 5 milliards \$	1 à 5 milliards	501 millions à 1 milliard \$	-500 millions \$
	3,4 %	2,6 %	1,5 %	1,5 %

CANADA (\$CAN)

Valeur de l'actif	+ de 5 milliards \$	1 à 5 milliards \$	501 millions à 1 milliard \$	-500 millions \$
	3,2 %	0,5 %	0,1 %	0,1 %

* Comprend les données disponibles pour les fonds de dotation, les fondations ainsi que les fonds de pension privés et publics.

Source : Greenwich Associates, 2003.

Principaux points du volet américain de l'enquête

Les réponses à l'enquête ayant servi à la préparation du rapport *Trouver la clé* ont permis d'expliquer cet écart qui existe entre le Canada et les États-Unis. Les participants américains étaient représentatifs de l'élite des institutions actives sur le marché mondial des capitaux propres, la plupart d'entre elles s'étant lancées sur ce marché au milieu des années 1980. Depuis lors, les gestionnaires des institutions américaines ont réussi en « apprenant sur le tas » dans un marché rempli de défis. Cette expérience les a confortés dans leur opinion sur les avantages découlant des rendements élevés et de la diversification associés cette catégorie d'actif.

Les gestionnaires des institutions américaines ont réussi en faisant preuve de patience et en relevant tous les défis grâce aux connaissances sur le marché et aux ressources acquises ainsi qu'aux relations établies. Entre autres, la mise en place d'une infrastructure de soutien, tels que les conseillers spécialisés et les agents (p. ex. les gardiens), a grandement contribué à assurer la viabilité de leurs activités. En particulier, les fonds de fonds ont été d'une aide inestimable, surtout pour les petites institutions, en raison de leur savoir-faire à l'interne ainsi que de leur capacité de réunir des capitaux et de choisir des fonds qui ont nettement fait leurs preuves.

Les institutions américaines ont manifesté un intérêt marqué envers les possibilités d'investissement de haute qualité partout où elles existent. Toutefois, elles considèrent aussi les occasions offertes au Canada dans le contexte d'une plus grande intégration du marché nord-américain, ce qui donne à croire que les fonds canadiens de capitaux propres doivent bénéficier d'un net

avantage concurrentiel pour attirer les investisseurs institutionnels américains, encore que ces derniers puissent être freinés par le poids des obligations fiscales canadiennes ou par les efforts pour les contourner.

Principaux points du volet canadien de l'enquête

Les réponses à l'enquête au Canada ont donné une tout autre image. D'une part, il s'en dégage un plus grand degré de sensibilisation des gestionnaires des institutions canadiennes à l'endroit des capitaux propres, ainsi qu'en témoigne le fait que 14 institutions ont mis sur pied des programmes d'investissement depuis l'an 2000 et que quatre autres s'apprentent à le faire dans un proche avenir.

D'autre part, la plupart des institutions canadiennes actives actuellement sur ce marché ou qui envisagent d'y participer sont des fonds de pension publics, alors que plus de la moitié des caisses de retraite privées n'avaient aucun programme. Ainsi, le nombre d'institutions réticentes à se lancer sur ce marché serait sans doute plus grand si la population représentée dans l'échantillonnage avait été plus vaste.

Dans de nombreuses institutions canadiennes, l'enquête n'a relevé aucune pression de la part des fiduciaires, des administrateurs ou des conseillers sur leurs gestionnaires pour que ceux-ci étudient les avantages éventuels de participer au marché des capitaux propres. Leurs connaissances au sujet de cette catégorie d'actif étaient assez limitées, vu que les gestionnaires des institutions ne l'envisageaient que dans un contexte strictement canadien, négligeant ainsi les avantages d'une plus grande diversification, y compris sur le marché américain.

De nombreux gestionnaires d'institutions canadiennes ont souligné les problèmes liés à l'entrée et aux activités soutenues sur le marché des capitaux propres. Entre autres, les participants à l'enquête ont exprimé les difficultés rencontrées pour obtenir l'avis de spécialistes, étant donné que certains experts-conseils externes en investissement ne possèdent pas les connaissances ou les ressources pour les conseiller efficacement à ce sujet. Ces participants ont également précisé qu'ils éprouvaient des difficultés à obtenir des données fiables propres à ce marché.

Pour les petites et les moyennes institutions canadiennes ne possédant pas la « capacité relative » (relativement entre autres au personnel, aux compétences et à d'autres ressources), les obstacles structurels aux activités d'investissement en capitaux propres semblent être insurmontables.

Ce problème pourrait être à l'origine de préoccupations particulières pour certains types d'investisseurs institutionnels canadiens, y compris les fonds de pension privés et les fonds de dotation, ainsi que les investisseurs en région. La « capacité relative » est également source de préoccupations pour certaines grandes institutions. Comme aux États-Unis, de telles institutions ont besoin de nouvelles formes d'appui externe pour les aider à s'implanter sur ce marché.

Le rapport *Trouver la clé* cerne plusieurs moyens permettant de surmonter de tels obstacles, entre autres des fonds de fonds canadiens, des gardiens et d'autres types de nouvelles infrastructures, autant d'éléments clés permettant aux institutions de s'implanter sur ce marché, indépendamment de l'envergure et du type d'institution ou de l'endroit où elle est établie au pays. En outre, les institutions canadiennes peuvent profiter de l'infrastructure solide déjà en place aux États-Unis.

On risque également de pouvoir compter sur une plus grande présence des institutions canadiennes sur ce marché si les intervenants de l'industrie des capitaux propres adoptent des pratiques exemplaires dans le cadre de contrats de sociétés en commandite ainsi que des politiques d'évaluation plus transparentes. Finalement, il faudrait aborder la question des politiques fiscales et d'autres aspects de la réglementation pour enlever tout obstacle non voulu.

Trouver la clé : conclusions et recommandations

Le rapport conclut que le Canada doit relever plusieurs grands défis pour inciter les investisseurs institutionnels canadiens à participer davantage au marché des capitaux propres à l'échelle du pays et dans le monde entier. Par exemple, les points de vue exprimés par les gestionnaires d'institutions canadiennes interrogés lors de l'enquête de 2003 sont en grande partie identiques à ceux dont font état des enquêtes précédentes. Cela signifie que, pour bon nombre d'institutions, les obstacles associés aux investissements en capitaux propres n'ont pas bougé avec le temps et en dépit des événements.

Cette situation s'explique en partie par le spectre de l'expérience éprouvante subie au cours des années 1980, entre autres par de nombreux fonds de pension privés et publics, qui commençaient alors à engager leurs capitaux dans des fonds de capitaux propres. Les rendements médiocres obtenus et les conflits avec les spécialistes de l'investissement à l'époque ont contribué à créer la perception qui subsiste aujourd'hui, en dépit de nombreuses années de croissance et de progrès par la suite dans l'industrie.

Le grand nombre de difficultés auxquelles est confrontée une institution canadienne lorsqu'elle décide de participer aux activités d'investissement en capitaux propres fournit sans doute une autre explication. Le niveau élevé de participation des institutions américaines ne s'est évidemment pas produit du jour au lendemain et n'est pas le fruit d'une seule initiative. Au contraire, en « apprenant sur le tas », des institutions américaines et certaines institutions canadiennes ont trouvé une place qui leur convient dans le domaine des investissements en capitaux propres en adoptant une variété de solutions stratégiques.

Au cours des prochaines années, grâce d'une part à un groupe appréciable de spécialistes de l'investissement chevronnés et, d'autre part, à un plus grand esprit d'entreprise et à des compétences supérieures en gestion pour stimuler le flux des transactions, l'écosystème national des activités d'investissement en capitaux propres doit continuer d'évoluer et d'inspirer suffisamment confiance aux institutions canadiennes quant aux rendements qu'ils peuvent obtenir à long terme.

Pour que l'état actuel des choses évolue, les participants canadiens et américains à l'enquête ont précisé que les échanges et les activités de sensibilisation, non seulement parmi les gestionnaires, mais aussi les fiduciaires, les administrateurs et les conseillers, constituent un point de départ important. Idéalement, ce processus devrait reposer entre autres sur des échanges plus étroits entre le secteur institutionnel et le milieu des capitaux propres au pays, afin de corriger les fausses impressions et de collaborer pour atteindre des objectifs communs.

C'est pourquoi *Trouver la clé* propose d'amorcer entre les divers intervenants au pays un nouveau processus de dialogue, auquel prendraient part des représentants de haut niveau des milieux institutionnels, de l'industrie des capitaux propres et du secteur public ainsi que d'autres parties intéressées. Ce processus devrait viser d'abord et avant tout à donner suite aux résultats du rapport, à approfondir les questions connexes et à envisager d'autres stratégies d'action.

Un aspect essentiel de ce processus national de dialogue serait l'organisation de séminaires à travers le pays par le gouvernement fédéral, les gouvernements des provinces et des associations industrielles, y compris l'Association canadienne du capital de risque et d'investissement, Réseau Capital et l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de pension.

Il y aurait également lieu que ces mêmes organismes participent à l'élaboration de nouvelles stratégies pour sensibiliser et renseigner davantage les investisseurs institutionnels américains sur les possibilités précises d'investissement en capitaux propres au Canada.

Finalement, les associations industrielles devraient poursuivre les travaux portant sur la modification du régime fiscal et de la réglementation, réalisés en collaboration avec le ministère des Finances Canada et d'autres organismes gouvernementaux, au nom des institutions, des spécialistes de l'investissement en capitaux propres et des entrepreneurs.

En engageant un dialogue national ouvert et réfléchi, on croit qu'il est possible de trouver les moyens de stimuler les investissements en capitaux propres des institutions canadiennes. Tous pourront ainsi bénéficier des avantages découlant des rendements supérieurs des portefeuilles, d'une industrie nationale plus dynamique et d'une économie plus concurrentielle et plus productive.

2. Introduction

Le rapport *Trouver la clé : les investisseurs institutionnels canadiens et les capitaux propres* vise à alimenter un vaste processus de dialogue au Canada sur le rôle des investisseurs institutionnels — fonds de pension, compagnies d'assurance, fonds de dotation, fondations et autres fonds d'investissement — de capital de risque et d'autres types de capitaux propres.

Le coup d'envoi à l'origine de la préparation du présent rapport est en grande partie attribuable à l'intérêt commun du gouvernement fédéral et des gouvernements des provinces à l'égard de la contribution du financement par capitaux propres aux nouvelles générations d'entreprises à forte croissance de toutes les régions du pays. Pour profiter de tels avantages et d'autres avantages « indirects » nécessaires à la croissance économique, à la productivité et à la création d'emplois, le Canada doit pouvoir compter sur une industrie des capitaux propres concurrentielle et de plus en plus solidement enracinée, profitant de sources d'approvisionnement stables et diversifiées de capitaux d'investissement.

Il est communément admis que bien des éléments et de nombreux intervenants entrent dans la composition d'un écosystème national qui stimule les investissements en capital de risque et autres en capitaux propres dans les nouvelles entreprises canadiennes en pleine croissance. Autrement dit, aucune solution stratégique à elle seule ne fera gagner du terrain aux activités d'investissement en capitaux propres dans ce pays. Ceci étant dit, le rôle assumé sur le marché par les fonds de pension et d'autres institutions canadiennes, qui gèrent de nos jours des actifs s'élevant à près de 1,5 billion de dollars, est un facteur d'une très grande importance.

Un modèle international d'un tel rôle a été établi aux États-Unis, où l'on trouve le marché d'investissement en capitaux propres le plus important et le plus évolué, en raison surtout des engagements de capital à long terme des caisses de retraite et d'autres institutions américaines à la recherche d'un rendement supérieur ajusté en fonction des risques.

Les spécialistes canadiens de l'investissement en capital de risque et en capitaux propres s'intéressent également de près à cette question. L'apport des représentants de l'Association canadienne du capital de risque et d'investissement (ACCR) et de Réseau Capital au présent rapport a été fort précieux. La contribution des cadres supérieurs de diverses institutions à ce rapport était d'une tout aussi grande valeur, bon nombre d'entre eux étant membres

de l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de pension (ACGFR) et d'autres associations industrielles nationales.

Les spécialistes de l'investissement en capitaux propres et les gestionnaires des institutions actives sur le marché sont d'avis que la participation à cette catégorie d'actif est dans l'intérêt financier des investisseurs institutionnels canadiens. Ceux qui ont négligé cette catégorie d'actif sont susceptibles de passer à côté d'une source importante de profits et de possibilités de diversification de leur portefeuille à long terme.

Tous les intervenants, tant des milieux gouvernementaux et industriels qu'institutionnels, qui ont participé au rapport *Trouver la clé* maintiennent que les institutions canadiennes devraient envisager les investissements en capitaux propres dans ce contexte financier, en tenant dûment compte de leurs politiques de gestion prudente et de tolérance au risque.

Si l'expérience sert de guide, un programme d'investissements en capitaux propres bien conçu, axé sur les rendements et largement diversifié, aussi bien au niveau des marchés que géographiquement (c.-à-d. nord-américain et mondial), sera à l'origine d'avantages économiques indirects considérables pour le pays dans son ensemble et de rendements supérieurs pour l'investisseur. En effet, une approche diversifiée en matière d'investissements en capitaux propres comportera en définitive des possibilités d'investissement viables dans toutes les régions du Canada.

Pour susciter le dialogue à l'échelle nationale sur le rôle des investisseurs institutionnels dans le domaine des investissements en capitaux propres, le rapport a exploré plusieurs questions décisives. Menée par la société Macdonald & Associates Limited au cours de l'été et de l'automne 2003, la recherche poursuivait sur la lancée des résultats de plusieurs études antérieures importantes (voir les exemples à l'annexe III) réalisées au Canada et à travers le monde.

La recherche entreprise en vue de la publication du présent rapport reposait sur :

- les données de base et les analyses ayant trait à ce sujet, y compris celles qui précisent l'ampleur et la portée de la participation des institutions canadiennes aux investissements en capitaux propres par rapport à celle des institutions américaines;

- une enquête ciblant les chefs de file parmi les gestionnaires de fonds de pension, de fonds de dotation et de fonds de fonds aux États-Unis, afin de tirer les leçons qui se dégagent de l'expérience américaine et d'évaluer à quel point ce marché est au courant des perspectives d'investissements en capitaux propres au Canada;
- une enquête ciblant les cadres supérieurs de fonds de pension privés et publics, de compagnies d'assurance vie, de fonds de dotation et d'autres institutions au Canada, pour évaluer les perspectives d'investissements en capitaux propres;
- d'autre documentation de base enrichissant les données et les thèmes abordés dans le cadre du rapport.

Les résultats propres à chacun de ces aspects de la recherche se trouvent, dans l'ordre, aux sections 3, 4 et 5 et aux annexes II à V.

En se fondant sur cette recherche, le rapport *Trouver la clé* formule des recommandations visant à encourager les échanges et le dialogue entre les groupes d'intervenants canadiens. Ces recommandations se trouvent à la section 6.

Les membres d'un comité consultatif affecté à ce projet, qui ont supervisé l'enquête et le processus de rédaction du rapport, ont également exprimé leur avis sur les recommandations. Ce comité était formé d'un groupe de représentants gouvernementaux, de dirigeants des milieux institutionnels et de l'industrie des capitaux propres ainsi que de conseillers en recherche.

Ce rapport a été commandé par le Ministry of Economic Development de l'Alberta, Industrie Canada, le ministère de l'Industrie, du Développement économique et des Mines du Manitoba, le Ministry of Economic Development de la Nouvelle-Écosse, le ministère du Développement économique et du Commerce de l'Ontario, Prince Edward Island Business Development et le ministère du Développement économique et régional et de la Recherche du Québec.

2.1 Méthode de recherche

Les investisseurs institutionnels étant de plus en plus présents sur la scène économique au Canada et dans le monde entier, leur nombre ayant augmenté surtout durant les années 1990, une importante documentation de recherche a vu le jour pour analyser leur influence sur les marchés de capitaux (voir les exemples choisis à l'annexe III). Une partie de cette recherche portait sur leur rôle au sein du marché des capitaux propres.

Documentation de recherche publiée dans ce domaine

En 1998, l'Organisation pour la coopération et le développement économiques (OCDE) a publié l'une des plus importantes études sur le sujet : *Institutional Investors in the New Financial Landscape*.

Ce rapport de l'OCDE a confirmé la pertinence globale de recherches menées auparavant aux États-Unis, entre autres par Peter Drucker et la Harvard Business School. En général, ces recherches ont conclu que la tendance en faveur d'une « institutionnalisation » de l'épargne a favorisé l'émergence d'un grand nombre de gros investisseurs — les plus importants étant généralement des fonds de pension — qui étaient et demeurent relativement nouveaux dans le monde financier.

Dans tous les pays industrialisés, rapporte l'OCDE, il en découle une augmentation de l'offre de capitaux à long terme, qui devrait entraîner une augmentation de l'offre de capitaux propres.

Récemment, le lien entre les institutions et les capitaux propres a été analysé de plus près. En 2001, par exemple, le célèbre « rapport Myners » (*Institutionnal Investment in the United Kingdom*) était publié et contenait un examen détaillé du faible taux perçu d'investissements institutionnels en Grande-Bretagne.

Myners a pu identifier les obstacles à la participation des institutions au marché, la plupart d'entre eux ayant trait à la nature des processus d'investissements institutionnels et au fait que les institutions n'ont pas eu accès aux ressources et au savoir-faire nécessaires pour prendre des décisions judicieuses. Dans une moins grande mesure, la réglementation gouvernementale était également tenue pour responsable.

Ce sujet a également été abordé au Canada. Un rapport publié en 1999, intitulé *Prudence, patience et des emplois : Les placements des caisses de retraite dans une économie canadienne en évolution* (Falconer, Centre canadien du marché du travail et de la productivité) confirme l'existence au Canada d'obstacles semblables à ceux décrits par Myners quant à la participation des institutions aux investissements en capital de risque et à d'autres types d'investissements en capitaux propres au pays.

Fondé sur une enquête effectuée auprès des membres de l'ACGFR, ce rapport conclut que les gestionnaires des fonds de pension canadiens se sentent paralysés par des obstacles, tels que les coûts d'entrée sur le marché, l'accès limité aux données, les

inquiétudes sur la capacité des spécialistes de l'investissement en capitaux propres d'assurer de bons rendements, les problèmes liés à la surveillance et le comportement des fiduciaires et des conseillers externes.

Une caractéristique commune à un grand nombre de ces rapports a été la méthode de recherche utilisée. Au lieu de se fier à des modèles quantitatifs, la recherche était souvent axée sur des approches qualitatives. La recherche qualitative va au cœur des questions structurelles propres à la fois à la gestion des institutions et aux activités d'investissement en capitaux propres en fournissant une meilleure compréhension des positions et des perceptions à la base du processus de prise de décision.

Par exemple, il se dégage de quantité de recherches portant sur l'économie et les entreprises (p. ex. Berger et Udell, 1998, et MacIntosh, 1994, voir l'annexe III) des lacunes inhérentes à tous les marchés de capitaux propres, en raison notamment de la difficulté d'obtenir de l'information sur les transactions effectuées sur ces marchés, ce qui n'est pas le cas en ce qui concerne les marchés boursiers. Pour cette raison, les investissements en capitaux propres représentent une activité complexe, exigeant une gestion assidue de la part des investisseurs.

En outre, comme le révèlent Myners et Falconer, les cultures de gestion des institutions sont complexes et les procédures internes visant à prendre des décisions d'investissement judicieuses ne sont pas toujours les meilleures. Plus une catégorie d'actif comporte des défis, plus les lacunes potentielles seront grandes.

Ainsi, les chercheurs ont souvent fait appel aux sondages d'opinion (ou à des outils de recherche équivalents) auprès de sources d'information clés, tels que les gestionnaires des institutions, les fiduciaires (ou les administrateurs) et les conseillers, pour connaître leur position à l'égard des capitaux propres. D'autres recherches qualitatives peuvent aussi explorer les entrées et les sorties des processus d'investissement (pour en vérifier l'efficacité) et d'autres aspects structurels, tels que l'incidence des régimes réglementaires.

La recherche ayant servi à la préparation de ce rapport

Dans la même veine que l'approche méthodologique décrite ci-dessus, les auteurs de *Trouver la clé* se sont fiés aux sondages d'opinion auprès de sources d'information clés, menés dans le

cadre d'entrevues. Celles-ci avaient pour principal objet de recueillir les commentaires des gestionnaires d'institutions et de leurs conseillers à propos de leurs connaissances, de leurs positions, de leurs politiques et de leurs procédures de prise de décision relativement au capital de risque et à d'autres types de capitaux propres.

Les questions posées aux personnes interrogées visaient à obtenir des réponses détaillées sur les problèmes structureux ayant trait aux capitaux propres, tant au sein des institutions que du marché. En outre, les chercheurs ont demandé aux gestionnaires de fournir des précisions sur les stratégies possibles pour surmonter les obstacles.

Avant les entrevues, les personnes interrogées avaient l'assurance que leurs commentaires ne seraient pas divulgués. Vu le peu d'investisseurs institutionnels au Canada, il fallait également éviter de citer leurs propos, même si on n'en précisait pas l'origine. Les réponses dans le présent rapport ont au lieu été paraphrasées et regroupées sous les principaux thèmes.

Le volet canadien de l'enquête

L'annexe II résume brièvement les questions posées lors des entrevues réalisées au Canada. Ces questions variaient, selon que la personne interrogée représentait une institution poursuivant activement ou non un programme d'investissement en capitaux propres.

Le volet canadien de l'enquête visait un échantillon représentatif d'institutions, regroupées selon le type d'institution (p. ex. les fonds de pension privés et publics, les compagnies d'assurance, les fonds de dotation et d'autres fonds d'investissement) et la région.

Quand c'était possible, les chercheurs ont également tenté de diversifier l'échantillonnage selon la valeur de l'actif des institutions. Ils ont veillé à une vaste répartition régionale de l'échantillonnage, comptant au moins 20 entrevues en Ontario et au Québec et 3, 4 ou 5, dans chaque cas, en Colombie-Britannique, en Alberta, au Manitoba et dans les provinces de l'Atlantique (voir les résultats aux figures I et II).

En tout, l'enquête visait 94 investisseurs institutionnels canadiens, dont 74 (soit 79 p. 100) ont accepté d'accorder une entrevue. Il s'agissait pour la plupart de cadres supérieurs de fonds individuels et, dans certains cas, administrant plusieurs fonds

FIGURE I

Profil des répondants et des non-répondants au volet canadien de l'enquête

Valeur de l'actif, nombre et type des institutions canadiennes interviewées et non interviewées

ACTIF (en milliards \$)	>10	de 5 à 10	de 2 à 5	de 1 à 2	<1	TOTAL
<i>Ont accepté de participer à l'entrevue</i>						
Fonds de pension publics	6	11	12	10	7	46
Fonds de pension privés	2	2	9	3	2	18
Fondations et fonds de dotations				2	2	4
Compagnies d'assurance	3	1		2		6
<i>Ont refusé de participer à l'entrevue</i>						
Fonds de pension publics	2		1	1		4
Fonds de pension privés		1	7	3	1	12
Fondations et fonds de dotations						
Compagnies d'assurance	2		2			4

(p. ex. Alberta Revenue, British Columbia Investment Management Corporation, CDP Capital, la Société de gestion des placements du Nouveau-Brunswick et University of Toronto Asset Management).

En outre, les plus grandes sociétés d'experts-conseils qui comptent des fiducies parmi leurs clients ont été interviewées, de même que les gestionnaires de fonds de fonds et des principaux fonds d'investissement en capitaux propres.

Le dernier échantillonnage canadien, quoique relativement vaste pour une enquête de ce genre, comporte plusieurs grandes limites qu'il y a lieu de souligner.

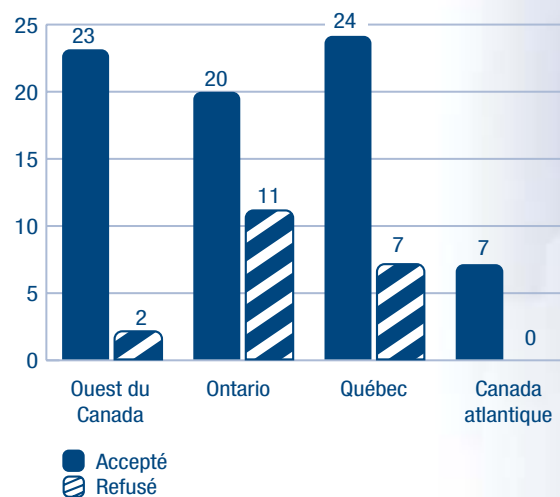
Ce sont surtout de grandes institutions qui ont participé à l'enquête.

Les institutions comptant d'importants actifs sous gestion étaient plus susceptibles de trouver le temps et les ressources leur permettant de participer à une entrevue, de sorte que l'échantillonnage est biaisé en faveur des grandes institutions.

L'actif de 62 p. 100 de toutes les institutions qui ont accepté d'accorder une entrevue était supérieur à 2 milliards de dollars (voir la figure I). Pour la majorité des personnes interrogées représentant des fonds de pension privés ou publics, ce chiffre fait état du biais lié à l'échantillonnage en faveur des grandes institutions, puisque le Canada compte plus de 3 000 caisses de retraite en fiducie (Statistique Canada 2002), dont chacune des 100 plus importantes (telles que définies par *Benefits Canada*) gère un actif d'au moins 1 milliard de dollars.

FIGURE II

Répondants et non-répondants au volet canadien de l'enquête selon la région où est établi le siège social



Autrement dit, l'enquête a atteint la frange supérieure de l'univers institutionnel canadien (entre autres, les caisses de retraite en fiducie et d'autres fonds de pension, les compagnies d'assurance, les fonds de dotation et les fondations), composé littéralement de milliers de fonds individuels d'envergure et de types divers, dont le siège social est établi dans les diverses régions du pays (voir la figure II), gérant un actif global totalisant près de 1,5 billion de dollars. Étant donné qu'il n'existe aucun annuaire complet des institutions au Canada, il est impossible de

calculer avec précision le pourcentage réel du nombre cumulé représenté dans l'échantillonnage.

Le cabinet de recherches financières Greenwich Associates des États-Unis mène chaque année une enquête sur les institutions nord-américaines et bute sur ce même biais dans ses travaux. Les données de l'enquête de 2003 de Greenwich Associates, citées dans *Trouver la clé*, font état d'un taux de réponse favorable de 67 p. 100 sur les 402 institutions canadiennes invitées à participer à l'enquête. Cette société a confirmé que les institutions qui n'ont pas accepté l'entrevue étaient généralement de moins grande envergure que celles qui y ont participé.

Il en est de même pour l'enquête internationale réalisée tous les deux ans par Goldman Sachs International et Russell Investment Group (également citée dans le présent rapport, ci-après Goldman Sachs-Russell), dans le cadre de laquelle la valeur de l'actif des répondants est d'au moins 3 milliards de dollars US.

La plupart des répondants s'intéressent déjà aux investissements en capitaux propres

Dans le but de bien comprendre les variables qui guident la décision d'une institution de participer ou non au marché des capitaux propres, le volet canadien de l'enquête a visé à la fois les institutions actives sur le marché et celles qui ne le sont pas. Cependant, les gestionnaires des institutions qui ont accepté d'accorder une entrevue représentaient généralement celles poursuivant actuellement, ou ayant eu par le passé, un programme d'investissement en capitaux propres, ou encore celles témoignant au moins d'une certaine curiosité dans le domaine. Alors que certains gestionnaires expliquaient qu'ils ne participeraient pas aux entrevues faute de temps, la plupart évoquaient leur manque d'intérêt pour ce marché.

C'est pourquoi l'on croit que les résultats de l'enquête reflètent un plus grand degré d'intérêt envers les investissements en capitaux propres que celui que l'on retrouverait normalement au sein du milieu institutionnel canadien dans son ensemble. Le manque d'intérêt envers ce marché semble être plus marqué parmi les fonds de pension privés. Par contre, seulement 14 p. 100 des 29 fonds de pension publics invités à participer déclinèrent l'invitation.

Les sociétés Greenwich Associates, Goldman Sachs International et Russell Investment Group ont fait état de caractéristiques semblables quant à la participation à leurs enquêtes.

Les compagnies d'assurance sont sous-représentées dans l'échantillonnage

Les compagnies d'assurance s'intéressant aux investissements en capitaux propres travaillent pour la plupart dans les domaines de l'assurance vie et de l'assurance santé. Des représentants de 6 des 10 assureurs invités à participer à l'entrevue ont accepté, un faible taux témoignant de leur peu d'intérêt pour cette catégorie d'actif.

Le volet américain de l'enquête

Ce volet visait également un échantillon représentatif d'institutions et était axé sur celles qui ont été particulièrement actives au sein du marché capitaux propres sur une longue période (c.-à-d. les fonds de pension privés et publics et les fonds de dotation). Les entrevues ont été également menées auprès des gestionnaires des plus grands fonds de fonds et 20 répondants ont participé au volet américain de l'enquête.

Bon nombre des questions posées aux représentants d'institutions canadiennes l'ont été également aux gestionnaires américains, dans le but de tirer des leçons de leur présence sur ce marché depuis plus d'une vingtaine d'années. En outre, les chercheurs ont interrogé les gestionnaires des institutions américaines au sujet de leur degré de sensibilisation et d'intérêt quant aux possibilités d'investissements en capitaux propres au Canada.

Données sur les tendances relatives aux investissements institutionnels en capitaux propres

Pour étayer les commentaires obtenus lors des entrevues auprès des répondants, les auteurs de *Trouver la clé* ont également tenu compte de données comparatives et quantitatives provenant de divers travaux de recherche. Ces données mettent en lumière les récentes tendances quant au degré de participation des institutions aux activités d'investissement en capitaux propres, en mettant l'accent sur les comparaisons entre le Canada et les États-Unis.

Les données comparatives sur le marché se sont révélées utiles en vue d'établir les grands paramètres des activités actuelles et prévues d'investissement en capitaux propres au Canada et aux États-Unis, en tenant compte des catégories spécifiques d'investisseurs institutionnels. La société Greenwich Associates a aussi réuni pour ce rapport des données faisant état de la participation actuelle des investisseurs institutionnels sur le marché, répartie selon l'envergure des institutions. Ces données ont servi en partie à démontrer l'incidence des différents niveaux d'activité

des institutions dernièrement aux États-Unis et au Canada sur leur marché intérieur respectif de capitaux propres.

Ces données ont aussi aidé à établir un cadre bien documenté pour comprendre les positions et les perceptions qui sous-tendent les décisions des institutions d'entreprendre des activités d'investissement en capitaux propres, révélées dans les réponses fournies dans le cadre des deux volets de l'enquête.

2.2 Termes clés et acronymes utilisés dans le rapport

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

ACGFR : Association canadienne des gestionnaires de fonds de pension.

Affectation institutionnelle (ciblée) : Affectation autorisée par les institutions dans une catégorie d'actif (p. ex. capitaux propres), en pourcentage de l'actif total. Les objectifs en matière d'investissements en capitaux propres ne représentent généralement qu'une relativement faible proportion de l'actif total.

Affectation institutionnelle (réelle) : Montant réel de capital affecté par les institutions dans une catégorie d'actif (p. ex. capitaux propres), en pourcentage de l'actif total. À la longue, l'affectation réelle augmente pour atteindre l'affectation visée (voir également la rubrique suivante).

Autre type d'actif : Investissement ne faisant pas partie de la catégorie des actions publiques et des obligations, y compris l'immobilier et les capitaux propres.

Commandité et commanditaire : Associé commandité (soit les gestionnaires de fonds de capitaux propres) et associé commanditaire (soit les investisseurs de capitaux dans des fonds de capitaux propres).

Engagement de capitaux : Ensemble des ressources des institutions (ou d'autres sources) destinées à des fonds de capitaux propres.

Fiduciaire : Gestionnaire ou administrateur de fonds de pension et de certains autres types de fonds.

Fonds de fonds : Fonds commun d'actifs institutionnels, gérés par des spécialistes exerçant une diligence raisonnable et

choisissant pour le compte de leurs clients des investissements en capitaux propres. Selon le *Private Equity Analyst*, il existe deux grands types de fonds de ce genre, les fonds amalgamés (fonds mettant en commun l'actif de nombreux investisseurs) et les fonds captifs (fonds formés de l'actif d'un seul investisseur).

Gardien : Spécialiste qui conseille ses clients institutionnels sur les décisions à prendre en matière d'investissements en capitaux propres ou encore qui agit pour le compte de ces clients sur le marché, parfois par l'intermédiaire des fonds de fonds.

Investisseur institutionnel : Catégorie comprenant les caisses de retraite privées ou publiques, d'autres fonds de pension, les compagnies d'assurance, les fonds de dotation d'universités, les œuvres de bienfaisance et d'autres types de fonds dotés de caractéristiques semblables à titre d'investisseurs (définition fondée sur celle formulée par l'OCDE en 1998).

Marché des capitaux propres : Marché non public pour toute forme d'activité d'investissement en capital ou en quasi-capital. Dans un marché parvenu à maturité, il existe ordinairement trois secteurs différents :

Rachat : Investissement à risque dans des moyennes entreprises, habituellement dans les secteurs traditionnels.

Mezzanine : Formule semblable au rachat, mais faisant appel aux créances de second rang.

Capital de risque : Investissement à risque dans de nouvelles ou de jeunes entreprises, ordinairement dans les secteurs novateurs.

Programme d'investissement en capitaux propres : Activité formelle d'investisseurs institutionnels, reposant sur l'établissement de critères et d'objectifs et prévoyant des affectations (ou des engagements) régulièrement.

Réseau Capital : Réseau de capital de risque du Québec.

Société en commandite : Société gérée par des associés commandités pour le compte d'associés commanditaires qui fournissent les capitaux.

Pour obtenir d'autres définitions, le lecteur est invité à consulter le glossaire sur le site Web de Macdonald & Associates Limited (www.canadavc.com).

3. Les investisseurs institutionnels et les capitaux propres : comparaison entre le Canada et les États-Unis

Sur la scène internationale des investissements institutionnels, les investissements en capitaux propres affichent des gains soutenus de popularité. Surtout durant les années 1990, ce genre d'investissements est devenu une catégorie d'actif distincte, occupant une grande place dans quantité de portefeuilles institutionnels parmi les plus importants du monde.

Cette tendance trouve son origine aux États-Unis, où les institutions de toutes sortes, grandes et petites, ont fourni depuis les 10 dernières années des capitaux à un marché florissant. Selon l'enquête internationale biennale réalisée par les sociétés Goldman Sachs International et Russell Investment Group intitulée *Alternative Investing by Tax-Exempt Organizations*, les fonds institutionnels d'autres pays empruntent la voie tracée par les Américains.

Les sociétés Goldman Sachs-Russell ont également découvert que les institutions américaines, même si elles sont axées sur le marché mondial, engagent la plupart de leurs actifs considérables destinés aux investissements en capitaux propres dans des fonds américains. Il n'est donc pas surprenant qu'elles aient été un élément indispensable à la croissance du marché le plus vaste et le plus avancé du monde. C'est pourquoi le marché des capitaux propres aux États-Unis est devenu un modèle pour les autres pays.

Il existe divers moyens de mesurer les activités d'investissement en capitaux propres des institutions et d'établir des comparaisons entre deux ou plusieurs pays. Le plus courant consiste à comparer les montants affectés aux investissements en capitaux propres (réels ou ciblés, en pourcentage du total de l'actif) entre divers types d'institutions de différents pays. Un autre consiste à comparer, d'un pays à l'autre, le taux annuel de nouveau capital engagé par les institutions dans des fonds d'investissement en capitaux propres.

En raison des différences marquantes entre les différents pays relativement aux systèmes de revenu de retraite, aux types d'institutions ainsi qu'à la structure et à l'orientation de leur industrie respective des capitaux propres — et des différentes méthodes utilisées pour les décrire —, la volonté d'établir des comparaisons directes comporte des défis de taille et risque d'induire en erreur. C'est pourquoi les données et l'analyse qui suivent sont tirées du contexte nord-américain (d'autres données internationales sont présentées à l'annexe IV).

À l'aide de ces deux mesures de l'activité institutionnelle, les données recueillies, provenant de nombreuses sources, montrent que les institutions américaines (entre autres, selon le type et l'envergure des institutions) ont toujours participé nettement davantage aux activités d'investissement en capitaux propres que les institutions canadiennes et continueront sans doute de le faire.

Les institutions américaines affectent davantage de leur actif aux investissements en capitaux propres

La figure III met en évidence les sommes réelles (et non pas les montants ciblés) affectés aux investissements en capitaux propres par les grandes institutions aux États-Unis et au Canada. Dans son enquête annuelle, la société Greenwich Associates a constaté que les affectations réelles aux États-Unis étaient généralement plus élevées parmi les fonds de dotation et les fondations (8 p. 100 de l'actif), suivis des fonds de pension privés.

Quoiqu'ils y affectent une part moindre de leur actif total, les fonds de pension publics sont désormais dans l'absolu les plus importants investisseurs sur le marché américain des capitaux propres, compte tenu de leur envergure colossale.

Au Canada, la situation est tout à fait à l'opposé. Les fonds de pension publics viennent en tête, 2,8 p. 100 de leur actif étant affecté aux investissements en capitaux propres.

Les fonds de pension privés canadiens sont sous-représentés sur le marché des capitaux propres, quand on les compare à ceux des États-Unis. Il est possible que les données de la société

FIGURE III
Affectations institutionnelles (réelles) en capitaux propres

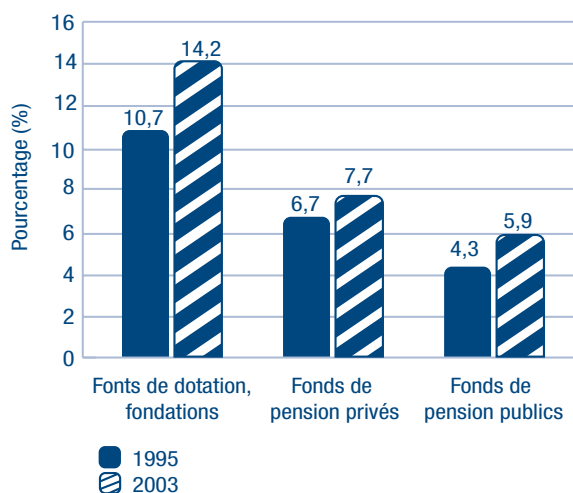
Canada et États-Unis, 2002

ÉTATS-UNIS	% de l'actif total
Fonds de dotation et fondations	8,0 %
Fonds de pension privés	3,3 %
Fonds de pension publics	3,1 %

CANADA	% de l'actif total
Fonds de dotation et fondations	1,0 %
Fonds de pension privés	1,3 %
Fonds de pension publics	2,8 %

Source : Greenwich Associates, 2003

FIGURE IV
Affectations institutionnelles (ciblées) en capitaux propres
Amérique du Nord, 1995 et 2003



Source : Goldman Sachs-Russell, 2003.

Greenwich Associates comprennent également les actifs traditionnels, alors que la plupart des fonds de pension privés canadiens sont actuellement inactifs (laissant ainsi entrevoir un écart plus grand dans ce domaine entre les deux pays).

Les données montrent également que les fonds de dotation et les fondations au Canada commencent à peine à constituer une présence tangible sur le marché.

Il semblerait que la situation serait analogue quant aux montants ciblés pour les investissements en capitaux propres. Par exemple, dans leur enquête de 2003, les sociétés Goldman Sachs-Russell (voir la figure IV) font état des récentes tendances relatives aux investissements ciblés en capitaux propres, en se fondant sur un échantillon d'institutions nord-américaines de catégorie comparable (composé surtout de répondants nord-américains). Même si les montants ciblés ont augmenté ou diminué dans certains cas particuliers, la tendance globale à long terme est toujours demeurée à la hausse.

Selon les données recueillies dans le cadre de l'enquête réalisée pour les fins du présent rapport, les fonds de pension publics canadiens et quelques autres institutions actives sur le marché ont en général suivi la tendance. Cependant, en comparaison avec l'échantillon complet des sociétés Goldman Sachs-Russell pour l'Amérique du Nord, globalement, les niveaux ciblés au Canada sont généralement plus bas.

Les auteurs du rapport *Trouver la clé* ont découvert que, parmi les institutions canadiennes actives sur ce marché, les montants ciblés pour les investissements en capitaux propres représentaient 6 p. 100 de leur actif total en 2003, alors que la moyenne mixte nord-américaine était de 7,5 p. 100 selon Goldman Sachs-Russell.

Ni dans l'enquête menée par la société Greenwich Associates, ni dans celle réalisée par les sociétés Goldman Sachs-Russell, aucune compagnie d'assurance canadienne ou américaine ne faisait partie de l'échantillon.

Aussi bien les petites que les grandes institutions américaines participent aux activités d'investissement en capitaux propres

Les données des figures III et IV indiquent que les investissements en capitaux propres s'étendent sur au moins trois grandes catégories d'institutions américaines, alors qu'au Canada, seulement les fonds de pension publics sont engagés dans de telles activités. En outre, les institutions américaines investissent davantage de capitaux sur ce marché que les institutions canadiennes.

D'autres données tirées de la dernière enquête de la société Greenwich Associates montrent que les fonds institutionnels américains, quelle que soit leur envergure, ont tendance à participer au marché des capitaux propres.

Comme le souligne la figure V, l'importance des sommes réelles affectées aux investissements en capitaux propres correspond à l'envergure des institutions américaines, les plus grandes (dont l'actif est de 5 milliards de dollars ou plus) affectant en moyenne 3,4 p. 100 de leur actif total et les plus petites (dont l'actif est de 1 milliard ou moins), 1,5 p. 100.

FIGURE V

Affectations institutionnelles (réelles) en capitaux propres* Canada et États-Unis, 2002

% de l'actif total

ÉTATS-UNIS (\$US)				
Valeur de l'actif	+ de 5 milliards \$	1 à 5 milliards	501 millions à 1 milliard \$	-500 millions \$
	3,4 %	2,6 %	1,5 %	1,5 %
CANADA (\$CAN)				
Valeur de l'actif	+ de 5 milliards \$	1 à 5 milliards \$	501 millions à 1 milliard \$	-500 millions \$
	3,2 %	0,5 %	0,1 %	0,1 %

* Comprend les données disponibles pour les fonds de dotation, les fondations ainsi que les fonds de pension privés et publics.

Source : Greenwich Associates, 2003.

Les sommes affectées par les institutions canadiennes dans des catégories d'investissement semblables (même rajustées en fonction des taux de change) sont nettement inférieures par rapport à la norme américaine. Au Canada, les plus grandes institutions (dont l'actif est supérieur à 5 milliards de dollars) sont l'exception, car elles s'approchent de leurs pairs américains en ce qui a trait à la participation au marché des capitaux propres. Les affectations à ce poste des institutions canadiennes dont l'actif est inférieur à 5 milliards sont nettement moins importantes.

Les données concernant les deux pays indiquent l'importance de la « capacité relative » (c.-à-d. le nombre d'employés, l'ensemble de compétences et les ressources complémentaires à l'interne) nécessaire pour mettre sur pied un programme d'investissement en capitaux propres. Autrement dit, l'institution doit d'abord atteindre un certain seuil avant qu'il lui soit possible de mettre sur pied un programme viable. En outre, il existe une nette correspondance entre l'envergure du programme et l'envergure de l'institution.

La question de l'envergure de l'institution et de sa « capacité relative », particulièrement en ce qui concerne certaines catégories d'institutions, peut s'appliquer directement à la situation canadienne. Par exemple, la plupart des fonds de dotation des universités interrogées pour les fins du présent rapport disposaient d'un actif d'environ 1 milliard de dollars ou moins. En outre, sur les 30 fonds de pension privés interrogés (dont

18 faisaient partie de l'échantillonnage du volet canadien de l'enquête), seulement cinq disposaient d'un actif supérieur à 5 milliards.

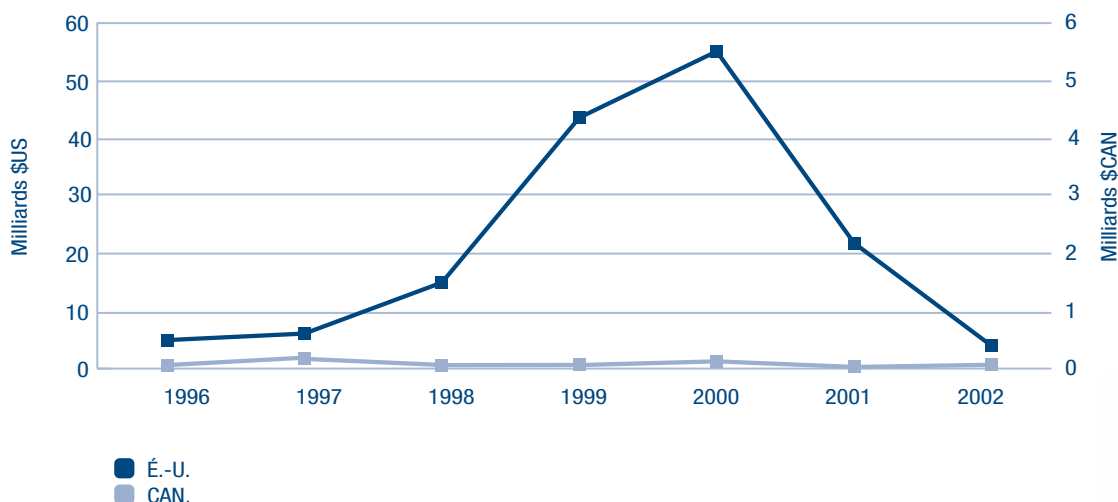
N'empêche que les données ont révélé que, aux États-Unis, même les petites institutions ont réussi à participer d'une quelconque façon à cette catégorie d'actif. La plupart des institutions canadiennes d'envergure comparable ne l'ont pas fait.

Les données recueillies par la société Greenwich Associates concordent avec celles d'une étude réalisée par le Centre for Economic Policy Research de la University of British Columbia (Chemla, 2003), à partir des résultats d'une enquête sur des fonds de pension canadiens et américains. L'étude conclut que, lorsqu'on tient compte des différences d'envergure des institutions, les fonds de pension américains engageaient néanmoins une part nettement plus importante de leur actif dans des investissements en capitaux propres.

Taux de participation des institutions : élément clé de la croissance des investissements en capitaux propres

Au Canada et aux États-Unis un programme actif d'investissement en capitaux propres aura tendance à être diversifié entre les divers secteurs du marché (rachats, mezzanine et capital de risque), les préférences quant aux engagements de capitaux variant d'une institution à l'autre. Les gestionnaires des institutions qui ont été interrogés dans le cadre des enquêtes qui ont conduit à la préparation du rapport *Trouver la clé* (voir les sections 4 et 5) ont confirmé ce truisme.

FIGURE VI
Nouveaux engagements institutionnels en capital de risque*
Canada et États-Unis, 1996–2002



* Comprend les données disponibles sur les fonds de pension privés et publics, les fonds de dotation et les fondations, les compagnies d'assurance et les fonds de fonds.

** Exclut une nouvelle affectation substantielle interne de CDP Capital, Technologies.

Sources : Macdonald & Associates Limited, Thomson Venture Economics, 2003

Par exemple, les répondants au volet américain de l'enquête ont affirmé que la plus grande part de l'ensemble des sommes affectées aux investissements en capitaux propres sont normalement destinées aux fonds de rachat (60 p. 100), puis aux fonds de capital de risque (35 p. 100) et enfin aux fonds mezzanine (5 p. 100). Parmi les institutions canadiennes participant au marché et beaucoup moins nombreuses, les fonds de rachat représentent généralement 45 p. 100 de l'actif engagé, suivis des fonds de capital de risque, 40 p. 100, et des fonds mezzanine, 15 p. 100.

Il ne faut pas perdre de vue que ces données ne fournissent qu'une esquisse des critères des programmes américains et canadiens, fondée sur des échantillons limités de différentes catégories d'institutions regroupées dans les deux pays. Un échantillonnage plus complet d'institutions actives sur le marché des investissements en capitaux propres aurait sans doute fait état de proportions quelque peu différentes. Il faut également reconnaître que de nombreux programmes sont également géographiquement diversifiés, ce qui signifie que les fonds de plus d'un pays profiteront des préférences des institutions relativement à ce marché.

Cela dit, les différences entre les sommes affectées par les institutions canadiennes et américaines aux investissements en capitaux propres ont eu une nette incidence sur les ressources disponibles pour l'investissement au sein de leur industrie nationale respective des capitaux propres. La figure VI compare la participation des institutions aux industries canadienne et américaine, fondée sur les nouveaux engagements pour la période 1996-2002, en utilisant le capital de risque à titre d'approximation de l'ensemble des activités d'investissement en capitaux propres.

Ces données témoignent de l'extraordinaire contribution des fonds de pension américains, des fonds de dotation, des compagnies d'assurance et d'autres groupes à la rapide expansion des ressources de l'industrie américaine. En l'an 2000, année où les activités de mobilisation de fonds de capital de risque étaient à leur plus haut niveau, 56 p. 100 des nouveaux capitaux mobilisés, qui s'élevaient à 107,2 milliards de dollars US, étaient attribuables à ces investisseurs. Même en 2002, alors qu'il était très difficile de réunir des capitaux, les investisseurs institutionnels ont tenu le coup, leur part des nouveaux engagements s'élevant alors à 75 p. 100.

Ces niveaux font état de la participation importante et soutenue au marché des investissements en capitaux propres des institutions américaines depuis au moins une dizaine d'années. En effet, les actifs institutionnels constituent la masse des 698 milliards de dollars US sous gestion dans les fonds américains de rachat, mezzanine et de capital de risque à l'heure actuelle (Thomson Venture Economics, 2003).

Durant la majeure partie de cette période, la part des nouveaux engagements annuels en capital de risque attribuables aux institutions canadiennes était nettement inférieure à celle des institutions américaines.

En 2000 (également une année importante pour la mobilisation de capital de risque au Canada), 31 p. 100 des 3,8 milliards de dollars réunis provenaient des fonds de pension, des compagnies d'assurance et d'autres institutions, alors que durant la période de repli du marché en 2002, leur participation s'élevait à 16 p. 100 des 3,2 milliards mobilisés. Cette dernière proportion est plus représentative de la participation des institutions canadiennes avant 2000, alors que les nouveaux engagements provenant de cette source représentaient entre 5 et 15 p. 100 de l'entrée de nouveaux capitaux dans cette industrie chaque année.

Il est aussi important de préciser que certaines des ressources institutionnelles introduites au sein de l'industrie canadienne du capital de risque au cours de cette période étaient destinées à leurs programmes internes, en vue de faire des investissements directs.

Les activités d'investissement comparativement limitées des institutions ont eu de graves incidences sur l'industrie canadienne des capitaux propres. Alors que les secteurs des fonds de rachat, mezzanine et de capital de risque ont connu une croissance impressionnante ces dernières années — les ressources sous gestion s'élevant à près de 50 milliards de dollars en 2003 —, une fraction imposante de l'offre globale provenait de sources non institutionnelles (p. ex. les particuliers qui investissent dans les sociétés à capital de risque de travailleurs)

En outre, l'envergure plus modeste de l'industrie des capitaux propres au pays, comparativement à celle des États-Unis, a mené certains analystes à faire valoir que ce marché est peut-être sous capitalisé au Canada, en raison justement du fait qu'un si grand

nombre d'institutions canadiennes s'en sont tenues à l'écart (*Private Equity Canada 2002*, Goodman & Carr LLP, McKinsey & Company, 2003).

Le fait qu'il existe des différences structurelles marquantes entre les industries canadienne et américaine donne une certaine crédibilité à ce point de vue.

Alors que plus de 80 p. 100 des fonds américains de capitaux propres sont fondés sur des sociétés en commandite financées par des institutions (Thomson Venture Economics) de tels fonds représentent 25 p. 100 de l'industrie canadienne (Macdonald & Associates Limited). Ainsi qu'il a été précisé ci-dessus, la plus faible participation canadienne est en partie attribuable au fait que certaines institutions actives sur le marché au pays préfèrent investir directement, plutôt que de se concentrer exclusivement sur l'engagement de capitaux dans des fonds communs externes.

Ce qui se dégage des comparaisons entre le Canada et les États-Unis

Les faits laissent croire que les investisseurs institutionnels américains ont nettement davantage opté pour les investissements en capitaux propres que ceux du Canada. Les données comparatives corroborent cette conclusion de la manière suivante :

- Les sommes réelles et ciblées affectées par les institutions américaines à cette catégorie d'actif sont plus élevées que celles des institutions canadiennes.
- Les activités d'investissement en capitaux propres intéressent au moins trois des grandes catégories d'institutions aux États-Unis, alors que seuls les fonds de pension publics au Canada s'engagent dans de telles activités.
- Les fonds de pension américains sont des chefs de file du marché, contrairement à ceux du Canada.
- Les fonds de dotation et les fondations au Canada ne représentent pas encore une force tangible sur le marché, probablement en raison de leur faible envergure, alors que ceux des États-Unis sont parmi les participants les plus dynamiques.
- Les fonds institutionnels américains investissent sur le marché des capitaux propres indépendamment de leur envergure (bien que le niveau d'activités dépende de l'envergure), alors que seules les plus grandes institutions canadiennes tendent à participer au marché.

- L'intérêt des institutions américaines envers les capitaux propres a, à son tour, contribué de façon significative à l'ampleur et à la portée du marché américain.
- L'industrie canadienne des capitaux propres n'a pas profité autant d'un apport de capitaux institutionnels.

Pourquoi existe-t-il un écart entre le Canada et les États-Unis?

Cet écart peut en partie être expliqué par le fait que l'industrie américaine des capitaux propres existe dans sa forme actuelle depuis plusieurs décennies et bénéficie d'une structure de soutien (c.-à-d. conseillers, agents, instruments de mise en commun de capitaux et autres ressources) qui a favorisé, dans le processus, l'évolution d'une plus grande participation des institutions.

Par contre, au Canada, l'industrie a commencé à prendre de la vitesse seulement depuis une dizaine d'années. Cependant, pour bien comprendre pourquoi un tel écart existe, il est important de se familiariser avec les positions et les perceptions à la base des décisions des investisseurs institutionnels. Cela contribuera à expliquer pourquoi des entrevues ont été menées auprès de participants clés dans les deux pays, dont les résultats sont résumés aux sections 4 et 5.

4. Les investisseurs institutionnels américains et les capitaux propres

La section 3 a fait état de la participation dynamique des investisseurs institutionnels américains sur le marché des capitaux propres. Mais comment en est-on arrivé là et quelles leçons utiles le Canada peut-il tirer de l'expérience américaine? La section 4 est centrée sur cette question.

Aucun événement à lui seul ne peut expliquer l'entrée massive et répandue des institutions américaines sur ce marché. Cependant, il est évident que les modifications importantes apportées aux régimes réglementaires ces dernières décennies ont préparé à cet effet le terrain.

Par exemple, une étape marquante au cours des années 1970 a été la réforme apportée à la *Employee Retirement Income Security Act*, pour y intégrer la règle de la « personne prudente ». Cette règle, qui est devenue progressivement un principe essentiel de l'encadrement des fonds de pension aux États-Unis, au Canada, au Royaume-Uni et dans d'autres pays, a donné aux fiduciaires une plus grande latitude en matière d'investissements, dans le contexte d'obligations plus explicites en vertu de la loi.

En même temps que l'administration fédérale et les États modifiaient leur réglementation, le rôle des sociétés en commandite à titre de véhicule pour les investissements en capitaux propres évoluait. Les associés commandités de l'industrie pouvaient amalgamer des capitaux provenant de différents types d'investisseurs et leur rendre exonérés d'impôt, protégeant ainsi la position fiscale des fonds de pension. Suite à l'entrée des institutions sur le marché, le *modus operandi* de l'industrie américaine a lui-même évolué, au point où ce véhicule est devenu le principal moyen de mobiliser des capitaux.

Au cours des années 1980, certains des grands noms des milieux institutionnels américains ont mis sur pied des programmes d'investissement en capitaux propres. Durant ces années novatrices, les gestionnaires des institutions ont dû « apprendre sur le tas » dans un marché inefficace. En pratique, il fallait perfectionner les procédures internes et les stratégies externes en vue d'une participation soutenue pour passer à travers les hauts et les bas des cycles du marché.

Comme le révèle le condensé des réponses qui suit, les institutions américaines ont fini par réussir dans ce domaine. Après un certain temps, un nombre croissant d'entre elles ont cherché à participer aux fonds offrant les meilleurs rendements, tant aux États-Unis qu'en Europe, en Asie et dans d'autres régions du

monde. Les fonds de pension ont fait preuve d'un très grand dynamisme à l'étranger et sont devenus des sources clés de capitaux sur certains marchés de capitaux propres étrangers. Bien que l'on ne dispose pas de données objectives, ce genre d'activité ne semble toutefois pas être très répandu au Canada.

Pour mieux connaître l'expérience américaine, l'enquête réalisée en vue du présent rapport ciblait les cadres supérieurs de quelques-uns des plus importants fonds institutionnels américains, dont 20 ont accepté de prendre part à une entrevue. Un ensemble de gestionnaires de fonds de pension privés et publics, de fonds de dotation et de fonds de fonds ainsi que des gardiens ou des conseillers établis aux États-Unis composaient l'échantillon définitif. Ensemble, l'actif total sous gestion par ce groupe s'élève à près de 700 milliards de dollars US. En outre, les participants à l'enquête font partie de l'élite des institutions actives sur le marché américain et international des capitaux propres.

Les gestionnaires des institutions américaines ont été interrogés sur leurs perceptions et leur expérience des capitaux propres, chez eux et au Canada (voir la section 2.1, Méthode de recherche). En réponse, ils ont envoyé des messages importants aux gestionnaires des institutions canadiennes, aux spécialistes de l'investissement en capitaux propres, aux responsables gouvernementaux et à d'autres parties intéressées. La partie suivante donne un aperçu des réponses des participants à l'enquête. Lorsqu'il y a lieu, la société Macdonald & Associates Limited y a ajouté des éléments d'information et des points d'analyse.

4.1 Points saillants du volet Américain de l'enquête

La participation aux investissements en capitaux propres peut grandement contribuer au rendement global

Dans le cadre de l'enquête, les cadres supérieurs représentant 20 fonds de pension, fonds de dotation et fonds de fonds américains manifestaient un enthousiasme considérable pour les capitaux propres.

Cet enthousiasme est ancré dans près d'une vingtaine d'années de participation soutenue au marché. Les programmes d'investissement en capitaux propres des institutions qui ont participé à l'enquête ont débuté en moyenne en 1985. Tous les gestionnaires américains ont fait part d'un rendement supérieur,

ajusté en fonction des risques, plusieurs révélant même avoir obtenu un rendement net de 20 p. 100 globalement. C'est pourquoi ils sont confiants dans la force de cette catégorie d'actif pour favoriser leur rentabilité globale tout en diversifiant leurs portefeuilles à long terme.

Les gestionnaires des institutions américaines ont affirmé qu'ils ont obtenu des rendements positifs en dépit de sérieux ralentissements du marché au début des années 1990 et depuis l'an 2000. À leur avis, cela témoigne de la nature à long terme des investissements en capitaux propres, nécessitant un engagement patient et soutenu envers cette catégorie d'actif.

Fortes de cette expérience, les institutions américaines ont mis en garde contre une approche visant à « saisir le moment opportun » sur le marché des capitaux propres, les activités étant alors guidées par des tendances à court terme. Cette stratégie, convenant mieux aux marchés boursiers, risque de compromettre le rendement des investissements en capitaux propres et de détourner les fiduciaires de leurs programmes. (On peut soutenir que ce problème s'est posé avec acuité au Canada, où de nombreux gestionnaires d'institutions qui s'étaient engagés dans des investissements en capitaux propres dans les années 1980, se sont ensuite retirés de cette catégorie d'actif plusieurs années plus tard. Voir la section 5).

L'enthousiasme au sein des milieux institutionnels américains contribue à expliquer l'augmentation des investissements ciblés en capitaux propres entre 1995 et 2003, telle que décrite par les sociétés Goldman Sachs-Russell (figure IV). Avec le temps, les fonds de pension et les fonds de dotation ont accru de façon constante leur présence dans les secteurs des rachats et du capital de risque, alors que les compagnies d'assurance américaine ont surtout mis l'accent sur les investissements mezzanine.

La réussite sur le marché dépend du talent, de l'expérience et des relations

Les gestionnaires des institutions américaines ont indiqué qu'ils ont été confrontés aux mêmes défis que leurs homologues canadiens, entre autres, un marché inconnu avec des frais d'entrée élevés, un accès limité à l'information et des difficultés de surveillance. Toutefois, ces gestionnaires ont persisté en vue de saisir les occasions de rendements supérieurs et ont réussi dans le processus à surmonter les obstacles.

L'enquête a permis de découvrir que la création de programmes d'investissement en capitaux propres au sein des institutions américaines était souvent dirigée par des champions de la cause à l'interne, faisant partie des équipes de gestion ou siégeant aux conseils d'administration (ou des administrateurs). En général, ces personnes ont joué un rôle charnière dans les décisions de mettre sur pied un tel programme en raison de leurs connaissances et de leur volonté de plaider en faveur de nouvelles orientations en matière d'investissement.

Pour se lancer sur ce marché, il faut d'abord bénéficier des ressources et du savoir-faire nécessaires. Certaines institutions y sont parvenues en recrutant à l'interne des gestionnaires chevronnés, de sorte qu'il leur fallait adopter des régimes adéquats de compensation financière. D'autres ont fait appel à l'appui de spécialistes externes, tels que des gardiens (voir ci-dessous). Quoiqu'il en soit, la croissance des activités d'investissement en capitaux propres a stimulé la création de relations et de réseaux à l'intérieur et à l'extérieur des institutions, ce qui a facilité les échanges d'information et de conseils. Pour de nombreuses institutions américaines, ce processus reposait également sur l'interaction de groupes de pairs, dans le cadre de forums comme l'Institutional Limited Partners Association (ILPA). Certains pensent qu'une activité semblable pourrait être bénéfique aux institutions canadiennes.

Des ressources sont disponibles pour appuyer les institutions et établir des points de comparaison sur le rendement

Dans les années 1990, la demande croissante sur le marché des investissements en capitaux propres parmi les gestionnaires très motivés des institutions américaines a donné naissance à une nouvelle industrie américaine de conseillers spécialisés et de ressources personnalisées.

L'enquête a révélé que les ressources les plus importantes ont été les fonds de fonds (voir ci-dessous) et les gardiens, soit des spécialistes qui fournissent à leurs clients des services complets de recherche sur le marché et qui parfois leur servent d'intermédiaires sur le marché. En outre, la demande institutionnelle a incité les conseillers traditionnels en investissement à améliorer leurs services-conseils en vue d'inclure les investissements en capitaux propres.

Au fil des ans, ces ressources ont fourni aux institutions américaines d'envergure et de types divers les outils et les véhicules nécessaires pour participer activement au marché des capitaux propres. Globalement, ces outils comprenaient l'infrastructure nécessaire pour lancer et maintenir de façon rentable des programmes. En raison de la croissance de l'industrie américaine de services-conseils et de ressources spécialisées dans le domaine des capitaux propres, avec le temps, la participation institutionnelle a pris de l'ampleur et s'est diversifiée davantage.

Le rôle des agents externes consiste à constamment bien renseigner les clients sur un éventail de plus en plus vaste de produits offerts sur les marchés américain et international, en plus de les aider à s'implanter sur ces marchés et à avoir accès à des données fiables sur le marché et les rendements, afin qu'ils puissent évaluer les fonds et établir des points de comparaison sur les rendements. Les institutions participant à l'enquête ont confirmé la grande disponibilité à cette fin de renseignements sur le marché, fournis entre autres par les sociétés Cambridge Associates et Thomson Venture Economics.

Les fonds de fonds sont particulièrement utiles aux petites institutions.

Les représentants des institutions américaines qui ont participé à l'enquête reconnaissent que les fonds de fonds sont une ressource précieuse, étant donné leur capacité de rassembler des actifs, de filtrer les occasions, de choisir les meilleurs associés commandités et aussi en raison de leur savoir-faire. Bien que la conception du modèle de fonds de fonds continue toujours d'évoluer, il existe deux grands types de fonds de fonds : les fonds amalgamés et les fonds captifs.

Les gestionnaires des institutions ont affirmé que les fonds de fonds amalgamés, qui rassemblent les actifs de plusieurs investisseurs, se sont révélés particulièrement utiles aux petites et moyennes institutions, pour lesquelles les investissements en capitaux propres seraient autrement trop coûteux.

Pour les plus petites institutions désirant mettre sur pied un programme, cet instrument et d'autres innovations sur ce marché contribuent à créer une « capacité relative » (c.-à-d. un personnel disponible, possédant un ensemble de compétences requises, ainsi que des ressources complémentaires, dans ce cas à l'externe). Il ne fait aucun doute que les fonds de fonds expliquent en partie la raison pour laquelle les institutions américaines,

même celles dont l'actif est de 1 milliard de dollars ou moins, ont réussi à participer de façon assez significative au marché des capitaux propres (voir la figure V).

Les fonds de fonds captifs, soit les fonds formés de l'actif d'un seul investisseur, peuvent être plus intéressants pour les grandes institutions, telles que la California Public Employees Retirement System et l'Oregon Public Employees Retirement Fund, pour des raisons stratégiques, tels qu'étendre la portée des institutions à un plus vaste réseau d'associés commandités et de fonds de capitaux propres.

Il en résulte que les fonds de fonds sont devenus un élément vital dans le paysage des capitaux propres. Selon le *Private Equity Analyst*, il y a actuellement près de 125 fonds de fonds actifs à travers le monde, établis en grande partie aux États-Unis. La plupart ont été créées entre 1994 et 2003, alors que plus de 70 milliards de dollars US ont été mobilisés, essentiellement en raison du nombre croissant de fonds de pension, de fonds de dotation et d'autres investisseurs américains qui ont fait leur entrée sur le marché ou qui ont assuré l'expansion de leurs programmes en cours.

Les intérêts des associés commandités et des associés commanditaires continuent de diverger, mais la situation s'améliore

Les gestionnaires des institutions américaines admettent qu'ils sont souvent en désaccord avec les associés commandités lors de négociations et relativement à l'administration des contrats d'investissement dans des fonds de capitaux propres. Dans de telles situations, les intérêts financiers des associés commanditaires institutionnels sont perçus comme divergeant de ceux des associés commandités. Les points de désaccord portent entre autres sur les frais de gestion imposés, les bénéfices différés, les charges d'exploitation, les mécanismes de sortie, les pratiques de diversification, le gel des avoirs contrôlés par une personne clé et les droits de coinvestissement.

Cependant, il est intéressant de noter que les institutions américaines ont souvent cherché à participer à des fonds de capitaux propres qui rapportent déjà au premier trimestre, en dépit du fait que bon nombre de ces fonds soient en général grevés de frais élevés de gestion et de bénéfices différés.

Les institutions ayant participé à l'enquête ont aussi remarqué que les perspectives pour les principales échéances tendent à changer avec les cycles du marché et surtout avec les cycles de mobilisation de fonds. En ce moment, elles attestent d'un environnement assez favorable aux États-Unis. Quand les relations entre les associés commandités et les associés commanditaires sont moins harmonieuses, les institutions américaines n'ont pas hésité à faire étalage de leur force croissante sur le marché. Par exemple, durant les années 1990, les fonds de pension publics et d'autres investisseurs ont obtenu, de haute lutte, une meilleure convergence des intérêts communs relativement à des questions aussi importantes que la participation des associés commandités au capital, le partage des revenus des frais et les rendements privilégiés (ou des taux de rendement minimal).

Les possibilités d'investissement en capitaux propres au Canada ne sont pas suffisamment distinctes

Au cours des dernières années, il y a eu une croissance sans précédent du flux de capitaux provenant de fonds américains et investis dans des compagnies canadiennes, attribuable surtout aux occasions d'investissement cernées par les fonds de rachat et de capital de risque américains au Canada, notamment dans le secteur des télécommunications en 2000 et en 2001. En raison de la diminution des activités d'investissement en capitaux propres à la suite de l'éclatement de la bulle technologique, moins de capitaux américains entrent au pays, mais reste encore à savoir si les institutions américaines seraient éventuellement susceptibles d'engager plus de capitaux dans des fonds de l'industrie canadienne.

L'enquête a révélé que ce ne sera pas le cas, du moins de l'avis des gestionnaires représentant les plus grandes institutions américaines. En général, ils perçoivent le marché canadien des investissements en capitaux propres comme faisant partie intégrante d'un marché nord-américain relativement uniforme. Autrement dit, selon eux, les possibilités d'investissement au Canada ne sont pas significativement distinctes de celles offertes sur le marché américain. Le Canada est donc davantage perçu comme un prolongement du marché américain qu'à titre de région géographique distincte, offrant des occasions qui lui sont propres.

En pratique, cela signifie qu'il est peu probable que les fonds de pension, les fonds de fonds et les fonds de dotation américains entreprennent une diversification au Canada, de la même manière qu'ils pourraient le faire en Europe ou en Asie. Au lieu, ils vont tout simplement comparer directement les produits offerts au Canada à ceux offerts sur le marché américain. À moins que les gestionnaires de fonds canadiens ne parviennent à faire état d'un net avantage concurrentiel ou d'un rendement extraordinaire, ils ne pourront probablement pas attirer beaucoup l'attention des institutions américaines.

Les investisseurs institutionnels américains veulent avoir accès aux meilleurs fonds

La plupart des gestionnaires institutionnels américains croient que les fonds de capitaux propres américains auxquels ils participent déjà leur donnent accès à des transactions de choix au Canada. Toutefois, l'enquête a aussi démontré que les gestionnaires des institutions américaines qui ont participé à l'enquête sont déjà au courant de quelques fonds canadiens de rachat, mezzanine et de capital de risque comptant à leur actif des associés commandités expérimentés et ayant déjà fait leurs preuves. Ces gestionnaires sont également favorables à l'idée d'obtenir de l'information sur d'autres intervenants tout aussi compétents, surtout dans le secteur des rachats.

Sur les 20 gestionnaires de fonds de pension, de fonds de dotation et de fonds de fonds interviewés, le quart a engagé des capitaux dans au moins un fonds canadien. Une autre douzaine d'entre eux ont rencontré une ou plusieurs équipes de gestion de fonds canadiens pour discuter de leurs propositions, mais plusieurs ont souligné que les gestionnaires canadiens les ont rarement abordés.

Sur un plus grand ensemble d'institutions américaines, en particulier un qui comprend des petites et moyennes institutions, la proportion d'entre elles ayant au moins un investissement dans un fonds canadien serait nettement plus faible. En outre, les participants au volet américain de l'enquête ont été choisis en partie en raison de leur lien connu avec le marché canadien des capitaux privés ou de leurs bonnes dispositions à son égard. Il est donc vraisemblable que les entrevues exagèrent grandement le degré de connaissances et d'intérêt des institutions américaines à l'égard de l'industrie canadienne.

Tout dernièrement, certains associés commandités canadiens ont aiguisé l'intérêt des institutions américaines en participant à des activités communes de mobilisation de fonds avec des associés commandités américains. Dans le cadre de telles stratégies, et de stratégies connexes, les spécialistes de l'investissement en capitaux propres de part et d'autre de la frontière sont capables de puiser dans un réservoir plus profond d'avoirs institutionnels. C'est pourquoi cette approche est susceptible d'être plus fructueuse à l'avenir.

Le droit canadien risque d'avoir un effet néfaste sur les activités des institutions américaines

En raison de différences importantes entre les systèmes fiscal et juridique des deux pays, les institutions américaines (et d'autres investisseurs étrangers) se heurtent à des obstacles, aussi bien réels que perçus, quand ils envisagent sérieusement de participer à des fonds de capitaux propres canadiens. Certains de ces obstacles peuvent de fait « priver » certains types d'investisseurs américains de participer à des fonds canadiens, alors que d'autres sont seulement contraignants et peuvent être surmontés à l'aide de structures juridiques plus complexes.

Un exemple de problème sérieux est le manque de reconnaissance des sociétés à responsabilité limitée dans le cadre de la *Convention fiscale de 1980 entre le Canada et les États-Unis*. En particulier, divers types de fonds américains comptent plusieurs de ces sociétés au nombre de leurs associés et l'absence d'allègements prévus par la convention à leur égard peut entraver la participation américaine aux possibilités d'investissement au Canada.

Un autre problème susceptible d'inciter les institutions américaines à éviter le marché canadien est l'obligation de produire une déclaration d'impôts au Canada, même quand il n'y a aucun impôt à payer. Bien que cela puisse sembler n'être qu'un inconvénient mineur, de fait, il est de plus en plus courant que les fonds de fonds mondiaux exigent de chacun de leurs fonds émetteurs la garantie qu'il n'y aura pas d'obligation de déclaration d'impôt étranger résultant d'un engagement de fonds. Étant donné les dispositions statutaires en cause, les institutions américaines ou leurs agents risquent de ne même pas pouvoir envisager d'investir dans un fonds de capitaux propres canadien s'il existe des conséquences fiscales.

En outre, les investisseurs étrangers ne sont pas toujours certains si une participation « passive » à une société en commandite canadienne implique « l'exploitation d'une entreprise » et est ainsi assujettie à l'impôt au Canada. Ce problème a été partiellement résolu par les politiques du gouvernement canadien, mais quelques incertitudes subsistent. La nécessité de créer une structure juridique distincte pour les investisseurs non-résidents au Canada et qui y investissent peut également augmenter les coûts des fonds canadiens.

Les participants au volet américain de l'enquête étaient conscients de certains de ces problèmes et, même s'ils n'étaient pas grandement préoccupés par les questions fiscales et d'autres obstacles juridiques, seulement quelques-uns avaient eu des rapports directs avec un fonds canadien de capitaux propres.

De par leur nature, la plupart des problèmes éventuels d'ordre juridique ne sont pas prévisibles, mais se posent seulement dans le vécu. Quand ils surgissent, les amendes fiscales non prévues ou les frais pour les éviter risquent d'inciter les institutions américaines à opter pour d'autres solutions moins compliquées dans leur propre pays ou à l'étranger. Plusieurs exemples ont été fournis de situations où « de simples inconvénients » coûtent très cher aux investisseurs américains, tels que les délais avant qu'ils puissent vendre leurs actions alors que le marché est à la baisse.

Ce qui se dégage des réponses fournies dans le cadre du volet américain de l'enquête

Les entrevues ont confirmé que, à la suite de près d'une vingtaine d'années d'activité sur le marché et « d'apprentissage sur le tas », les plus importants investisseurs institutionnels américains continuent aujourd'hui d'investir sur le marché des capitaux propres avec plus de vigueur que par le passé. Les points saillants qui se dégagent de l'enquête en font état de la façon suivante :

- Les gestionnaires des institutions américaines ont confiance dans la capacité de cette catégorie d'actif de fournir un rendement supérieur à long terme pourvu qu'on fasse preuve de patience.
- Les institutions américaines ont réussi à surmonter les obstacles aux investissements en capitaux propres, grâce au savoir faire qu'ils ont acquis dans ce domaine et aux réseaux clés qu'ils ont établis dans le milieu.

- Différentes institutions américaines ont trouvé leur place sur le marché des capitaux propres en faisant appel aux services de conseillers et d'agents spécialisés (p. ex. les gardiens), à des fonds de fonds et à d'autres ressources qui ont facilité leur participation soutenue.
- Des conflits entre associés commandités et associés commanditaires peuvent surgir relativement aux mécanismes d'association en vue d'investissements en capitaux propres, mais les institutions américaines ont fait des progrès pour s'entendre sur les principales modalités.
- Les institutions américaines tendent à envisager les fonds de capitaux propres canadiens comme un prolongement du marché américain, mais désirent tout de même avoir accès aux meilleurs fonds, quel que soit l'endroit où ils se trouvent.
- Le droit canadien n'est pas perçu comme un empêchement majeur quand des occasions intéressantes se présentent. Toutefois, peu d'institutions américaines ont été confrontées à la réglementation canadienne en s'engageant à investir dans un fonds de capitaux propres canadien.

5. Les investisseurs institutionnels canadiens et les capitaux propres

Cette section fait état des réponses fournies par les participants au volet canadien de l'enquête en les inscrivant dans le contexte de la perspective américaine présentée à la section 4.

Comme aux États-Unis, le chemin emprunté par les institutions canadiennes qui les a orientés vers les investissements en capitaux propres a été originellement tracé par les législateurs. Durant les années 1980, le cadre réglementaire des fonds de pension a été progressivement révisé par les gouvernements, à commencer par l'Ontario, avec la *Loi sur les régimes de retraite*, en vue de créer la règle de la « personne prudente ».

Auparavant, le modèle de sociétés en commandite d'investissement en capitaux propres était déjà utilisé au Canada, bien que par un petit nombre de gestionnaires de fonds. Les mesures gouvernementales ont toutefois contribué à stimuler une certaine participation des institutions canadiennes au marché, principalement les fonds de pension privés et publics.

Cette première expérience n'a pas été heureuse. Au milieu des années 1980, de nombreux fonds de pension et des compagnies d'assurance ont pris des engagements considérables, surtout dans des fonds canadiens de capital de risque. L'activité a atteint son apogée en 1987, mais a chuté par la suite, en raison du ralentissement du marché. Au même moment, par contre, les liens des institutions avec l'industrie des capitaux propres étaient

pratiquement rompus, en raison des différends opposant certains associés commandités et associés commanditaires au sujet des rendements des investissements et des modalités d'association. Aggravée par le fait que de nombreuses institutions avaient fait leur entrée trop tard sur le marché pour bénéficier du premier cycle d'emballlement du marché, cette situation a incité quantité d'entre elles à abandonner cette catégorie d'actif (voir Falconer, 1999).

Tant les milieux institutionnels que l'industrie des capitaux propres au pays en ont souffert. En effet, de nombreux gestionnaires institutionnels échaudés refusent depuis lors de reconsidérer cette catégorie d'actif, indépendamment de l'évolution du secteur à l'intérieur ou à l'extérieur du Canada.

Les années 1990 ont été marquées par le renouvellement du rôle des institutions canadiennes sur ce marché, sous la direction d'une poignée d'importants fonds de pension publics. Au cours de cette période, ces derniers ont imité les Américains en mettant sur pied des programmes d'investissement en capitaux propres largement diversifiés entre divers marchés et diverses régions, y compris à l'étranger.

Les tendances au cours des années 1980 et 1990 font la lumière sur les résultats des recherches de la société Greenwich Associates illustrés à la figure III (section 3). Étant donné que,

FIGURE VII
Fonds institutionnels canadiens de capitaux propres les plus importants, 2003

Nom	Actif total	Marchés visés	Investissements ciblés (% de l'actif)
CDP Capital*	129,6 milliards \$	Tous les types de capitaux propres	11 %
Financière Manuvie	73,9 milliards \$	Tous les types de capitaux propres	n.d.
Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario	68 milliards \$	Tous les types de capitaux propres	10 %
Office d'investissement du Régime de pensions du Canada	62 milliards \$	Tous les types de capitaux propres	10 %
British Columbia Investment Management Corporation*	60 milliards \$	Tous les types de capitaux propres	5 %
Régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario	34 milliards \$	Tous les types de capitaux propres	7,5 %
Alberta Revenue*	33 milliards \$	Tous les types de capitaux propres	4 %
Régime de retraite du personnel hospitalier de l'Ontario (HOOPP)	17 milliards \$	Tous les types de capitaux propres	n.d.
BIMCOR	12 milliards \$	Capital de risque	3 %
Société de gestion des placements du Nouveau-Brunswick	5,8 milliards \$	Tous les types de capitaux propres	3 %

* Gère les investissements de plusieurs fonds de pension et d'autres types de fonds.

pendant les 10 dernières années, de nombreux fonds de pension publics ont fait leur entrée ou se sont relancées sur ce marché, ceux-ci devançant les autres institutions canadiennes quant à la participation globale à cette catégorie d'actif. En revanche, de nombreux fonds de pension privés autrefois actifs ont choisi de se tenir éloignés des investissements en capitaux propres.

La figure VII présente les 10 plus grandes institutions canadiennes et leurs programmes en cours en 2003. Il est intéressant de retenir que, parmi les six plus grandes institutions, quatre disposent d'une équipe de gestion à l'interne et consacrent en grande partie les sommes affectées aux investissements en capitaux propres aux investissements directs dans des entreprises.

Cette pratique semble être propre seulement aux institutions canadiennes, car la plupart des grandes institutions américaines participent au marché principalement par l'intermédiaire de sociétés en commandite. Cette préférence de certaines grandes institutions canadiennes envers l'investissement direct peut avoir involontairement ralenti le rythme de l'évolution des infrastructures de soutien au Canada (sujet abordé à la section 4), les doyens du marché n'ayant pas encore été à l'origine d'une demande pour de telles ressources.

5.1 Aperçu des réponses au volet canadien de l'enquête

Pour faire la lumière sur les tendances décrites ci-dessous, l'enquête visait 94 investisseurs institutionnels canadiens, dont 74 (79 p. 100) ont accepté d'accorder une entrevue. L'échantillonnage final regroupe des représentants de fonds de pension privés et publics, de compagnies d'assurance, de fonds de dotation et d'autres fonds d'investissement établis dans toutes les régions du pays. Il est important de se rappeler, ainsi qu'il a été précisé à la section 2.1 (Méthode de recherche), que cet échantillonnage comporte un biais en faveur de grandes institutions actives sur le marché des capitaux propres ou qui s'intéressent à ce type d'investissements. En outre, des entrevues ont également été réalisées auprès des sociétés d'experts-conseils en investissements et des gestionnaires de fonds de fonds canadiens.

Les gestionnaires des institutions canadiennes ont été interrogés sur leurs positions et leurs perceptions quant aux capitaux propres (voir l'annexe II). Certains des résultats statistiques du volet canadien de l'enquête sont résumés au figure VIII. Voici quelques-uns des principaux résultats obtenus :

FIGURE VIII

Investisseurs institutionnels canadiens en capitaux propres : aperçu de l'enquête de 2003

	Fonds de pension publics	Fonds de pension privés	Compagnies d'assurance vie	Fonds de dotation et autres	Total
Institutions ayant participé à l'enquête	43	21	6	4	74
Institutions poursuivant activement un programme d'investissement en capitaux propres	32	8	3	2	45
Institutions ne poursuivant pas activement un programme d'investissement en capitaux propres	11	13	3	2	29
Institutions lançant un programme d'investissement en capitaux propres	2	2			4
Institutions qui ont récemment envisagé les investissements en capitaux propres sans donner suite	9	11	3	2	25

* Gère les investissements de plusieurs fonds de pension et d'autres types de fonds.

- En tout, 61 p. 100 des institutions participant à l'enquête avaient un programme d'investissement en capitaux propres en 2003.
- La participation des institutions canadiennes à ce marché a augmenté tout dernièrement, 31 p. 100 des institutions réalisant un tel programme (en tout 14 institutions) l'ayant lancé entre 2000 et 2003.
- Quatre institutions prévoient lancer de nouveaux programmes sous peu. Parmi les plus importantes, mentionnons l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada, dont l'actif s'élève à 8,5 milliards de dollars et qui a annoncé dernièrement son intention de libérer 5 p. 100 de son actif à cette fin.
- À quelques exceptions près, la plupart des grands fonds de pension publics ont des programmes d'investissement en capitaux propres.
- Plus de la moitié des fonds de pension privés ne poursuivent pas activement de programmes et n'ont pas l'intention d'en créer à l'avenir.
- Au sein de 86 p. 100 des institutions participant à l'enquête et n'ayant pas un programme du genre, les gestionnaires, les fiduciaires ou les administrateurs ont récemment envisagé cette option dans le cadre d'une révision officielle des politiques d'affectation de l'actif, mais ont décidé de ne pas aller de l'avant.

5.2 Points saillants du volet canadien de l'enquête

La faible valeur des actions sur les marchés boursiers rend plus attrayants les investissements en capitaux propres

Au cours des années 1990, les marchés boursiers étaient à la hausse, attirant ainsi une foule d'investisseurs institutionnels du monde entier. L'enquête a révélé que, durant cette période, les ressources disponibles des institutions canadiennes pour tous les autres types d'actif, y compris les capitaux propres, étaient apparemment serrées (une situation qui contrastait avec celle des États-Unis, où les sommes affectées aux investissements en capitaux propres continuaient de monter en flèche). Lorsque la valeur des actions a commencé à chuter en 2000, les institutions canadiennes étaient incitées à reconsidérer ces catégories d'actif.

En effet, il se dégage de l'enquête que les plus faibles rendements et la plus grande volatilité sur les marchés publics ont offert à un grand nombre d'institutions canadiennes l'occasion de se familiariser avec les capitaux propres pour la première fois. Plusieurs des 14 fonds institutionnels qui ont affirmé avoir mis sur pied un programme au cours des quatre dernières années ont précisé que cela a considérablement influencé leur décision.

La chute des actions a également eu des répercussions sur les programmes des institutions déjà établies sur le marché des capitaux propres. Les données de l'enquête réalisée par les sociétés Goldman Sachs-Russell le montrent bien, en ce qu'elles indiquent une augmentation des montants ciblés en vue d'investissements dans cette catégorie d'actif par la plupart des types d'institutions partout en Amérique du Nord, et particulièrement aux États-Unis.

Certains gestionnaires ont une connaissance limitée des capitaux propres et sont peu enclins à se familiariser avec cette catégorie d'actif

L'enquête a décelé dans les milieux institutionnels canadiens un plus grand degré de sensibilisation aux capitaux propres, alors que ce n'était probablement pas le cas auparavant. Selon les participants, cela a incité certains d'entre eux à lancer dernièrement un programme, auquel cas, des champions à l'interne ont encore une fois été un puissant élément de motivation. Comme aux États-Unis, il s'agissait de personnes d'expérience parmi les fiduciaires qui étaient prêts à mettre de l'avant des propositions. Parmi les 45 institutions ayant fait objet de l'enquête et poursuivant activement des programmes d'investissement en capitaux propres, 78 p. 100 ont reconnu l'importance des champions à l'interne pour lancer de tels programmes.

Là où ces programmes n'existent pas, certains rapports isolés font état de discussions plus fréquentes et sérieuses sur les capitaux propres, à l'occasion des révisions régulières des politiques d'investissement. Dans de tels cas, l'enquête a révélé qu'une pierre d'achoppement demeure. De nombreux gestionnaires institutionnels ne sont toujours pas motivés à analyser à fond les avantages éventuels de cette catégorie d'actif, ce qui les amènerait à proposer un changement d'orientation.

Des 29 institutions qui ne participent pas à l'heure actuelle au marché, 72 p. 100 ont précisé qu'il n'y avait aucune pression significative exercée sur les gestionnaires par les fiduciaires, les administrateurs ou les conseillers pour prendre une autre orientation. Ces gestionnaires étaient plutôt enclins à « s'en tenir aux points de comparaison sur les rendements ». Ainsi, étant donné la préférence accordée aux plus grands fonds dans l'échantillonnage, il est raisonnable de supposer que cette tendance prévaut aussi dans la plupart des petites institutions au Canada.

Il est peu probable dans une telle situation que les institutions canadiennes soient capables de passer d'une sensibilisation aux capitaux propres à une perspective renseignée. L'expérience américaine confirme cette observation, une grande importance ayant été accordée à l'apport de gestionnaires très motivés, qui prennent les moyens nécessaires pour avoir accès au savoir-faire, aux ressources et aux relations utiles sur ce marché.

Le capital de risque fait normalement partie d'un programme plus vaste

Certaines institutions canadiennes ayant fait objet de l'enquête n'établissent pas de distinction entre le capital de risque et les capitaux propres et, plus particulièrement, le capital de risque canadien. Cela peut représenter en soi un obstacle au lancement d'un programme d'investissement en capitaux propres. Alors que les institutions américaines ont eu le luxe de constituer un portefeuille d'engagements dans des fonds de capitaux propres sur leur marché, le marché canadien n'est pas suffisamment développé pour offrir à lui seul suffisamment de diversification.

En outre, les gestionnaires institutionnels d'expérience maintiennent que cette catégorie d'actif reflète un marché beaucoup plus vaste qui ne se résume pas au capital de risque et qui, en outre, est d'une envergure internationale. Il existe au sein du marché des fonds propres différentes options d'investissement, comportant leurs propres risques et leurs propres caractéristiques de rendement. Les gestionnaires ont précisé que les investissements en capitaux propres, comme toute autre activité financière, doivent être diversifiés pour obtenir les meilleurs rendements possibles.

En pratique, cela signifie qu'un portefeuille de capitaux propres doit être diversifié entre les divers secteurs du marché (rachats, mezzanine et capital de risque), par l'entremise d'un grand nombre d'engagements dans des fonds (ou d'investissements directs)

et entre différentes régions. Au tout début d'un programme d'investissement en capitaux propres nouvellement lancé, les institutions canadiennes pourraient d'abord engager des capitaux dans des fonds aux États-Unis, où il existe déjà une imposante infrastructure de soutien. Lorsqu'elles auront acquis plus d'expérience sur le marché, elles pourront se tourner vers d'autres endroits.

Les doyens des investissements institutionnels en capitaux propres ont fait valoir que la plupart des programmes devraient être conçus en ce sens. De fait, en diversifiant leur approche, les investisseurs augmentent leurs chances de participer de manière judicieuse et prudente au marché canadien du capital de risque. Des preuves corroborent cette conclusion dans les deux pays. Parmi les institutions américaines, le California Public Employees Retirement System, le Colorado Public Employees Retirement System et le State Wisconsin Investment Board poursuivent chacun de vastes programmes désormais axés sur des activités locales viables.

Grâce à la diversification, qui peut être à l'origine d'une riche et vaste expérience des marchés, ces fonds de pension sont désormais en mesure de cerner et d'évaluer les occasions qui correspondent à leurs objectifs en matière de rendement, y compris celles axées sur leur marché « local ». Certaines institutions canadiennes, dont la British Columbia Investment Management Corporation, CDP Capital et la Société de gestion des placements Nouveau-Brunswick, ont aussi adopté cette approche.

Il est trop difficile d'avoir accès à l'information nécessaire sur le marché

Les gestionnaires des institutions canadiennes sont convaincus de l'importance cruciale d'obtenir des données précises avant de prendre la décision de se lancer sur le marché et pour évaluer les occasions et suivre de près les activités une fois présents sur le marché. Les gestionnaires ont par-dessus tout besoin de données crédibles sur le rendement, leur permettant d'établir des points de comparaison entre les investissements en capitaux propres et d'autres catégories d'actif.

Parmi les 74 institutions qui ont participé aux entrevues dans le cadre de l'enquête, 42 p. 100 étaient d'avis qu'il y avait un manque d'information pertinente propre à ce marché au Canada, particulièrement en ce qui a trait aux rendements. De nombreuses institutions, surtout celles non activement engagées

dans un programme, ont déclaré éprouver des difficultés à obtenir des données pertinentes. L'enquête a permis de découvrir que cela pose également problème aux conseillers en investissement (voir ci-dessous), appelés souvent à trouver des données sur le rendement pour bien renseigner leurs clients. C'est d'ailleurs peut-être pourquoi certains gestionnaires d'institutions et conseillers canadiens en concluent qu'il est probablement impossible de mesurer avec exactitude les investissements en capitaux propres.

Il est toutefois dommage qu'un grand nombre d'entre eux ne savent pas qu'un ensemble cumulé de données sur les rendements dans le marché canadien existe déjà. Une bonne moitié des institutions qui ont participé à l'enquête n'étaient pas au courant que l'ACCR et Réseau Capital ont récemment publié des données comparatives sur le rendement des fonds de rachat, mezzanine et de capital de risque au Canada, fondées sur les rendements de l'industrie au pays depuis plusieurs années.

L'expérience américaine a démontré que les renseignements sur le marché augmentent avec la disponibilité de conseillers et d'agents spécialisés en capitaux propres et d'autres ressources. Les institutions canadiennes ont accès à tous ces renseignements, mais elles s'y intéresseront uniquement si elles ont décidé de poursuivre un programme d'investissement en capitaux propres.

Il est peu probable que la plupart des rendements obtenus au Canada soient supérieurs

De sérieux doutes quant à la possibilité d'obtenir des rendements supérieurs, ajustés en fonction du risque, sur le marché canadien des capitaux propres ont été exprimés par 38 p. 100 des institutions ayant participé à l'enquête. De l'avis de certains gestionnaires d'institutions, un grand nombre de fonds sur le marché canadien sont trop nouveaux ou trop jeunes et n'ont pas encore fait leurs preuves. Certains fiduciaires de fonds de pension ont rappelé de mauvais souvenirs au sujet des rendements durant les années 1980, quand les fonds étaient encore plus jeunes.

Les institutions canadiennes possédant une vaste expérience du marché n'étaient pas du même point de vue, ceux-ci faisant valoir que les capitaux propres doivent être envisagés dans un contexte international et qu'il faut chercher à obtenir des rendements optimaux quel que soit l'endroit. Autrement dit, les institutions qui s'intéressent à cette catégorie d'actif devraient considérer

un large éventail d'options, par exemple une participation au marché américain, où il est possible de réaliser des rendements supérieurs à long terme, et ne pas se concentrer uniquement sur le marché canadien.

Selon les doyens des investissements institutionnels, la participation devrait éventuellement s'étendre au Canada, où le marché a évolué ces dernières années et certainement depuis les années 1980, afin de pouvoir bénéficier d'un ensemble de gestionnaires de premier plan dans les secteurs des fonds de rachat, mezzanine et de capital de risque.

Certains représentants des institutions ont mentionné les données publiées par l'ACCR et Réseau Capital sur les rendements, qui confirment de plus en plus ce point de vue. Étant donné la grande diversification des intervenants canadiens, les données font état d'une grande variance de rendements à ce jour. Cependant, en comparaison avec le quartile supérieur des fonds américains, ce même quartile au Canada, représentant en grande partie le rendement des fonds fournis par les institutions, est concurrentiel à travers toute la gamme des capitaux propres (voir Thomson Venture Economics).

L'annexe V donne une description détaillée de la méthode de recherche qui a servi à la conception de la base de données de l'ACCR et de Réseau Capital, ainsi que les données sur les rendements pour la période prenant fin le 31 décembre 2002.

Certains conseillers en investissement ne sont peut-être pas prêts à fournir des conseils sur les capitaux propres

De nombreux gestionnaires institutionnels et fiduciaires au Canada dépendent d'un petit groupe d'entreprises de services-conseils pour prendre des décisions d'investissement. De fait, 23 p. 100 des 74 institutions qui ont participé à l'enquête ont indiqué qu'elles se fiaient d'une façon ou d'une autre aux services de conseillers externes. C'est pourquoi l'opinion des conseillers et leur connaissance des capitaux propres sont essentielles.

Les experts-conseils au Canada ont précisé que très peu de leurs clients sont actuellement actifs sur le marché des capitaux propres ou dressent des plans à cette fin. À l'occasion des révisions des politiques, ils ont essayé de fournir des données qui plaident en faveur de la viabilité de cette catégorie d'actif comme solution de remplacement aux valeurs mobilières sur les marchés

boursiers. Cependant, certains ont ajouté qu'il est peu probable qu'ils recommandent de tels investissements si les clients n'ont pas déjà exprimé un grand intérêt à cet effet.

C'est pourquoi plusieurs conseillers croient que le changement doit d'abord provenir des institutions canadiennes, certains représentants des institutions ayant même laissé entendre au cours de l'enquête qu'ils avaient reçu de certains conseillers des avis défavorables au sujet des investissements en capitaux propres.

Certains conseillers ont été francs au sujet de l'absence de savoir-faire et de ressources à l'interne pour orienter les institutions en la matière. Plusieurs étaient aussi sceptiques à propos des sources canadiennes et américaines de données sur les rendements. En conséquence, les discussions avec les clients portent plutôt sur les obstacles à l'entrée sur le marché que sur les stratégies pour les surmonter. Il est intéressant de noter que les entreprises multinationales de services-conseils, qui font généralement la promotion de cette catégorie d'actif aux États-Unis, la déconseillent souvent à leurs clients canadiens, ce qui est difficile à comprendre, vu qu'il s'agit des spécialistes de l'investissement des fonds de pension.

Le rapport Myners (2001) se penchait sur la relation entre le client et le conseiller en Grande-Bretagne, notant sur une certaine « inertie » pouvant compromettre la prise de décisions d'investissement éclairées, notamment en capitaux propres. Il recommandait aux fiduciaires qui s'intéressent à ce marché de faire appel uniquement aux compétences éprouvées de spécialistes du domaine pour s'engager dans la bonne voie.

Plus il s'agit d'une institution de faible envergure, moins elle est susceptible de participer à des activités d'investissement en capitaux propres

Comme l'indiquait la figure III de la section 2, les activités des institutions canadiennes sur le marché des capitaux propres chute brusquement lorsque leur actif total est inférieur à 5 milliards de dollars. Cela renvoie au problème de « capacité relative » auquel sont généralement confrontées les petites et moyennes institutions, qui ne disposent généralement pas du personnel en mesure de gérer un programme exigeant temps, ressources et compétences.

Les données recueillies auprès de l'échantillonnage canadien de l'enquête jettent la lumière sur cette situation. En moyenne, les institutions dont l'actif est supérieur à 5 milliards de dollars

comptaient à leur service 50 directeurs des investissements, alors que celles dont la valeur de l'actif est inférieure à 5 milliards n'en avaient que cinq en moyenne. De plus, ainsi qu'il est précisé à la section 2.1 (Méthode de recherche), il y a même un rapport entre l'envergure des fonds institutionnels et le taux de participation à l'enquête. Plus les institutions étaient petites, moins elles étaient susceptibles d'accepter de participer aux entrevues.

Les gestionnaires des institutions participantes ont accordé une certaine priorité à cette question. Entre autres, un cinquième au moins de tous les participants estimaient qu'il était difficile de lancer un programme d'investissement en capitaux propres en raison de leurs ressources limitées à l'interne. En outre, 34 p. 100 des principaux répondants ayant déclaré avoir récemment envisagé ce genre d'investissement ont précisé avoir rejeté l'idée, en précisant que « l'envergure » de leur institution était leur principale source de préoccupation.

Les problèmes de « capacité relative » sont susceptibles d'être particulièrement importants pour les fonds de dotation et les fondations, en raison du fait que, en général, ils disposent de relativement peu d'actif, ainsi que pour les plus petites institutions établies en région au pays. Même certaines grandes institutions font face à ce dilemme, comme les fonds de pension privés, qui font appel à des fournisseurs externes pour gérer une part importante de leurs investissements.

La situation est bien différente aux États-Unis, où un grand nombre d'institutions dont l'actif est inférieur à 5 milliards de dollars participent également au marché des capitaux propres, soulignant ainsi l'importance de l'infrastructure du marché. Ainsi qu'il a été précisé lorsqu'on faisait état des réponses des participants américains à l'enquête (à la section 4), les fonds de fonds amalgamés (voir ci-dessous) et d'autres genres d'appuis externes (p. ex. les gardiens à l'américaine) peuvent offrir une solution rentable aux petites institutions.

Les institutions canadiennes qui s'intéressent aux investissements en capitaux propres peuvent actuellement avoir accès à l'infrastructure américaine en investissant dans des fonds de fonds aux États-Unis, encore qu'elles ne le font pas pour la plupart. Lorsqu'un plus grand nombre de ressources auront été mises en place pour appuyer celles qui désirent participer au marché, elles pourront également se tourner vers ces fonds de fonds.

Les fonds de fonds peuvent faciliter l'entrée sur le marché, mais aussi comporter certains inconvénients

Les premiers fonds de fonds canadiens ont été lancés au Canada en 2002. TD Capital Private Equity Investors a été créé principalement pour donner aux moyennes institutions canadiennes l'occasion de mettre leurs capitaux en commun pour leur permettre collectivement d'avoir accès aux meilleurs fonds de capitaux propres américains et européens. Deux autres fonds de fonds, Edgestone Venture Capital Fund of Funds et Kensington Fund of Funds, ont été créés par la suite, les deux étant beaucoup plus de type captif.

Le faible taux d'investissements en capitaux propres des institutions canadiennes ces dernières années a sans doute diminué l'intérêt des fonds de fonds américains à entreprendre des activités de marketing au Canada et a probablement retardé l'émergence de véhicules canadiens comparables. La décision de plusieurs des grandes institutions d'engager leurs propres spécialistes de l'investissement en capitaux propres et d'investir directement l'a probablement retardé davantage, en éliminant certains des gros investisseurs qui pourraient contribuer à l'acquisition d'une masse critique.

Quoiqu'il en soit, l'introduction du modèle de fonds de fonds sur le marché canadien des capitaux propres est significative. Pièce maîtresse du développement de l'infrastructure canadienne, les fonds de fonds comblent les lacunes sur le marché, à la fois comme instrument de mise en commun de capitaux et comme moyen de libérer les investisseurs des lourdes tâches de gestion. Comme l'a montré l'expérience américaine, cet instrument attire diverses institutions, surtout les petites, situées en région et dont les coûts d'exploitation sont peu élevés.

Les fonds de fonds représentent également un véhicule efficace pour attirer de nouveaux participants au marché, de sorte qu'ils pourraient être particulièrement importants au Canada. Dans la majorité des réponses formulées lors de l'enquête, les répondants s'accordent pour dire que les fonds de fonds peuvent favoriser les investissements en capitaux propres. Cela étant dit, le tiers d'entre eux n'étaient pas au courant des débuts de la présence sur le marché de fonds de fonds canadiens l'an dernier. Trois des quatre institutions qui ont annoncé leurs plans de lancer sous peu des programmes d'investissement en capitaux

propres ont indiqué qu'elles feraient probablement appel à des fonds de fonds canadiens ou américains.

Par contre, certains gestionnaires d'institutions ont fait état des désavantages potentiels des fonds de fonds, ayant trait entre autres aux frais élevés, à la dotation en personnel et aux frais généraux, qui risquent d'annuler leur valeur intrinsèque.

Les intérêts des associés commandités et des associés commanditaires divergent souvent

Comme leurs homologues américains, les gestionnaires des institutions canadiennes attirent l'attention sur les possibilités de divergences d'intérêts entre les associés commandités et les associés commanditaires des fonds de capitaux propres. Ces divergences ont parfois été à l'origine de conflits et de longues négociations ardues lors de la création des fonds, et aussi au cours de leur administration et de leur liquidation.

L'enquête a découvert que les Canadiens soulèvent les mêmes problèmes que ceux évoqués par les Américains (voir les exemples à la section 3), en mettant surtout l'accent sur les frais de gestion. Toutefois, ainsi qu'il est précisé ci-dessus, les fonds fournissant les meilleurs rendements aux États-Unis ont tendance à avoir les frais de gestion et de bénéfices différés les plus élevés, de sorte que les modalités d'association ne seront pas toujours une variable prédominante.

Parmi les 74 institutions qui ont participé aux entrevues de l'enquête, 27 p. 100 ont précisé que les points de désaccord entre les associés commandités et les associés commanditaires représentent un défi de taille dans le domaine des investissements en capitaux propres. La plupart des commentaires provenaient d'institutions actuellement actives sur le marché ou qui y avaient participé par le passé. Ces dernières ont fait état de graves désaccords à la fin des années 1980, alors que les relations entre les gestionnaires de fonds de pension et les associés commandités se détérioraient rapidement en raison de divers problèmes ayant trait aux modalités de leur association. De nombreux fiduciaires sont loin d'avoir oublié cette expérience quand il s'agissait de reconsidérer cette catégorie d'actif par la suite.

De l'avis général, les demandes adressées par les institutions américaines (et canadiennes) aux associés commandités depuis une dizaine d'années ont donné lieu à une plus grande transparence et à un meilleur alignement des pratiques d'association à l'échelle de l'Amérique du Nord. De fait, un bon nombre de

modalités générales d'association qui ont cours actuellement, et qui sont souvent perçues comme étant des « pratiques exemplaires » dans les milieux de l'investissement en capitaux propres, ont été mises de l'avant au départ par les institutions.

Les pratiques d'évaluation du secteur sont perçues comme étant inconsistantes

Certaines institutions canadiennes ont exprimé leur frustration à l'égard du manque de rigueur qu'elles perçoivent quant aux méthodes utilisées par les fonds de capitaux propres pour évaluer leurs portefeuilles d'actifs non réalisés. Elles avancent que les pratiques d'évaluation diffèrent trop d'un fond à l'autre et que, dans certains cas, les méthodes manquent de clarté et de transparence. Étant donné que ces évaluations sont fonction des résultats intérimaires, il s'agit donc d'un sujet de préoccupation de taille. Il est intéressant de noter qu'alors même que les évaluations font l'objet d'échanges constants aux États-Unis, les institutions n'ont pas obligé l'industrie à adopter des lignes directrices pour l'évaluation. L'accent portait, et continue de porter, sur les rendements obtenus en fonction de l'argent investi.

L'ACCR et Réseau Capital ont récemment reconnu l'importance d'établir des normes précises pour l'industrie au Canada, dans le contexte de normes globales plus homogènes et précises. À cette fin, ils collaborent actuellement avec des groupes spécialisés dans le domaine, y compris l'International Limited Partners Association. Entre-temps, l'ACCR et Réseau Capital incitent leurs membres à adopter les lignes directrices relatives à l'évaluation publiées par la European Private Equity & Venture Capital Association, prévoyant certains ajustements pertinents aux méthodes propres à l'industrie canadienne.

Des obligations à court terme limitent la liberté d'investissement des fonds de pension privés

Les données fournies à la fois par les sociétés Greenwich Associates et Goldman Sachs-Russell (voir les figures III et IV à la section 3) attestent le leadership des fonds de pension privés américains sur le marché des capitaux propres. En effet, les sommes réelles et ciblées affectées par ces fonds aux investissements en capitaux propres ont depuis longtemps surpassé celles des fonds de pension publics américains.

La situation est très différente au Canada, où les fonds de pension privés sont beaucoup moins actifs. L'enquête le confirme, 40 p. 100 des gestionnaires de fonds de pension privés ayant

décliné l'invitation de participer à une entrevue, en raison de leur manque d'intérêt envers les capitaux propres. Parmi ceux qui ont accepté de participer à l'entrevue, plus de la moitié n'avaient aucun programme.

Selon les représentants des fonds de pension privés qui ont participé à l'enquête, l'illiquidité des capitaux propres pose problème. Certains de ces fonds sont parvenus à un degré de maturité assez avancé, et comptent beaucoup plus de bénéficiaires retraités que de membres actifs. Citons à titre d'excellent exemple l'un des plus importants fonds de ce pays, le Régime de retraite du Canadien National, qui compte actuellement 45 000 bénéficiaires et 20 000 membres actifs au Canada.

La liquidité est donc source de préoccupations, vu que ces fonds sont soumis à de très lourdes obligations à court terme. Cependant, de nombreux fonds de pension privés américains doivent relever des défis semblables, mais cela ne les empêche pas de participer à fond au marché des capitaux propres, de sorte que la liquidité ne peut pas être le seul facteur déterminant pour les fonds canadiens.

Un autre facteur est l'incidence de la mauvaise expérience que les fonds ont vécue sur ce marché au cours des années 1980. L'enquête a permis de déterminer que cette expérience continue d'influer sur la perception des gestionnaires de fonds de pension canadiens au sujet des investissements en capitaux propres.

Il se peut que ces deux variables, auxquelles s'ajoutent celles applicables à toutes les institutions canadiennes, contribuent à expliquer en grande partie les réticences exprimées par les fonds de pension privés.

La réglementation gouvernementale impose certaines contraintes

Dans la plupart des réponses à l'enquête, les questions fiscales ou la réglementation gouvernementale n'étaient pas des facteurs hautement prioritaires dans la décision des institutions de participer ou non au marché des capitaux propres. Toutefois, les problèmes liés au traitement fiscal des sociétés de personnes en commandite de capitaux propres à titre de bien étranger ont été mentionnés le plus souvent. Les règles actuelles découragent de fait les institutions canadiennes à investir dans de telles sociétés au pays, car elles sont réputées être des biens étrangers aux fins de l'impôt. Il en est ainsi parce que les termes commerciaux courants désignant un fonds ne répondent pas dans ce cas aux

exigences techniques des « sociétés de personnes en commandite admissibles » (SPCA).

Les trois quarts des institutions qui ont participé à l'enquête étaient généralement au courant des promesses du gouvernement fédéral de modifier les règles régissant les SPCA pour résoudre certains des problèmes et les ont bien accueillies. La plupart des commentaires sur les biens étrangers, les SPCA et d'autres questions fiscales provenaient des fonds de pension bien enracinés sur le marché, ce qui permet de croire que d'autres répondants auraient pu soulever ces questions s'ils avaient eu un programme ou une plus grande expérience dans le domaine.

Selon les compagnies d'assurance, les questions réglementaires sont source de préoccupations majeures. Les règles sur les réserves de capitaux imposées par le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) précise le montant de capitaux à garder en réserve, qui est beaucoup plus élevé dans le cas des capitaux propres que dans celui des emprunts privés. Ces règles du BSIF ont pour résultat de limiter l'entrée ou une participation soutenue au marché des capitaux propres. Cette situation explique également en partie pourquoi les compagnies d'assurance participant activement à des programmes d'investissement en capitaux propres tendent à préférer les investissements mezzanine. Les gestionnaires des compagnies d'assurance vie ont également mentionné que, à leur avis, les normes internationales qui seront imposées prochainement (Bâle 2), risquent d'imposer relativement aux réserves d'autres exigences qui auront une incidence sur leurs activités dans cette catégorie d'actif.

Ce qui se dégage des réponses fournies dans le cadre du volet canadien de l'enquête

Les entrevues confirment que, tandis qu'un plus grand nombre d'institutions canadiennes font part de leur intérêt envers les investissements en capitaux propres, d'autres défis de taille doivent être surmontés avant d'atteindre les taux de participation américains. Les points saillants qui se dégagent de l'enquête en font état de la façon suivante :

- Les marchés boursiers à la baisse et un relativement plus grand degré de sensibilisation à la valeur des investissements en capitaux propres ont encouragé certaines institutions canadiennes à envisager ou à reconsidérer leur participation au marché des capitaux propres.
- Cependant, de nombreux gestionnaires d'institutions au Canada sont encore peu conscients et au courant des investissements en capitaux propres, en grande partie parce qu'ils ne se sentent pas particulièrement motivés à en examiner les avantages éventuels.
- De nombreuses institutions canadiennes envisagent les activités d'investissement en capitaux propres dans un contexte strictement « canadien » et ainsi risquent de ne pas tirer parti des avantages d'une plus grande diversification, notamment sur le marché américain.
- De l'avis d'un grand nombre d'institutions et de leurs conseillers, l'absence de données influe grandement sur leurs décisions concernant les investissements en capitaux propres. Ajoutons à cet effet que de nombreux répondants n'étaient pas au courant de l'existence de données sur le rendement de ces investissements au Canada et aux États-Unis.
- Il se peut que certains conseillers externes ne disposent pas de connaissances, d'information ou de ressources internes suffisantes pour conseiller judicieusement à ce sujet les fiduciaires qu'ils comptent parmi leurs clients.
- Les petites et moyennes institutions au Canada (et quelques grandes institutions également) ne possèdent pas la « capacité relative » d'entreprendre des programmes d'investissement en capitaux propres et auront ainsi besoin de nouvelles formes d'aide externe pour que cela soit possible.
- Les fonds de fonds canadiens et d'autres types d'infrastructures nouvelles du genre au Canada représentent des sources clés, permettant aux institutions de toutes les régions au pays, d'envergure et de types divers, de profiter de ce marché.
- Pour stimuler les investissements institutionnels, l'industrie canadienne des capitaux propres doit opter pour des pratiques exemplaires en ce qui a trait aux contrats de sociétés en commandite et aux politiques d'évaluation.
- La réglementation gouvernementale n'est pas perçue comme imposant un lourd fardeau aux institutions dans le cadre de leurs activités d'investissement en capitaux propres, mais il y aurait lieu de l'améliorer afin de faciliter l'entrée sur le marché, tant canadien qu'étranger.
- La participation des compagnies d'assurance aux capitaux propres semble être limitée par les règles sur les réserves de capitaux imposées par le gouvernement.

6. *Trouver la clé* : conclusions et recommandations

Tel que précisé à l'introduction, le rapport *Trouver la clé : les investisseurs institutionnels canadiens et les capitaux propres* vise à alimenter un vaste processus de dialogue au Canada sur le rôle des investisseurs institutionnels de capital de risque et d'autres types de capitaux propres.

La section 6 du rapport tente de regrouper les résultats dont font état les sections 3, 4 et 5. Pour nourrir les échanges qui auront lieu, la présente section formule également une série de recommandations fondées sur les points saillants qui se dégagent des enquêtes ainsi que des données et des analyses qui les étayent.

Ce qui se dégage de la recherche

Diverses données comparant les activités d'investissement en capitaux propres des institutions canadiennes et américaines (section 3) indiquent que les fonds de pension, les fonds de dotation et d'autres institutions aux États-Unis ont davantage opté pour cette catégorie d'actif que les institutions canadiennes. À l'heure actuelle, toutes les grandes institutions américaines, d'envergure et de types divers, participent au marché des capitaux propres. Au Canada par contre, seulement les fonds de pension publics et les fonds dont l'actif est supérieur à 5 milliards de dollars prennent ainsi part à ce marché.

Par conséquent, les institutions américaines jouent un rôle de premier plan sur le marché des capitaux propres, tant à l'intérieur de leur pays que dans le monde entier, alors que les institutions canadiennes y occupent une place plus modeste, quel que soit l'endroit. Les entrevues menées auprès des cadres supérieurs de fonds de pension, de fonds de dotation et de fonds de fonds américains (section 4) font la lumière sur les raisons d'un tel écart.

Après plus d'une vingtaine d'années d'activités soutenues, les institutions américaines sont désormais confiantes que, à long terme, les investissements en capitaux propres leur fourniront des rendements supérieurs et leur permettront de bénéficier des avantages de la diversification. Elles y sont parvenues à la suite d'un processus « d'apprentissage sur le tas » au cours duquel elles ont réussi graduellement à surmonter les obstacles structurels.

En outre, les institutions américaines ont mis sur pied l'infrastructure qui leur permet de participer au marché, ainsi qu'en témoigne l'éventail de conseillers et d'agents spécialisés (p. ex. les gardiens) et d'autres ressources personnalisées qui ont surgi

ces dernières années. Les fonds de fonds en particulier se sont avérés utiles, surtout pour les petits investisseurs, en raison de leur capacité de mise en commun de capitaux, de leur savoir-faire à l'interne et de leur habileté à choisir les meilleurs fonds.

Autrement dit, en dépit des obstacles rencontrés en route, les gestionnaires des institutions américaines ont trouvé les moyens de persévérer sur le marché des capitaux propres et d'obtenir les rendements visés à l'origine. L'expérience américaine semble indiquer que la clé du succès consiste à trouver la bonne solution.

La situation au Canada a évolué différemment. Les participants à l'enquête (section 5) laissent entendre que, même si les milieux institutionnels sont davantage sensibilisés aux investissements en capitaux propres depuis quelques années — ce qui a incité certaines institutions à faire leur entrée sur ce marché —, un grand nombre d'entre elles s'en sont tenues à l'écart en raison de défis réels ou perçus.

Il est évident que certaines des positions et des perceptions exprimées par quantité de gestionnaires de fonds de pension privés et publics sont le résultat direct d'expériences éprouvantes vécues au cours des années 1980 au sein de cette industrie canadienne. N'empêche que, dans l'ensemble, les défis associés aux investissements en capitaux propres dont il a été fait état lors des entrevues réalisées dans le cadre du volet canadien de l'enquête sont les mêmes que ceux qui ont été mentionnés par les participants américains à l'enquête lorsqu'ils évoquaient les débuts de leurs activités de développement de programmes d'investissement en capitaux propres.

Les préoccupations des institutions canadiennes ont trait aux lacunes du marché canadien des capitaux propres, comme les coûts élevés d'entrée sur le marché, le manque d'accès à l'information et les conflits issus de certaines pratiques obscures de l'industrie.

Certaines institutions canadiennes, de grandes institutions pour la plupart, ont réussi à surmonter ces obstacles. Comme les institutions américaines, elles y sont parvenues en « apprenant sur le tas », à l'aide d'une infrastructure à l'américaine et, dans certains cas, en mettant sur pied des programmes internes d'investissement direct.

Cependant, il semble que bien d'autres institutions canadiennes (d'envergure et de types divers) n'envisagent pas le marché des capitaux propres en dehors du contexte canadien et n'ont pas su tirer parti des occasions américaines, comme l'accès à son infrastructure de soutien, qui leur auraient permis d'intégrer cette catégorie d'actif à leur portefeuille.

Pour aller de l'avant

Il était précisé dans l'introduction que la recherche sur laquelle est fondé le présent rapport repose sur une documentation internationale, portant sur le rôle des institutions au sein du marché des capitaux propres, y compris des rapports publiés auparavant au Canada (Macdonald, 1987, Falconer, 1999).

Comme c'était le cas dans ces rapports antérieurs, il se dégage des réponses fournies lors des entrevues réalisées en vue de la publication de *Trouver la clé* une série de préoccupations au sujet de cette catégorie d'actif, du marché dans lequel il évolue et de la capacité des institutions de monter des programmes dans le domaine.

En effet, un grand nombre de problèmes soulevés par les gestionnaires des institutions canadiennes dans l'enquête de 2003 sont analogues à ceux abordés lors d'enquêtes précédentes, par exemple celle de l'ACGFR de 1998, qui a servi de base au rapport de Falconer de 1999. On peut en déduire que, pour un bon nombre d'institutions canadiennes, les défis inhérents à la participation au marché des capitaux propres sont pratiquement les mêmes, malgré l'évolution du temps et du contexte.

Comment peut-on l'expliquer? Le spectre de l'expérience éprouvante subie au cours des années 1980 fournit une explication irréfutable, comme nous l'avons mentionné déjà, puisqu'un grand nombre des gestionnaires actuels des institutions au Canada étaient présents sur ce marché à l'époque.

De toute évidence, la période de forte croissance et d'essor de l'industrie canadienne des capitaux de risque qui a suivi depuis (lesquels étaient encore plus marqués au sein de l'industrie américaine) n'a pas réussi à chasser ce souvenir de la mémoire collective des institutions. Cela n'est pas étonnant, d'autant plus que, comme l'enquête l'a également démontré, un grand nombre de gestionnaires d'institutions canadiennes ne sentent aucunement l'urgence de considérer ou de reconsidérer les bénéfices potentiels d'une participation à cette catégorie d'actif.

L'ampleur des difficultés que doivent affronter les institutions canadiennes lorsqu'elles choisissent de participer au marché des capitaux propres fournit sans doute une autre explication. Il ne faut quand même pas croire que le taux élevé de participation des institutions américaines est un phénomène qui s'est produit du jour au lendemain ou qu'il est le résultat d'une seule initiative. C'est plutôt en « apprenant sur le tas » que les institutions américaines ont trouvé une place qui leur convient sur le marché des capitaux propres, en échafaudant une variété de solutions stratégiques. Quantité d'entre elles y sont parvenues en mettant au point, au fil de nombreuses années, l'infrastructure et les ressources dont elles avaient besoin.

Les efforts des institutions américaines ont finalement réussi à transformer l'industrie même des capitaux propres. Conscients des lacunes sur le marché, les institutions américaines et leurs agents ont cherché à combler ces lacunes, toujours en vue de rendements supérieurs et d'une plus grande diversification. Alors que le nombre d'institutions optant pour cette catégorie d'actif augmentait, l'industrie américaine des capitaux propres s'est adaptée pour les accueillir. Ce processus a contribué à libérer la voie pour une plus grande participation des institutions.

Le Canada doit passer par un processus semblable pour assurer la prospérité des fonds privés indépendants, en se fondant sur le modèle des sociétés en commandite institutionnelles. Cependant, il est improbable que davantage d'institutions canadiennes optent pour cette catégorie d'actif si elles n'ont pas confiance dans les rendements promis par une industrie parvenue à maturité, où les associés commandités ont déjà fait leurs preuves. Pour créer ce climat de confiance, les associés commandités doivent avoir accès à des sources de capitaux, tout en pouvant compter sur des entrepreneurs de talent au pays, qui ont le sens des affaires et de la gestion, et qui méritent d'être appuyés en leur fournissant un financement de rachat, mezzanine ou par capital de risque.

Autrement dit, l'écosystème national d'investissements en capitaux propres dans un éventail d'entreprises à forte croissance de plus en plus concurrentielles dans les secteurs technologiques et traditionnels au Canada doit continuer de prendre de l'ampleur et d'évoluer.

Cet écosystème est formé d'un vaste éventail d'éléments, y compris une aide gouvernementale à la recherche fondamentale et à la commercialisation, les dépenses à la R-D du secteur privé, une main-d'œuvre fort compétente et productive, la présence de diplômés parmi les meilleurs en sciences et en génie, des industries canadiennes visant à être concurrentielles dans l'économie mondiale, un marché des investissements providentiels plus dynamique et une industrie du capital de risque et d'autres fonds privés de capitaux propres plus dynamique.

Les efforts précis déployés pour stimuler la participation des institutions canadiennes au marché des capitaux propres ne seront justifiés et ne porteront fruit que si des progrès sont réalisés dans tous ces domaines. C'est seulement en procédant ainsi que l'on parviendra à aller de l'avant.

Les réponses aux volets canadien et américain de l'enquête indiquent que les échanges et les activités de sensibilisation, non seulement parmi les gestionnaires des institutions, mais aussi les fiduciaires, les administrateurs et les conseillers, constituent un point de départ important pour aller de l'avant, en prenant les moyens nécessaires pour bénéficier du savoir-faire, des ressources et des relations utiles sur ce marché. Idéalement, il faut prévoir davantage d'échanges entre les institutions canadiennes et les milieux de l'investissement en capitaux propres pour rectifier les fausses impressions et collaborer en vue de réaliser les objectifs communs.

Pour assurer la plus grande participation possible des institutions au marché des capitaux propres, indépendamment de leur envergure ou type ou de la région où elles sont établies, les institutions canadiennes devraient également tirer des leçons de l'expérience américaine sur la valeur de l'infrastructure du marché, soit les conseillers, les intermédiaires, les ressources et les véhicules de mise en commun de capitaux, tels que les fonds de fonds.

Si possible, les politiques fiscales et d'autres dispositions réglementaires doivent également être modifiées ou clarifiées, afin de s'assurer que le droit canadien n'impose pas des coûts inutiles et des restrictions pouvant faire obstacle aux activités d'investissement en capitaux propres.

Enfin, l'expérience au Canada et aux États-Unis a démontré que la réussite des programmes d'investissement en capitaux propres repose sur une grande diversification, permettant d'obtenir des rendements optimaux, soit une diversification fondée sur les divers secteurs du marché (rachat, mezzanine et capital de risque), le nombre d'investissements du portefeuille et les différentes régions.

En suivant ce modèle, les institutions se donneront les moyens de réussir sur le marché des capitaux propres partout au monde. Les données laissent croire qu'en étant prêt à investir dans des fonds de qualité, quel que soit l'endroit, il est possible éventuellement d'établir un contexte plus vaste et plus dynamique, favorable aux fonds de toutes les régions du pays.

Un ordre du jour pour favoriser le dialogue entre tous les intervenants canadiens

Il est notoire que, dans une certaine mesure, la recherche ayant contribué à la préparation de *Trouver la clé* a soulevé autant de questions que fourni de réponses sur les activités d'investissement en capital de risque et en capitaux propres de tous genres des institutions. Il n'y a là rien d'étonnant, vu l'étendue du sujet et son importance pour les nombreux groupes d'intervenants au Canada.

Cela plaide également en faveur d'un dialogue national, auquel prendraient part des représentants de haut niveau des milieux institutionnels, de l'industrie des capitaux propres et du secteur public ainsi que d'autres parties intéressées au Canada, pour donner suite aux résultats du rapport, approfondir les questions connexes et envisager d'autres stratégies d'action.

En vue d'orienter les discussions sur les investisseurs institutionnels et les capitaux propres, les recommandations suivantes sont fondées sur l'enquête préliminaire et d'autres points saillants de la recherche :

Échanges et activités de sensibilisation

- 1) L'ACCR et Réseau Capital devraient établir des liens plus étroits avec l'ACGFR et d'autres associations industrielles liées aux milieux institutionnels canadiens pour stimuler les échanges et les activités de sensibilisation, et ce, dans le but premier de favoriser un dialogue soutenu entre les gestionnaires de fonds institutionnels et de fonds de capitaux propres privés, en vue de mieux cerner certains des problèmes soulevés dans le rapport et de trouver des solutions.

Dans le cadre de cette initiative, il y aurait lieu de prévoir une série de séminaires, organisés conjointement par divers organismes et auxquels prendraient part une variété de gestionnaires d'institutions, de fiduciaires et d'administrateurs, de conseillers en investissement, de spécialistes dans le domaine et d'autres conseillers spécialisés dans les grands centres partout au Canada. Ces séminaires viseraient l'échange d'information sur la nature de programmes réussis d'investissement en capitaux propres d'institutions canadiennes et américaines, de même que sur la série de stratégies (comme celles abordées dans *Trouver la clé*) utilisées pour surmonter les obstacles à l'entrée sur ce marché et à une participation à long terme.

L'on croit que ce processus contribuerait grandement à sensibiliser davantage les milieux institutionnels canadiens sur les mérites des investissements en capitaux propres et à préciser les mesures à prendre afin que les institutions puissent réussir à intégrer de façon permanente cette catégorie d'actif à leur portefeuille.

- 2) L'ACCR et Réseau Capital devraient lancer un programme d'échanges formels et informels avec les représentants de haut niveau des institutions, des fonds de fonds, des gardiens et d'autres parties intéressées aux États-Unis, portant sur l'industrie canadienne des capitaux propres. Une telle initiative viserait d'abord et avant tout deux objectifs. Le premier consisterait à renseigner davantage les investisseurs institutionnels américains, ainsi que leurs agents et conseillers, au sujet des possibilités d'investissement intéressantes au Canada, afin qu'ils puissent les apprécier à leur juste valeur. Le deuxième objectif consisterait à mieux faire connaître aux spécialistes de l'investissement en capitaux propres au pays les critères et les procédures des institutions américaines lors de l'analyse et de l'évaluation des associés commandités canadiens et de leurs propositions de fonds.

Enfin, l'ACCR et Réseau Capital devraient collaborer avec les responsables des ministères et des organismes fédéraux et provinciaux concernés pour envisager d'autres stratégies en vue de faire connaître aux institutions américaines les forces particulières de l'industrie canadienne des capitaux propres et les possibilités d'investissements de qualité au Canada. Les représentants des associations industrielles et du gouvernement devraient par la suite discuter des moyens à prendre pour transmettre le message habilement formulé qu'ils auront élaboré.

Fiscalité et réglementation gouvernementale

L'ACCR, Réseau Capital et le ministère des Finances Canada devraient poursuivre leurs efforts au nom des entrepreneurs, des fonds de capitaux propres et des investisseurs institutionnels canadiens en vue d'une réforme de la fiscalité et de la réglementation.

Leurs efforts devraient être axés tant sur les questions portant sur la participation des institutions canadiennes aux sociétés en commandite canadiennes (p. ex. les règles régissant les biens étrangers et les SPCA) que sur celles ayant trait à la participation des institutions américaines ou d'autres institutions non résidentes et aux questions connexes. Le BSIF devrait aussi participer au dialogue et veiller à ce que les règlements actuels et ceux qui seront imposés prochainement (Bâle 2) ne compromettent pas indûment la participation des compagnies d'assurance de au marché des capitaux propres.

En engageant un dialogue national ouvert et réfléchi sur tous ces aspects, on croit qu'il est possible de trouver les moyens de stimuler les investissements en capitaux propres des institutions canadiennes, afin que tous puissent bénéficier des avantages découlant des rendements supérieurs des portefeuilles, d'une industrie nationale plus dynamique et d'une économie plus concurrentielle et plus productive.

Annexe I :

Collaborateurs canadiens et américains au rapport

CANADA

Alberta Revenue***	Régime de retraite de l'Association des collèges d'arts appliqués et de technologie de l'Ontario
Alberta Teachers Retirement Fund Board	Régime de retraite de l'Université de Montréal
Association canadienne des gestionnaires de fonds de pension	Régime de retraite de l'Université du Québec
Association canadienne du capital de risque et d'investissement	Régime de retraite de l'Université Laval
Assurance vie La Capitale	Régime de retraite de la Banque de Montréal
BIMCOR	Régime de retraite de la Compagnie pétrolière Impériale limitée
British Columbia Investment Management Corporation***	Régime de retraite de la Province de Terre-Neuve-et-Labrador
Canada-Vie	Régime de retraite de la société CBC
CDP Capital	Régime de retraite de la Société de transport de Montréal
Commission du Régime de retraite de l'Ontario	Régime de retraite de Nortel Networks
Compagnie d'assurance Sun Life	Régime de retraite de Petro-Canada
Fiducie Eterna	Régime de retraite de Postes Canada
Fondation Lucie et André Chagnon	Régime de retraite de Shell Canada
Fonds de fonds EdgeStone Capital	Régime de retraite de Stelco
Frank Russell Canada	Régime de retraite de Telus Corporation
Gestion Aequilibrium	Régime de retraite des employés de la Ville de Winnipeg
Greystone Managed Investments	Régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario
Groupe Capital de risque de la BDC	Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario
Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.	Régime de retraite du Canadien National
Jefferson Partners	Régime de retraite du personnel hospitalier du Manitoba
La Maritime Compagnie d'assurance vie	Régime de retraite du Service de police de la Communauté urbaine de Montréal
McLean Watson Capital	Régime de retraite la Toronto Transit Commission
Mercer Investment Consulting	Régime des rentes du Mouvement Desjardins
Nova Scotia Hospitals Pension Plan	Réseau Capital (Réseau de capital de risque du Québec)
Nova Scotia Public Service Pension Plan	Société de gestion des placements du Nouveau-Brunswick***
Office d'investissement des régimes de pension du secteur public	SSQ Groupe financier
Office d'investissement du Régime de pensions du Canada	TD Capital Private Equity Investors
Régie de retraite de la fonction publique du Manitoba	Towers Perrin
Régime de retraite d'Alcan	University of British Columbia Faculty Pension Plan
Régime de retraite d'Hydro One	University of Toronto Asset Management Corporation***
Régime de retraite d'Hydro-Québec	Ventures West Management
Régime de retraite d'IWA Forest Industry	
Régime de retraite de Daimler Chrysler Canada	
Régime de retraite de Domtar	
Régime de retraite de General Motors du Canada	

*** Indique la gestion monétaire de plusieurs régimes de retraite et d'autres fonds.

ÉTATS-UNIS

Abbott Capital Management LLC
BellSouth Pension
California Public Employees Retirement System
California State Teachers Retirement System
Cambridge Associates LLC
Colorado Public Employees Retirement System
Crédit Suisse First Boston
Flag Ventures Partners
Florida State Board of Administration
Grove Street Advisors
Harbourvest Partners LLC
Harvard Endowment Fund
MIT Endowment Fund
Massachusetts Pension Reserves Investment Management
Oregon Public Employees Retirement Fund
Pennsylvania State Employees Retirement System
RBC Capital Partners (U.S.)
State of Wisconsin Investment Board
Teacher Retirement System of Texas
Verizon Investment Management Corporation

Annexe II :

Condensé des questions de l'enquête

Enquête sur les investisseurs institutionnels canadiens et les capitaux propres.

Condensé des sujets abordés lors des entrevues

Ce qui suit est un condensé des questions posées lors des entrevues avec les cadres supérieurs des fonds de pension privés et publics, des compagnies d'assurance vie, des fonds de dotation et des fondations et d'autres institutions. Le condensé des questions leur a été envoyé avant l'entrevue.

Votre fonds institutionnel est-il actuellement actif sur le marché du capital de risque ou des capitaux propres?

Dans l'affirmative :

Quelles sont les caractéristiques de votre programme d'investissement en capital de risque ou en capitaux propres? (p. ex. année où il a été créé, pourcentage de l'actif total investi, gestion à l'interne ou à l'externe, marché visé, points de comparaison sur le rendement etc.). Comment pourrait-il évoluer éventuellement?*

Quels sont les facteurs qui ont persuadé les fiduciaires et les gestionnaires à participer à cette catégorie d'actif? Quels sont les avantages pour votre fonds?

Quels obstacles avez-vous rencontrés et comment les avez-vous éventuellement surmontés? Quels sont les défis qui persistent?

Combien souvent votre fonds institutionnel engage-t-il de nouveaux fonds (p. ex. annuellement) ou fait-il des investissements directs?

À votre avis, pourquoi les autres institutions canadiennes hésitent-elles à participer au marché du capital de risque ou des capitaux propres? ** Quelles éventuelles initiatives ayant trait au marché ou à la politique publique seraient nécessaires pour changer la situation? ***

Dans la négative :

Votre fonds institutionnel a-t-il déjà investi dans cette catégorie d'actif que sont le capital de risque ou les capitaux propres?

Si c'est le cas, quel genre d'expérience et quels facteurs ont incité les fiduciaires et les gestionnaires à mettre fin à ce programme?

Y a-t-il eu de récentes discussions à l'interne (p. ex. réunions du conseil d'administration ou des administrateurs) concernant la mise sur pied d'un programme d'investissement en capital de risque ou en capitaux propres. Si c'est le cas, quels résultats avez-vous obtenus? Si ce n'est pas le cas, pourquoi?

Avez-vous effectué à l'interne des recherches sur cette catégorie d'actif, ou en consultation avec des conseillers externes pour prendre des décisions en matière d'investissement? En général, quels ont été les commentaires des conseillers au sujet des coûts et des bénéfices ?

Selon les fiduciaires ou les administrateurs, quels obstacles faut-il surmonter avant de pouvoir lancer plus tard un programme d'investissement en capital de risque ou en capitaux propres? **

Comment peut-on surmonter les obstacles? Quelles éventuelles initiatives ayant trait au marché ou à la politique publique aideraient votre fonds institutionnel à participer activement à ce marché? ***

* On avait demandé entre autres aux institutions de fournir des données de base concernant l'actif sous gestion, l'année où le programme a été lancé, le nombre d'employés ainsi que des précisions sur les programmes d'investissement en capitaux propres ou d'autres types d'actif.

** L'opinion et l'expérience des fiduciaires, des administrateurs et des gestionnaires étaient ici des plus importants. Cependant, pour stimuler la discussion, les intervieweurs fournissaient une liste d'obstacles auparavant cernés dans la documentation de recherche et demandaient aux participants de formuler des commentaires précis à ce sujet.

*** Pour stimuler la discussion, les chercheurs qui menaient les entrevues faisaient allusion à des initiatives récentes.

Annexe III : Bibliographie sommaire

- Ambachtscheer, Keith et Don Ezra, *Pension Fund Excellence: Creating Value for Shareholders*, Frank Russell Company, 1998.
- Berger, Allen et Gregory Udell, « The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle », *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, 1998.
- Chemla, Gilles, *Pension Fund Investment in Private Equity and Venture Capital: Canada versus the U.S.*, Centre for Economic Policy Research, University of British Columbia, 2003.
- Comité sénatorial permanent des banques et du commerce, *Les pratiques de régie interne des investisseurs institutionnels*, 1998.
- Drucker, Peter, « Reckoning with the pension fund revolution », *Harvard Business Review*, mars-avril 1991.
- Falconer, Kirk, *Du capital qui travaille! Les caisses de retraite et les autres stratégies d'investissement dans l'économie*, Centre syndical et patronal du Canada, 2001.
- Falconer, Kirk, *Prudence, patience et des emplois : Les placements des caisses de retraite dans une économie canadienne en évolution*, Centre canadien du marché du travail et de la productivité, 1999.
- Fenn, George, Nellie Liang et Stephen Prowse, *The Economics of the Private Equity Market*, Board of Governors, Federal Reserve System, Washington, D.C., 1995.
- Goldman & Carr LLP et McKinsey & Company, *Private Equity Canada 2002*, fondé sur un rapport documentaire préparé par Macdonald & Associates Limited, 2003.
- Goldman Sachs International et Russell Investment Group, *Alternative Investing by Tax-Exempt Organizations*, 2001 et 2003.
- Greenwich Associates, *Selected Data*, 2003.
- Halpern Paul J.N. (directeur général de la publication), *Le financement de la croissance au Canada, série Les documents de recherche d'Industrie Canada*, University of Calgary Press, 1997.
- Macdonald, Mary et John Perry, *Pension Funds and Venture Capital: The Critical Links Between Savings, Investment, Technology and Jobs*, Conseil des sciences du Canada, 1985.
- Macdonald, Mary, *Venture Investing and Prudence*, Gouvernement de l'Ontario, 1987.
- MacIntosh, Jeffrey, *Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprises in Canada*, Queen's University, 1994.
- Market & Opinion Research International, *Institutional Investor Attitudes to Venture Capital Investment*, British Venture Capital Association, 2000.
- McNeill, Marianna et Richard Fullenbaum, *Pension Funds and Small Business Financing*, U.S. Small Business Administration, Washington, D.C., 1995.
- Myner, Paul, *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review*, HM Treasury, 2001.
- Organisation pour la coopération et le développement économiques (OCDE), *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, Paris, 1998.
- Porter, Michael, *Le Canada à la croisée des chemins : Les nouvelles réalités concurrentielles*, Gouvernement du Canada, 1991.
- Private Equity Analyst*, « Private Equity Funds-of-Funds: State of the Market », seconde édition, 2002.
- Thompson, John K., *Risk Capital in OECD Countries: Recent Developments and Structural Issues*, Paris, 2001.

Annexe IV :

Données internationales sur les investisseurs institutionnels et les capitaux propres

La section 3 établit des comparaisons entre les activités d'investissement en capitaux propres des institutions canadiennes et américaines. Cette analyse comparative est fondée sur une variété d'enquêtes réalisées périodiquement en Amérique du Nord.

Les données utilisées dans la section 3 ont été choisies en fonction de leur compatibilité relative. Les données de la société Greenwich Associates sont fondées sur une méthode uniforme d'enquête permettant de comparer les affectations réelles des institutions canadiennes et américaines au poste des investissements en capitaux propres. Les sociétés Goldman Sachs-Russell utilisent depuis 1995 la même méthode d'enquête pour recueillir des données sur l'ensemble de l'industrie nord-américaine en vue de comparer les montants ciblés en vue de tels investissements (et d'autres données).

La compatibilité des données permet également d'établir des comparaisons entre le Canada et les États-Unis sur les nouveaux engagements annuels de capitaux propres des institutions depuis 1996. Les méthodes utilisées par Macdonald & Associates Limited et Thomson Venture Economics sont comparables, et l'on a tenu compte des différences le cas échéant. À la figure C, le capital de risque a été choisi pour donner une idée approximative de l'ensemble des activités d'investissement en capitaux propres, étant donné la richesse de données dans ce domaine.

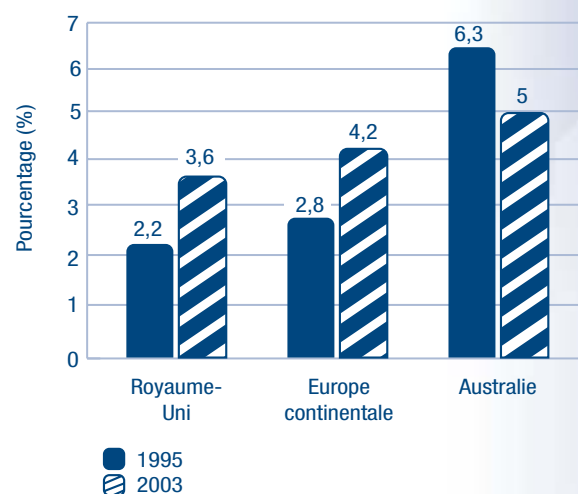
Pour les fins du présent rapport, on a également recueilli des données dans d'autres pays, y compris le Royaume-Uni, l'Europe continentale et l'Australie. En raison des différences marquantes entre les différents pays relativement aux régimes de retraite, aux types d'institutions ainsi qu'à l'orientation de leur industrie respective des capitaux propres — et des différentes méthodes utilisées pour les décrire —, les ensembles de données sur un pays ne sont pas nécessairement compatibles avec ceux d'un autre pays. C'est pourquoi la volonté d'établir des comparaisons avec des pays autre que nord-américains comporte des défis de taille, car de telles comparaisons risquent fort d'inclure en erreur.

Outre le problème des différences relatives aux ensembles clés de données d'un pays à l'autre, certaines structures du marché des capitaux propres manquent de transparence. Par ailleurs, les données sur le marché fournies par des sources autres que

nord-américaines risquent d'être difficilement vérifiables. Or, étant donné que la vérification du contenu et de la qualité des données est indispensable aux comparaisons de tout genre, on a décidé d'exclure de l'analyse de la section 3 celles qui ne provenaient pas de sources nord-américaines.

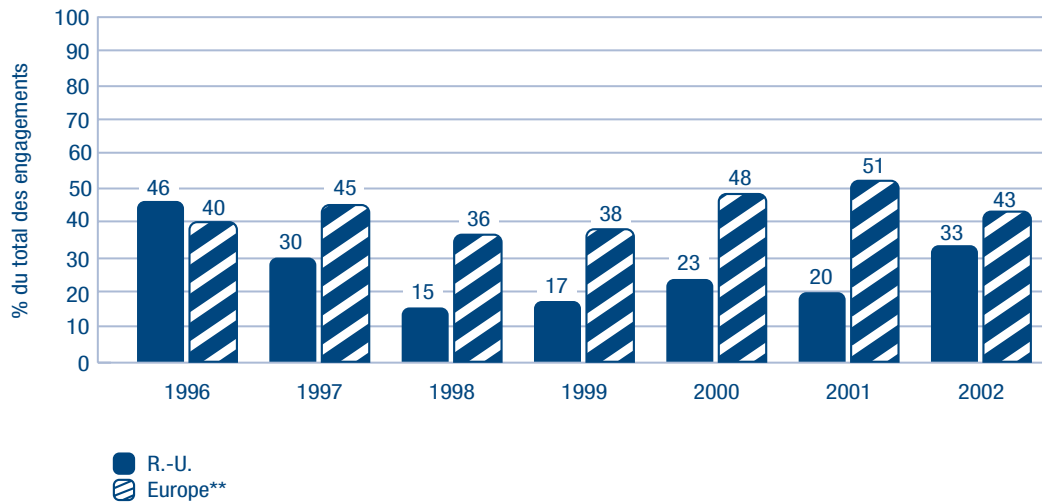
Cependant, cette annexe fait état de certaines des autres données recueillies en vue de la préparation de ce rapport. La figure A fait état des montants ciblés, affectés ces dernières années aux investissements en capitaux propres par les institutions du Royaume-Uni, de l'Europe continentale et de l'Australie. La figure B souligne les récentes tendances annuelles relatives aux nouveaux engagements de capital de risque et d'autres types de capitaux propres des institutions du Royaume-Uni et de l'Europe continentale.

FIGURE A
Affectations institutionnelles (ciblées) en capitaux propres
Royaume-Uni, Europe continentale et Australie,
1999 et 2003*



* L'enquête de Goldman Sachs-Russell ne fournit pas une ventilation des données sur les affectations au Royaume-Uni, en Europe continentale et en Australie selon le type d'institution.

FIGURE B
Nouveaux engagements institutionnels en capital de risque et autres types de capitaux propres*
Europe et Royaume-Uni, 1996–2002



* Comprend les données disponibles sur les fonds de pension privés et publics, les compagnies d'assurance et les fonds de fonds.
**Les données pour l'Europe incluent celles pour le Royaume-Uni.

Sources : British Venture Capital Association (BVCA) et European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA).

Annexe V :

Rendement des capitaux propres canadiens, notes méthodologiques

Par le passé, les gestionnaires des institutions canadiennes faisaient valoir que l'absence de données sur le rendement représentait un sérieux obstacle aux investissements dans des fonds canadiens de capitaux propres. Ces données sont disponibles depuis près d'une quinzaine d'années aux États-Unis et depuis au moins cinq ans en Europe. Ce n'est qu'en 2000 que les gestionnaires de fonds canadiens de capitaux propres ont été appelés à regrouper leurs données dans le but de dresser des statistiques globales sur le rendement au pays.

Au cours des trois dernières années, l'ACCR et Réseau Capital ont collaboré avec Macdonald & Associates Limited et Thomson Venture Economics pour produire des données fiables, permettant d'établir des comparaisons sur le rendement des investissements en capitaux propres au Canada. Étant donné que de telles données sont fondées sur de l'information confidentielle au sujet des mouvements de trésorerie de chaque fonds, un

immense travail préparatoire était nécessaire pour convaincre les associés commandités canadiens de participer à une enquête, et donc de constituer un échantillonnage approprié.

La première base de données canadienne sur le rendement a été publiée en mars 2003, pour la période débutant en 2000 et se terminant le 31 décembre 2001. D'autres données portant jusqu'à la fin décembre 2002 ont également été publiées en octobre 2003. Le tableau ci-dessous donne un aperçu des résultats.

Il y a lieu d'attirer l'attention sur certains aspects de la méthode de calcul du rendement :

- L'échantillon est représentatif de l'éventail complet des secteurs du marché des capitaux propres : rachat, mezzanine et capital de risque.
- La taille de l'échantillon limite la segmentation du marché.

Rendement des investissements des fonds de capitaux propres

Périodes prenant fin le 31 décembre 2002

Catégorie d'investissement	Taux de rendement internes (%) selon les périodes						
	Périodes en années				Quartile supérieur*	Médiane*	Quartile inférieur*
	Un	Trois	Cinq	Huit			
Capital de risque de début de croissance	-25,1	-5,8	2,3	4,3	9,9	-0,2	-15,7
Capital de risque équilibré	-26,5	-11,6	-5,4	4,0	13,1	0,8	-5,8
Total des investissements en capital de risque	-25,0	-9,6	-3,1	6,1	12,9	0,9	-10,1
Rachat et mezzanine	7,0	8,5	11,6	19,3	22,5	17,1	0,0
Total des investissements en capital de risque et en capitaux propres	-21,3	-7,5	-1,3	9,5	16,5	2,4	-6,7

* A trait aux données sur huit années

Le rendement des principaux indices boursiers au cours des périodes précitées est indiqué ci-dessous :

Périodes en années

	Périodes en années			
	Un	Trois	Cinq	Huit
TSE 300 (rendement total)	-12,4 %	-6,3 %	1,3 %	7,7 %
S & P (\$US)	-22,1 %	-14,6 %	-0,6 %	10,3 %
Indice composé Nasdaq (\$US)	-31,5 %	-31,0 %	-3,2 %	7,4 %

Sources : L'Association canadienne du capital de risque et d'investissement et Macdonald & Associates Limited

Les résultats les plus récents ont été obtenus à partir d'un échantillon de 118 fonds, dont 94 étaient axés sur le capital de risque. L'échantillon était suffisamment vaste pour segmenter les rendements des fonds de capital de risque de début de croissance de ceux des fonds équilibrés, mais non pas pour calculer les rendements en regroupant les fonds selon l'année où ils ont été créés. L'échantillon ne comportant que huit fonds mezzanine, le rendement des fonds mezzanine et de rachat a été regroupé.

Il est important de retenir que ce ne sont pas tous les associés commandités du Canada qui ont participé à l'enquête.

- Les résultats ne sont pas directement comparables avec ceux obtenus pour les États-Unis et l'Europe.

Les fonds de capitaux propres aux États-Unis et en Europe sont constitués en sociétés en commandite, avec une durée de vie et des modalités préétablies concernant les frais de gestion et les bénéfices différés payables aux associés commandités. Ainsi, le calcul permettant d'établir des points de comparaison peut être fondé sur le « rendement net » (c.-à-d. les rendements réalisés et non réalisés des investisseurs, après déduction des frais de gestion et des bénéfices différés).

Au Canada, seulement environ 25 p. 100 des quelque 50 milliards de dollars de capital sous gestion font appel à ces véhicules traditionnels d'association, le reste étant géré par des sociétés, des gouvernements, des institutions (c.-à-d. dans le cadre de programmes internes d'investissement direct) et par des sociétés à capital de risque de travailleurs.

En raison des dépenses et des frais de gestion, les coûts du capital et de participation aux bénéfices varient largement entre ces différents types de fonds et il est ainsi difficile de calculer les rendements nets de façon valable à l'échelle de l'industrie.

C'est pourquoi les calculs ont porté sur les rendements bruts des fonds canadiens, c'est-à-dire qu'ils sont fondés sur les flux monétaires de part et d'autre entre les fonds et les sociétés de portefeuille lorsqu'il y a réalisation des placements, de sorte qu'ils ne sont pas directement comparables aux chiffres américains ou européens en ce moment.

- L'absence de lignes directrices servant de normes en matière d'évaluation.

La question des lignes directrices en matière d'évaluation a soulevé de vifs débats aux États-Unis, en Europe et au Canada ces dernières années et a attiré l'attention de l'International Limited Partners Association. En Europe, l'industrie a adopté des lignes directrices qui servent maintenant de normes en matière d'évaluation par l'intermédiaire de la European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA).

En s'inspirant du modèle de l'EVCA, l'ACCR et Réseau Capital ont préparé l'ébauche de lignes directrices, qui a été distribuée aux membres de leur industrie pour commentaires. Ces associations industrielles s'attendent à être en mesure d'adopter un ensemble de lignes directrices en matière d'évaluation d'ici la fin de 2004. L'industrie américaine n'a pas encore élaboré ou adopté des lignes directrices semblables.

Au Canada, tous les fonds soumettant des données pour une enquête sur les rendements seront appelés à confirmer (la signature d'un cadre supérieur en faisant foi) qu'ils se sont conformés à ces lignes directrices dans la préparation de leurs évaluations de fin d'année.

Des données comparables sur les investissements des fonds de capitaux propres américains sont diffusées dans le site Web de Thomson Venture Economics (www.ventureeconomics.com).

Annexe VI :

Liste des membres du conseil consultatif

CONSEIL CONSULTATIF

NOM	ORGANISME OU SOCIÉTÉ
Mark Belfry	Prince Edward Island Business Development
John Eckert	McLean Watson Capital Inc.
Brian Elder	Banque de développement du Canada
Marc Leduc	Ministère du Développement économique régional et de la Recherche du Québec
Robin Louis	Venture West Management Inc.
Mary Macdonald	Macdonald & Associates Limited
Claude Miron	In Vivo Ventures
David Rogers	Régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario
John Sinclair	Société de gestion des placements du Nouveau-Brunswick
Christine Soucy	Industrie Canada
Annie Thabet	Celtis Capital
Peter Webber	Industrie Canada
Doug Welwood	Ministère du Développement économique et du Commerce de l'Ontario
Rosemary Zigrossi	Conseil du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario

ÉQUIPE CHARGÉE DU PROJET

NOM	TITRE OU SOCIÉTÉ
Wayne Clendenning	Conseiller en recherche
Kirk Falconer	Macdonald & Associates Limited
Kathy Jeramaz-Larson	Macdonald & Associates Limited
Mark Nelson	Ministère du Développement économique et du Commerce de l'Ontario
Beverley Morden	Conseillère en recherche
Lucien Biron	PricewaterhouseCoopers