



Innovation, Sciences et  
Développement économique Canada

Innovation, Science and  
Economic Development Canada

# L'ACCÈS AUX CAPITAUX DES MOYENNES ENTREPRISES CANADIENNES AXÉES SUR LA CROISSANCE

2020

Rapport de Richard Remillard, avec Michael Scholz  
Recherche effectuée par Richard Remillard

Innovation, Science et Développement économique Canada  
Direction générale de la petite entreprise

Canada





## L'ACCÈS AUX CAPITAUX DES MOYENNES ENTREPRISES CANADIENNES AXÉES SUR LA CROISSANCE

Rapport de Richard Remillard, avec Michael Scholz

Recherche effectuée par Richard Remillard

Innovation, Sciences et Développement économique Canada

Direction générale de la petite entreprise

2020

Cat. No. Iu188-147/2020F-PDF

ISBN 978-0-660-36514-5

Cette publication est disponible sur [ic.gc.ca/recherche/pme](http://ic.gc.ca/recherche/pme). This publication is also available in English under the title *Access to capital for Canadian growth-oriented, medium-sized firms*. Pour obtenir une copie papier de cette publication ou un autre format (braille, gros caractères, etc.), veuillez remplir le [formulaire de demande de publication](#) ou contacter :

Centre de services Web

Innovation, Sciences et Développement économique Canada

Édifice C.D. Howe

235, rue Queen

Ottawa (Ontario) K1A 0H5

Canada

Téléphone (sans frais au Canada) : 1-800-328-6189

Téléphone (Ottawa) : 613-954-5031

ATS (pour les personnes malentendantes) : 1-866-694-8389

Heures d'ouverture : de 8 h 30 à 17 h (heure de l'Est)

Courriel : [isde@canada.ca](mailto:isde@canada.ca)

À moins d'indication contraire, l'information contenue dans cette publication peut être reproduite, en tout ou en partie et par quelque moyen que ce soit, sans frais et sans autre permission du ministère de l'Industrie, pourvu qu'une diligence raisonnable soit exercée afin d'assurer l'exactitude de l'information reproduite, que le ministère de l'Industrie soit mentionné comme organisme source et que la reproduction ne soit présentée ni comme une version officielle ni comme une copie ayant été faite en collaboration avec le ministère de l'Industrie ou avec son consentement. Pour obtenir l'autorisation de reproduire l'information contenue dans cette publication à des fins commerciales, veuillez demander l'[affranchissement du droit d'auteur de la Couronne](#) ou communiquer avec le Centre de services Web (coordonnées ci-dessus).



# Table des matières

1.0 Introduction	1
2.0 Profil des moyennes entreprises axées sur la croissance au Canada	2
3.0 Le marché canadien du financement en capital de croissance à trois paliers	4
3.1 Palier 1 – Des fonds à prédominance américaine	6
3.2 Palier 2 – Un large éventail d’investisseurs canadiens	7
3.3 Palier 3 – Un écart d’approvisionnement qui subsiste	8
4.0 Perceptions des marchés canadiens du financement du capital de croissance et du financement alternatif du risque	10
4.1 Perceptions générales	10
4.2 L’incidence des investisseurs américains	12
4.3 Le caractère régional de l’investissement	13
4.4 Perceptions des dirigeants d’entreprises	14
5.0 Conclusions	15
Annexe 1 : Personnes interrogées	16
Annexe 2 : Aperçu des fournisseurs de capitaux des paliers 1 à 3	17
Annexe 3 : Fonds de croissance américains qui font des affaires au Canada	19
Annexe 4 : Instantané des éléments qui composent l’approvisionnement en capital au Canada	20
Annexe 5 : À propos de Richard Remillard	22



# 1.0 Introduction

**Le Canada possède un écosystème de petites et moyennes entreprises (PME) et d'entreprises en démarrage qui est robuste à bien des égards, se classant au deuxième rang mondialement pour ce qui est de la facilité à démarrer une entreprise. Toutefois, il semble réussir moins bien à agrandir des entreprises en expansion pour en faire de grandes sociétés d'attache capables d'être concurrentielles à l'échelle mondiale, puisque moins de 2 pour cent des moyennes entreprises canadiennes font cette transition dans une année donnée<sup>1</sup>. Par conséquent, les PME comptent pour environ 90 pour cent des emplois du secteur des affaires au Canada<sup>2</sup>, comparativement à 47 pour cent aux États-Unis<sup>3</sup>, un fait qui explique l'écart de productivité de la main-d'œuvre de 20 pour cent entre le secteur des affaires canadien et américain<sup>4</sup>.**

Les moyennes entreprises ambitieuses ont besoin d'un accès à des sources abordables de capitaux de croissance pour investir dans des activités nécessaires à leur positionnement comme chefs de file mondialement concurrentiels (p. ex., embaucher des talents, construire des infrastructures et développer de nouvelles technologies). Les preuves d'une demande plus forte pour un tel capital de croissance ont été relevées par la Banque de développement du Canada (BDC), qui s'attend à ce que son offre de capital de croissance et de transfert d'entreprise augmente de 8 pour cent annuellement jusqu'à l'exercice 2024. Malgré cela, les difficultés et possibilités de financement des moyennes entreprises à plus forte croissance demeurent généralement mal comprises comparativement au financement de petites entreprises au stade précoce de croissance. Par conséquent, ce rapport portera tout particulièrement sur la disponibilité d'un financement souple destiné aux moyennes entreprises qui cherchent à s'agrandir et à croître, par exemple en recourant à une participation financière minoritaire, un financement par emprunt ou un financement hybride.

Rédigé en s'appuyant sur des entrevues approfondies menées par le Remillard Consulting Group auprès d'investisseurs, de bailleurs de fonds et de chefs d'entreprises (annexe 1), le présent rapport synthétise les perspectives d'intervenants sur l'état des marchés du capital-développement et du capital de transition au Canada, notamment les difficultés qui entravent la disponibilité du capital de croissance pour les moyennes entreprises, les fausses perceptions courantes entourant les marchés du capital de croissance et du financement alternatif du risque au Canada et le rôle permanent de la BDC dans ce marché en évolution rapide.



1 Tables de stratégies économiques du Canada, L'impératif de l'innovation et de la compétitivité : Saisir les occasions de croissance.

2 Innovation, Sciences et Développement économique Canada, *Principales statistiques relatives aux petites entreprises*, Novembre 2019.

3 Bureau du recensement des États-Unis, 2016 SUSB Annual Data Tables by Establishment Industry.

4 Conseil consultatif en matière de croissance économique, 2017, Libérer l'innovation pour stimuler la mise à l'échelle et la croissance.

## 2.0 Profil des moyennes entreprises axées sur la croissance au Canada

L'écrasante majorité des entreprises canadiennes sont petites, avec un peu moins de 55 pour cent qui emploient moins de cinq employés et 98 pour cent moins de 1005. Ceci explique en grande partie pourquoi on met tant d'efforts à étudier les problèmes de croissance confrontant les petites entreprises et à les régler. À l'autre bout du spectre, les problèmes auxquels les grandes organisations privées font face sont également bien compris, car ces entreprises, malgré le fait qu'elles ne représentent qu'environ 0,25 pour cent de l'ensemble, emploient une part considérable de la population active (10,5 pour cent)<sup>6</sup>, peuvent exercer des pressions sur le gouvernement et font régulièrement les manchettes dans les grands quotidiens.

En comparaison, les moyennes entreprises, comprenant par définition entre 100 et 499 employés et représentant un peu moins de 2 pour cent des entreprises canadiennes, passent souvent inaperçues. Malgré ce fait, les moyennes entreprises canadiennes comptent pour près de 20 pour cent<sup>7</sup> de tous les emplois et génèrent 12 pour cent de notre produit intérieur brut (PIB) et 21 pour cent de la valeur de nos exportations<sup>8</sup>. Au-delà de leur impact immédiat sur l'économie, les entreprises canadiennes de catégorie moyenne axées sur la croissance, lorsqu'elles s'agrandissent, représentent une immense source de possibilités économiques. Normalement, elles se destineraient à devenir les prochaines grandes sociétés privées, les prochaines multinationales; toutefois, les données montrent que les moyennes entreprises au Canada font face à des difficultés pour franchir ce pas.

Du sous-ensemble élargi d'entreprises de moyenne taille, seule une petite part – grossièrement estimée à environ 10 pour cent – caresse l'ambition d'atteindre des niveaux élevés de croissance et de devenir de grandes sociétés, à l'aune du chiffre d'affaires ou du niveau d'emploi. Pour les besoins de ce rapport, les moyennes entreprises axées sur la croissance se caractérisent comme suit :



5 Innovation, Sciences et Développement économique Canada, *Principales statistiques relatives aux petites entreprises*, Novembre 2019.

6 Innovation, Sciences et Développement économique Canada, *Principales statistiques relatives aux petites entreprises*, Novembre 2019.

7 Innovation, Sciences et Développement économique Canada, *Principales statistiques relatives aux petites entreprises*, Novembre 2019.

8 Statistique Canada, Commerce des biens selon les caractéristiques des exportateurs, selon le niveau d'emploi et l'industrie de l'entreprise, Tableau 12-10-0094-01.



Ces entreprises proviennent d'un large éventail de secteurs et connaissent une diversité de besoins en capital, de profils de croissance, de dynamiques concurrentielles, d'expertises managériales et d'attentes au niveau de la direction. Bien qu'il n'y ait pas d'estimations officielles du nombre de moyennes entreprises axées sur la croissance en exploitation au Canada, les données fragmentaires donnent des indications sur le nombre de telles entreprises, les investissements consentis à celles-ci et l'emplacement et le secteur industriel de leurs activités.

<b>Rapport de novembre 2019 d'Innovation, Sciences et Développement économique Canada sur les statistiques visant les PME</b>	<b>Fait état de 22 666 entreprises au Canada ayant entre 100 et 499 employés.</b>
	<b>Relève 5,6 pour cent de ces entreprises, soit 1 269, comme étant à fort potentiel de croissance selon l'augmentation du chiffre d'affaires.</b>
	<b>Relève 3,1 pour cent, soit 702 entreprises, comme étant à forte croissance en matière d'emplois.</b>
<b>Association canadienne du capital de risque et d'investissement</b>	<b>Fait état d'investissements au Canada de 1,4 milliard \$ en capital de croissance provenant de fonds de capital de risque, de 125 millions \$ de financement par emprunt provenant de fonds de capital de risque et de 1,5 milliard \$ de capital-investissement dans les trois premiers trimestres de 2019.</b>
	<b>Indique que les niveaux d'investissement de 2019 représentent 186 transactions, à raison d'environ 16 millions \$ par transaction.</b>
<b>Le classement de la Growth 500 du magazine <i>Canadian Business</i></b>	<b>Dénombrer 117 des 500 entreprises au total comme étant de taille moyenne, à forte croissance, en date du 12 septembre 2019.</b>
	<b>Relève 47 entreprises sur 117 provenant du Grand Toronto, 18 du Grand Montréal et 14 du Grand Vancouver. Une de ces entreprises provenait du Manitoba et une de la Saskatchewan.</b>
	<b>Relève 46 entreprises sur 117 du secteur des technologies, 13 de l'industrie manufacturière, 10 des services financiers et 9 des ressources humaines et du recrutement.</b>

Une forte proportion de ces entreprises sont détenues par des intérêts privés et ne sont pas encore au stade où elles peuvent réunir des capitaux sur les marchés boursiers. Au lieu de cela, leur capital a tendance à provenir soit de sources internes, y compris les bénéfices non répartis, soit de sources privées externes, y compris le capital de risque et les banques. Lorsque les entreprises sollicitent un financement externe, les hauts dirigeants tentent normalement d'obtenir le financement maximal requis assorti d'une perte de contrôle minimale, tout en tenant compte de la rentabilité et de la souplesse du remboursement.

Pour les besoins de ce rapport, le capital de croissance est défini comme un type d'emprunt ou de capital-investissement, habituellement une participation minoritaire, d'une entreprise relativement mature qui cherche des capitaux pour s'agrandir ou se restructurer, pénétrer de nouveaux marchés ou financer une acquisition importante sans effectuer un changement de contrôle au sein de l'entreprise. Le capital de croissance peut être sous forme d'emprunts, d'actions et/ou de placements hybrides (emprunts et actions) provenant de bailleurs de fonds. Le capital de croissance est considéré comme un stade intermédiaire entre le capital de risque et le capital-investissement.

Avec cela en tête, un marché en plein essor a émergé depuis le creux de la récession pour servir les besoins en capitaux de ces entreprises en expansion. Par exemple, on prévoit que la demande du marché pour l'offre de capital de croissance et de transfert d'entreprise de la BDC augmentera les acceptations annuelles de 8 pour cent, passant de 375 millions \$ à l'exercice 2019 à 555 millions \$ à l'exercice 2024, témoignant d'une demande plus forte pour le capital de croissance et d'une augmentation des transitions de PME. La section qui suit approfondit la manière dont ce marché est structuré et s'efforce de cerner ses lacunes et ses possibilités.

## 3.0 Le marché canadien du financement en capital de croissance à trois paliers

**Les entreprises de taille moyenne axées sur la croissance obtiennent des capitaux pour financer des activités d'expansion (p. ex., l'expansion des marchés, le développement de produits, les fusions et acquisitions) auprès de divers fournisseurs canadiens et étrangers.**

### EXEMPLES DE FOURNISSEURS DE CAPITAUX QUI INVESTISSENT AU CANADA

Fonds privés de capital-investissement et de capital de risque	Alaris Royalty Georgian Partners Bain Capital
Banques et véhicules financiers soutenus par les banques	Banque de Montréal Financière Manuvie Goldman Sachs
Gestionnaires de grandes fortunes	Hyatt Bangia Clear North Capital
Courtiers sur le marché non réglementé	Flow Capital FrontFundr
Sociétés d'État	Banque de développement du Canada Investissement Québec
Marchés boursiers	TSX Venture Exchange Canadian Securities Exchange
Fonds de placement de régimes de pensions	Caisse de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario Office d'investissement du régime de pensions du Canada
Grandes sociétés	CapitalG (anciennement Google Capital) Apple
Coopératives d'épargne et de crédit	Vancity First West Capital



Le plus souvent, ces fournisseurs de capital de croissance investissent en parallèle au sein d'un écosystème de financement relativement mature, complétant les sources plus anciennes de financement (investisseurs providentiels, capital de risque) et se complétant l'un l'autre — où les différences dans les décisions d'investir sont généralement attribuables aux stratégies internes et aux fonds disponibles. Après une décennie de forte croissance dans le secteur, les dirigeants d'entreprises et les fournisseurs de capitaux ont noté l'émergence d'un marché du capital à trois paliers au Canada pour répondre aux besoins uniques des moyennes entreprises canadiennes axées sur la croissance. Un aperçu de certains fournisseurs de capitaux par palier est présenté à l'annexe 2.

Ces trois paliers sont relativement poreux, car les fournisseurs de capitaux individuels privilégient souvent des placements dont la valeur peut varier énormément et recouper ces limites. Par exemple, Services financiers Innovation CIBC cible des investissements entre 500 000 et 75 millions \$ comme étant dignes d'intérêt, alors que FirePower Capital considère la plage de 1 à 20 millions \$ comme étant à sa portée. Quoi qu'il en soit, une démarcation claire du financement a émergé en fonction d'un ensemble de caractéristiques qui varient selon les fournisseurs de capitaux et les entreprises dans lesquelles ils investissent.

## LE MARCHÉ CANADIEN DU FINANCEMENT EN CAPITAL DE CROISSANCE À TROIS PALIERS

### Palier 1

(20 millions \$ et plus)



Principalement des fonds américains de capital-investissement et de capital de croissance, mais auxquels s'ajoutent des caisses de retraite publiques canadiennes plus importantes et un nombre limité de fonds canadiens de capital de croissance qui ont émergé à partir de fonds de capital de risque antérieurs (Georgian Partners, Inovia Capital). Comprend environ 60 à 70 fournisseurs de capitaux connus qui sont les plus actifs dans le secteur technologique, y compris d'énormes entreprises technologiques américaines qui souvent achètent purement et simplement des moyennes entreprises canadiennes, mais qui ont également des fonds de capital de croissance au sein de leur organisation (p. ex., Alphabet/CapitalG de Google).

### Palier 2

(10 millions \$)



Composé d'un nombre grandissant d'investisseurs canadiens (p. ex., des entités détenues par des banques, des fonds de capital de croissance canadiens, des institutions contrôlées par le gouvernement, des gestionnaires de grandes fortunes, des transactions du marché non réglementé et des marchés boursiers) dont la cible idéale tourne autour de 10 millions \$ par transaction. Ce palier est composé d'environ 40 fournisseurs de capitaux connus et a tendance à financer un spectre plus large de secteurs industriels et commerciaux que le palier 1, même s'il y a toujours une forte concentration d'entreprises technologiques.

### Palier 3

(2 – 5 millions \$)




Composé essentiellement d'investisseurs canadiens qui concluent des transactions variant de 2 à 5 millions \$. Environ 30 fournisseurs de capitaux sont actifs dans cette catégorie, y compris des sociétés d'État, des intervenants sur le marché non réglementé qui comptent sur des investisseurs particuliers (« accrédités » et « admissibles » – qui respectent certains seuils de revenu et/ou d'actifs financiers), des gestionnaires de grandes fortunes, des fonds spécialisés en titres de créance et des marchés boursiers juniors. Ces investisseurs sont actifs dans un éventail de secteurs industriels et commerciaux, notamment ceux qui ne semblent pas être activement courtisés par bon nombre de fournisseurs de capitaux, tels que l'immobilier commercial et industriel et les ressources naturelles.

Les fournisseurs de capitaux, les intermédiaires et les dirigeants d'entreprises partagent un certain nombre de perspectives sur la disponibilité du capital dans le domaine du financement, mais divergent par ailleurs sur d'autres sujets. Il y a une quasi-unanimité quant à la disponibilité et la présence du capital au palier 1 et à la relative rareté du capital au palier 3. Les opinions varient sur la composition du palier 2, les fournisseurs de capitaux étant largement d'accord que le capital suffit à la demande puisque l'apport en capital semble avoir augmenté de façon constante ces dernières années, alors que les dirigeants d'entreprises ont tendance à s'inscrire en faux contre cette évaluation.

## 3.1 Palier 1 – Des fonds à prédominance américaine

À l’instar du capital de risque et du capital-investissement dans leur ensemble, la taille du fonds est le principal facteur déterminant la valeur des transactions. Les grands investisseurs, comme les fonds américains et les caisses de retraite publiques, doivent investir des sommes plus importantes par transaction pour « déplacer l’aiguille » de leurs propres indicateurs de rendement. La Caisse de retraite des enseignantes et des enseignants de l’Ontario (RREO) considère généralement des transactions de l’ordre de 75 à 100 millions \$, alors que Services financiers Innovation CIBC n’envisage pas de transactions au-delà de 75 millions \$. Dans ce segment du marché, l’atout de négociation repose souvent entre les mains des entreprises, car seules celles qui réussissent le mieux sollicitent des injections de capitaux suffisamment importantes à cet ordre de grandeur. Généralement, le véritable enjeu pour ces entreprises se trouve ailleurs et leur intérêt pour le financement repose sur le fait que les fournisseurs de capitaux comprennent à fond l’entreprise et le secteur, favorisant ainsi la mise en commun des ressources pour évaluer l’entreprise et aider celle-ci à recruter des talents chevronnés et à pénétrer de nouveaux marchés.



Des sources ont indiqué qu’à tout moment on compte de 60 à 70 fonds de capital de croissance, banques et autres fournisseurs de capitaux des États-Unis activement à la recherche d’importantes occasions d’investissement au stade de la croissance au Canada. Un haut dirigeant du secteur des technologies, dont l’entreprise a été achetée récemment par un investisseur stratégique américain, a fait suivre une liste de 28 fonds américains (annexe 3) qui scrutent activement le marché canadien, en ajoutant le commentaire suivant : « Je suis sûr qu’il y en a beaucoup d’autres ». Plusieurs personnes interviewées ont souligné la fréquence des sollicitations à froid au Canada, c’est-à-dire des centres d’appel haut de gamme sous-traités par des fonds américains pour amorcer un contact avec de potentielles entreprises canadiennes financées par capital de risque, recueillir des renseignements et obtenir des rendez-vous auprès de leurs investisseurs. Par ailleurs, certains fonds américains ont des unités internes à cette fin, conçues pour éviter les adjudications et favoriser le développement d’un « flux de transactions confidentielles » dans des régions stratégiques comme le Canada.

Toutefois, l’élément qui déclenche l’intérêt des fonds américains survient généralement lorsqu’une entreprise technologique canadienne obtient un financement de série A ou B, auquel cas elles « tombent automatiquement sous le radar des fonds américains ». En raison de l’importante présence américaine, les hauts dirigeants conviennent largement qu’il y a une abondance de capitaux pour les entreprises du secteur technologique avec un chiffre d’affaires annuel de 5 millions \$ et plus. Certains ont suggéré que la concurrence s’est tellement intensifiée ces dernières années que les fonds américains vont même jusqu’à envisager les entreprises technologiques canadiennes dont le chiffre d’affaires annuel ne dépasse pas 3 millions \$.

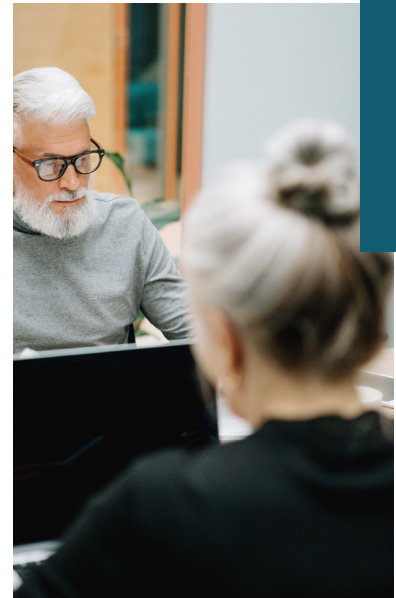
Le but ultime de ces grands fonds américains est de revendre une société de portefeuille à un autre bailleur de fonds américain (tel qu’un fonds de capital-investissement) ou à une entreprise Fortune 500 américaine, ou encore à la faire coter en bourse aux États-Unis. Même si ce comportement pourrait sonner l’alarme auprès des décideurs, les fournisseurs de capitaux canadiens semblent eux aussi ouverts à des offres de rachat attrayantes des États-Unis et d’autres pays étrangers.



À l'instar de la Caisse de dépôt et placement du Québec, qui a été l'un des rares fournisseurs de capitaux de palier 1 au Canada à maintenir une certaine constance, plusieurs grands fonds de pension canadiens ont commencé à accélérer les investissements en capital de croissance en Ontario (Caisse de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, le Régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario (OMERS)), alors que l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada (OIRPC) a réalisé de telles transactions à l'étranger en partenariat avec le géant américain du capital de risque Technology Crossover Ventures (TCV). L'emplacement ne semble pas faire problème pour les transactions de palier 1 plus importantes, ce dont témoignent de récentes annonces impliquant des entreprises de St. John's, Saskatoon et Calgary. Ceci est également un indicateur de l'appétit robuste des investisseurs à ce palier.

## 3.2 Palier 2 – Un large éventail d'investisseurs canadiens

**Le palier 2 est composé en grande partie de fournisseurs de capitaux canadiens qui privilégient des transactions de l'ordre de 10 millions \$, en raison de facteurs tels que la taille du fonds, l'appétit pour le risque et les aspects économiques de la transaction qui, selon certains, sont plus difficiles à mettre à l'échelle à ce niveau d'investissement inférieur. D'après un des principaux intervenants du marché, ce segment particulier a été « moussieux » (l'étape précédant une bulle spéculative) ces dernières années, ce qui lui confère plusieurs de ses caractéristiques uniques, dont la fréquence des adjudications (habituellement organisées par de grands cabinets comptables) et une hostilité grandissante entre intervenants sur le marché, y compris des accusations portées contre certains acteurs soutenus par l'État qui s'immiscent dans un segment de marché déjà bien servi et/ou qui ne respectent pas l'impératif de maximiser les bénéfices au profit d'autres objectifs et qui cassent les prix. Les intervenants sur le marché observent que la réduction des prix survient au chapitre des taux d'intérêt et des conditions (périodes de remboursement flexibles, frais imposés ou non pour remboursement précoce), ainsi que par le regroupement des placements avec d'autres produits, tels que la gestion du patrimoine des particuliers, les services d'opérations de change, les services de cartes et ainsi de suite.**



Les fournisseurs de capitaux de palier 2 ont tendance à critiquer en privé les diverses catégories de financement. Par exemple, certains observent que les fonds de redevances et autres fonds en titres de créance pourraient ne pas convenir à des entreprises qui cherchent à croître à leur taux maximum puisque des paiements réguliers et récurrents d'intérêts et de redevances peuvent freiner les réinvestissements dans les ventes et le développement de nouveaux produits. Certains intervenants canadiens, autant des responsables de fonds que des dirigeants d'entreprises, signalent l'incidence potentiellement troublante du financement américain, étant donné l'historique d'abandon rapide du marché canadien par les acteurs américains en cas de ralentissement et l'attrait de conserver le contrôle de ces entreprises au Canada, et ce, même si un nombre grandissant croit qu'un retrait subit de fonds en cas de ralentissement devient moins probable du fait que les fonds américains investissent dans des entreprises plus solidement établies et résilientes. D'autres dénoncent les bourses canadiennes comme donnant lieu à des « actions orphelines », sans suivi adéquat par des analystes, exclues des indices (et donc sans le coussin de sécurité offert par le suivi d'un investisseur institutionnel), peu négociées et tributaires de l'atteinte des objectifs de gains d'un trimestre à l'autre.

Par contraste, les fonds à injection constamment renouvelée de capitaux, comme les véhicules de placement des régimes de pension, ont tendance à vanter les mérites relatifs du capital ultra-patient comparativement aux fonds de capital de croissance qui ont généralement des durées de vie de 10 ans. D'autres encore ont tendance à privilégier les pratiques d'investisseurs privés (gestionnaires de grandes fortunes) à celles d'institutions publiques pour ce qui est de la facilité d'accès aux décideurs, de la vitesse d'exécution et des conditions favorables aux entreprises. Il n'est pas rare d'entendre de la part de fournisseurs de capitaux de ce palier qu'il y a suffisamment de capitaux pour répondre aux besoins des entreprises qui méritent d'être soutenues et que seules se plaignent celles qui d'emblée ne devraient pas faire l'objet d'un financement.

### 3.3 Palier 3 – Un écart d'approvisionnement qui subsiste


**Le palier 3, composé de fournisseurs de capitaux qui concluent des transactions de l'ordre de 2 à 5 millions \$, est le segment où les données indiquent le plus fortement que la demande en capital de croissance continue de prendre le pas sur l'offre disponible. Les observateurs font remarquer que cette rareté des capitaux est largement attribuable aux aspects économiques de ces transactions (des besoins en capitaux moindres combinés à de plus grands risques), ce qui pousse les fournisseurs de capitaux à conclure de plus grosses transactions, en particulier si ceux-ci ont eux-mêmes pris de l'expansion.**

En général, ce segment est dominé par des fournisseurs canadiens et est composé à peu d'exceptions près, la BDC étant une de celles-ci, d'entités qui gèrent de plus petites réserves de capitaux alors qu'à l'inverse, les fournisseurs de capitaux étrangers y sont largement absents. En raison de ce risque relatif, le coût du capital semble assez élevé à ce palier, s'élevant autour de 15 % pour un financement fondé sur les flux de trésorerie (de 10 à 14 % pour les dettes garanties, mais des taux allant jusqu'à 20 à 25, voire 30, pour cent pour les dettes non garanties). Les attentes des investisseurs qui financent les prêteurs et qui se fondent sur les flux de trésorerie ou les revenus par rapport au rendement (généralement de l'ordre de 8 pour cent) font grimper le coût d'emprunt pour les entreprises. Par ailleurs, les intervenants sur le marché non réglementé (placements privés) peuvent imposer des frais de diligence raisonnable à l'entreprise allant jusqu'à 40 000 \$. Ces questions du coût du capital peuvent causer un « choc » chez les entreprises emprunteuses qui ont l'habitude d'obtenir des taux d'intérêt à un chiffre, à la faveur d'un taux préférentiel qui atteint des creux historiques. Ces taux élevés, conjugués à un large éventail de tarifs dans l'ensemble, pourraient être les indicateurs d'un marché quelque peu inefficace et relativement sous-approvisionné.

Un intervenant sur le marché non réglementé a résumé la situation en entrevue par le commentaire suivant :

**“Il n’y a pas beaucoup d’entreprises ou de fonds qui alimentent en capitaux les entreprises trop petites pour attirer l’intérêt des grands fonds américains, avec une croissance trop faible pour séduire les investisseurs en capital de risque, et trop petites pour les fonds traditionnels de capital-investissement et les banques... Si vous avez des recettes inférieures à 5 millions \$ avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement et vous croissez à hauteur de 5 à 10 pour cent au-dessus de l’indice des prix à la consommation, il y a peu d’endroits où se tourner...”**

De la même façon, une autre entreprise plus petite du marché non réglementé rapportait recevoir de 5 à 10 appels non sollicités par mois d'entreprises cherchant un financement pour s'agrandir.



Une accusation assez courante d'intervenants sur le marché du palier 3 énonce que les grandes banques n'ont pas ajusté leurs pratiques suffisamment pour tenir compte des besoins des moyennes entreprises en expansion. Dans les faits, toutefois, les grandes institutions financières ont un nombre incomparable et varié de points de contact avec les entreprises de taille moyenne de ce palier, notamment :

- ☑ Roynat (Banque de Nouvelle-Écosse) – longtemps considéré comme la principale source de financement pour les moyennes entreprises;
- ☑ Services financiers Innovation CIBC;
- ☑ Banque de Montréal (BMO) Technologie et Innovation;
- ☑ Les banques qui ont appuyé le Canadian Business Growth Fund (CBGF);
- ☑ Des partenariats avec des fournisseurs de capitaux d'emprunt existants (Banque Royale du Canada (RBC) et Espresso Capital).

En outre, de nombreux fonds de capital-investissement et de capital de croissance s'appuient sur des relations de longue date avec le milieu bancaire, notamment des banques comme commanditaires (c'est-à-dire, à titre d'investisseurs dans des fonds), et incluent ces banques dans des financements hybrides (actions et emprunts); p. ex., le financement récemment annoncé de Verafin qui impliquait Information Venture Partners (RBC à titre de commanditaire) et la banque Wells Fargo (parmi les banques américaines actives dans le marché intermédiaire, on compte la Silicon Valley Bank, JP Morgan et Comerica). De plus, Roynat a investi à titre de commanditaire (un engagement de 5 millions \$) dans le fonds de fonds de capital de risque (Kensington Capital Partners) d'où elle tire un droit de co-investissement qu'elle a exercé en participant à une transaction d'expansion de 8 millions \$ avec Kensington Capital Partners.

Les transactions hybrides d'actions et d'emprunts et le crédit mezzanine sont typiques des transactions d'expansion dans ce segment. À cet égard, de nombreux intervenants sur le marché soulignent la prolifération des financements par actions dont ils prétendent qu'ils sont maquillés en financements par emprunt. De plus, le financement impliquant plusieurs types d'emprunts, appelé unitranche (une combinaison de créances subordonnées, de dettes garanties et de droits de gage de deuxième rang), est plus rare mais pas complètement inhabituel, ce qui indique que les participants sont souvent prêts à participer à divers niveaux de risque. Par exemple, Vistara Capital Partners a fait état d'une transaction où Services financiers Innovation CIBC occupait par rapport à sa propre position une place prioritaire dans la structure des capitaux d'emprunt de l'entreprise; pourtant, un autre fonds non géré par une banque rapportait (avec un peu d'étonnement) une transaction dans laquelle Services financiers Innovation CIBC acceptait une position subordonnée, donc à plus haut risque.

Enfin, un nombre très limité de plus petits fonds du secteur privé ont exprimé des inquiétudes quant aux activités de la BDC dans ce segment du marché intermédiaire. D'après eux, la BDC a récemment été poussée dans ce segment où il y a déjà d'autres acteurs qui sont alors exposés au risque d'être évincés (étant donné qu'ils ont un coût du capital plus élevé et n'ont pas un flux de transactions appuyé par un réseau de succursales établi). Fait révélateur, les banques de l'annexe I ne partageaient pas ces opinions fortement négatives au sujet de la BDC.



## 4.0 Perceptions des marchés canadiens du financement du capital de croissance et du financement alternatif du risque

Le texte qui suit examine les perceptions communes et divergentes concernant les marchés canadiens du financement du capital de croissance et du financement alternatif du risque. Un instantané des éléments qui composent l'approvisionnement en capital au Canada est présenté à l'annexe 4.

### 4.1 Perceptions générales

La plupart des fournisseurs de capitaux étaient d'avis que la demande en capital parmi les entreprises est une variable élastique au point d'être quasi infinie et qu'on n'a pas à y prêter attention. Comme l'affirmait un répondant avec ironie : « Montrez-moi un entrepreneur qui ne veut pas plus d'argent ». Cette perspective est à l'origine de diverses activités du marché, y compris la sensibilisation auprès des dirigeants d'entreprises. Dit autrement, une opinion courante veut qu'une sensibilisation accrue à la disponibilité du capital génère d'elle-même une demande grandissante (une mentalité du genre « Construisez et ils viendront »). Cette attitude favorise également l'optimisme derrière la prochaine ronde de collecte de fonds de la part des gestionnaires de capital de croissance eux-mêmes.

Une deuxième hypothèse répandue parmi les fournisseurs de capitaux affirme que les dirigeants d'entreprises veulent maintenir le contrôle sur leur entreprise et sont attirés vers des investissements en capital de croissance avec participation minoritaire, ainsi que par le financement par emprunt fondé sur le flux de trésorerie ou les revenus, dans la mesure où les finances de l'entreprise le permettent. Cette croyance est fondée sur l'opinion que les entrepreneurs sont souvent des personnes qui accordent une grande importance au fait de garder la maîtrise de leur vie professionnelle en possédant leur propre entreprise. Les hauts dirigeants ont largement confirmé cette perception parce qu'ils tentent souvent de gagner du temps en cédant le contrôle de leurs actions pour maximiser le potentiel de croissance de l'entreprise, tenir compte des transitions de la vie (p. ex., la retraite ou la planification de la transition) ou réagir à des événements défavorables affectant l'entreprise (p. ex., convertir un emprunt en participation minoritaire en cas de ralentissement économique alors que le remboursement de la dette peut devenir plus onéreux).

Une troisième perception courante autant chez les fournisseurs de capitaux que chez les entreprises est l'opinion que certains secteurs industriels sont hautement favorisés de nos jours, notamment les entreprises technologiques qui atteignent des chiffres d'affaires de 5 millions \$ annuellement, alors que d'autres sont moins attirants pour les investisseurs et éprouvent des difficultés à trouver du capital de croissance. Des exemples de ce dernier cas de figure comprennent notamment les ressources naturelles, dont le pétrole et le gaz, l'exploitation minière en roche dure et la foresterie, malgré quelques indicateurs apparemment positifs selon lesquels les perspectives de croissance sont au-dessus de la moyenne.



**La présence d'investisseurs américains est également le sempiternel éléphant dans la pièce, ce qui forge les opinions sur le marché du financement de la croissance au Canada, même si ce fait n'est pas toujours directement reconnu. Les États-Unis représentent un point de désaccord parmi les intervenants du secteur sur de nombreuses questions clés :**

- ☑ La relative difficulté de lever des capitaux au Canada comparativement aux États-Unis;
- ☑ La croyance que les entreprises canadiennes obtiennent des évaluations supérieures si elles ont des ventes et des bureaux aux États-Unis;
- ☑ La perception que les fonds américains pourraient évaluer les entreprises canadiennes plus favorablement que les fonds canadiens, ce qui est attribuable à leur taille généralement plus grande (puisque la taille du fonds a tendance à déterminer la taille de l'investissement), à leur vaste expertise du domaine (ce qui entraîne une tarification mieux éclairée) et, surtout, à leur expérience acquise dans le soutien d'entreprises milliardaires à forte croissance au sein de leurs portefeuilles américains actuels;
- ☑ L'avantage pour le marché canadien de profiter de la participation de nombreux fonds spécialisés américains de grande qualité (p. ex., dans le secteur des télécommunications et des ressources naturelles des Premières Nations) avec une expertise approfondie du domaine.

## 4.2 L'incidence des investisseurs américains

**Même si l'écosystème canadien s'est perfectionné au cours de la dernière décennie, il y a toujours désaccord à savoir si le marché intérieur est en mesure de favoriser l'expansion des moyennes entreprises à forte croissance et si la présence d'institutions américaines aux derniers stades du financement représente un avantage net pour l'économie canadienne. L'absence de consensus divise autant les fournisseurs de capitaux que les dirigeants d'entreprises. Certains soulignent que dans le monde d'aujourd'hui axé sur la technologie, le Canada risque de perdre ses futurs champions à haut potentiel, créateurs d'emplois et axés sur les exportations. Certains investisseurs font remarquer qu'un éventuel ralentissement économique pourrait faire en sorte que les fonds américains favorisent leurs investissements intérieurs sur les investissements étrangers, comme cela a été le cas dans le passé. D'autres observent la tendance actuelle des fonds américains d'investir dans des entreprises plus établies et résilientes comme une protection contre un retrait soudain de ce financement.**

Par ailleurs, les fonds américains observent que la relative rareté du capital de croissance au Canada, comparativement aux États-Unis, a eu quelques effets positifs, contraignant par exemple les entreprises canadiennes à adopter une approche plus disciplinée en matière de budgets. En général, les entreprises canadiennes sont perçues comme ayant des ambitions plus modestes en matière de capitalisation que leurs homologues américaines et lorsqu'elles obtiennent du capital, elles sont plus susceptibles de respecter leur budget. Un haut dirigeant d'entreprise technologique abondait dans le même sens, soulignant que les entreprises canadiennes, en particulier celles dans des régions plus éloignées, ont tendance à être plus conservatrices en matière de dépenses en raison d'un marché du financement relativement incertain au Canada. « Si vous videz la caisse à Silicon Valley, vous n'avez qu'à frapper chez le voisin pour obtenir plus d'argent – ce qui n'est pas le cas ici dans une ville plus petite des Prairies », a-t-il déclaré. De la même façon, un responsable de fonds américain notait que les entrepreneurs canadiens privilégient le financement non dilutif en raison d'une relative absence de méthodes de financement alternatif au pays.

Cela étant dit, les observateurs soulignent que les bailleurs de fonds canadiens ont commencé à reproduire le « cercle vertueux », phénomène qui aux États-Unis se caractérise par une interaction entre la réussite institutionnelle, les réseaux internationaux et l'expertise sectorielle qui se renforcent les uns les autres. L'exemple souvent cité d'un investisseur canadien au sommet de sa catégorie est celui de Georgian Partners. En outre, dans la foulée de l'évolution des fonds américains, les fonds spécialisés ont commencé à émerger au Canada, notamment Make Space Capital Partners, qui a été fondé à l'été 2019 et investit dans des actifs d'entreposage.

Devant cette absence claire de consensus quant à savoir si la présence de grands investisseurs américains est un avantage net pour l'économie canadienne, d'autres recherches pour examiner les dossiers d'entreprises après un investissement consenti par divers fournisseurs de capitaux, portant sur des indicateurs clés tels que la création d'emplois directs et indirects, la création de propriété intellectuelle et le rendement en matière d'exportations, pourraient être menées afin d'approfondir l'incidence réelle de l'investissement américain au Canada.



## 4.3 Le caractère régional de l'investissement

**Il y a une perception de plus en plus répandue parmi les fournisseurs de capitaux du palier 1, et certains du palier 2, que les marchés canadien et américain fonctionnent en réalité comme un seul marché nord-américain. De ce point de vue, les estimations sur la taille de ce marché financier disponible varient de « centaines de bailleurs de fonds en Amérique du Nord en mesure de faire des chèques de 10 à 75 millions \$ » à entre 600 et 800 de tels fonds mobilisant jusqu'à 1,5 billion \$ en titres négociables. L'argument en faveur d'un unique marché nord-américain n'est pas sans précédent puisque les moyennes entreprises canadiennes axées sur la croissance se tournent depuis des décennies vers les États-Unis pour obtenir du capital de croissance, alors que les fonds canadiens déploient de plus en plus de capitaux et de personnel aux États-Unis. Par exemple, un fonds de capital de croissance canadien possède deux tiers de ses investissements au Canada et un tiers aux États-Unis, un rapport qu'il entend maintenir pour un nouveau fonds dont les souscriptions viennent d'être clôturées.**

En comparaison, toutefois, les dirigeants d'entreprises des paliers 2 et 3 sont moins réceptifs à l'idée d'un unique marché nord-américain puisqu'ils font surtout affaire avec des fournisseurs de capitaux canadiens. Ils soulignent également les difficultés et les coûts des opérations transfrontières, entre autres le risque de change et les arrangements bancaires qui doivent être conclus dans les deux pays même si on fait affaire avec une banque de l'annexe I qui exploite ses activités dans les deux pays, par exemple BMO et sa filiale américaine du Mid-West, Harris Bank.

Il y a consensus parmi tous les intervenants que l'approvisionnement en capital de croissance au Canada s'est considérablement amélioré ces dernières années. Les fonds de capital de croissance canadiens ne sont pas perçus comme éprouvant des difficultés à amasser de nouveaux capitaux, alors que de nouveaux intervenants ont émergé, tels que les gestionnaires de grandes fortunes, qui recrutent des talents provenant des fonds de capital de risque et de capital-investissement. Certains répondants étaient d'avis que la pléthore d'intervenants et d'offres sur le marché milite en faveur d'une sensibilisation accrue des entrepreneurs quant à la pertinence de ces offres.

Cet accroissement perçu de l'approvisionnement en capital de croissance est particulièrement évident dans les grands centres urbains de Toronto, Vancouver et Montréal. Plusieurs répondants ont observé que les régions éloignées pourraient être défavorisées à plusieurs égards : les écosystèmes locaux ne sont peut-être pas suffisamment robustes pour soutenir des entreprises à forte croissance, sans compter la rareté du personnel financier requis et le roulement du personnel régulier, en plus des coûts en argent et en temps pour se rendre dans ces régions et en revenir.

Il y a un consensus que le marché québécois est particulièrement bien servi. Ceci est attribuable à l'abondance d'entités gouvernementales et quasi gouvernementales actives dans la province, avec à leur tête la Caisse de dépôt et placement du Québec et Investissement Québec, auxquels s'ajoutent le Fonds de solidarité, Desjardins Capital, Fondation CSN, la Banque nationale du Canada et la Banque de développement du Canada (dont certains répondants prétendent qu'elle pèse le double de son poids par rapport à l'économie de la province). Les observateurs relèvent le mandat de la Caisse de dépôt et placement du Québec comme étant essentiel ici, ainsi que les incitatifs fiscaux de la province visant les autres principaux intervenants (fonds grand public). Il a été noté que les fournisseurs de capitaux doivent être prêts à accepter des marges plus minces (de 2 à 4 pour cent inférieures) pour faire affaire au Québec en raison du marché hautement concurrentiel. Ces marges plus faibles, conjuguées aux restrictions à l'investissement imposées par les sources de financement gouvernementales et habituellement liées à la condition de maintenir une présence dans la province, ont amené certains fournisseurs de capitaux privés à alléger leur exposition au marché québécois.



## 4.4 Perceptions des dirigeants d'entreprises

**Les dirigeants d'entreprises s'efforcent généralement d'équilibrer de multiples considérations organisationnelles, environnementales et personnelles en prenant des décisions d'affaires, y compris lorsqu'ils sollicitent des capitaux. Le poids rattaché à ces considérations peut varier d'un cadre à l'autre et celles-ci comprennent notamment :**

- Les mérites et les coûts relatifs d'un emprunt non dilutif comparativement aux actions et le potentiel et les risques de divers instruments hybrides qui sont arrivés sur le marché ces dernières années;
- Le coût du capital, à la fois les coûts initiaux (diligence raisonnable / frais de montage / frais de listage / frais de placement) et les frais courants;
- Les échéances de divers types de capitaux, p. ex., si le cadre cherche à entretenir une relation à long terme à valeur ajoutée, qui va de pair avec une injection de capital-investissement, ou amorcer une transaction d'emprunt généralement à plus court terme;
- La capacité de bailleurs de fonds d'attirer du capital dans le cadre d'un engagement renouvelé (« si Sequoia a investi antérieurement, mais passe son tour à la prochaine ronde de financement, vous êtes cuits »);
- La préférence accordée au déploiement d'une injection de capitaux externes pour favoriser la croissance plutôt que de se plier aux contraintes imposées par les calendriers de remboursement des intérêts et des redevances – un certain nombre de prêteurs ont réagi à ces préoccupations en offrant des modalités de remboursement souples, notamment en rattachant les paiements au flux de trésorerie (les remboursements étant ainsi appelés à varier selon les hausses et les baisses de la trésorerie), en s'abstenant de pénaliser les paiements anticipés et en permettant le paiement d'un ballon à l'échéance du prêt;
- L'extraction de liquidités des détenteurs d'actions existants – un financement externe de sources privées ou publiques utilisé comme méthode pour racheter les actionnaires existants, qu'ils soient internes (hauts dirigeants, fondateurs) ou externes (capital de risque, fonds de capital-investissement).



## 5.0 Conclusions

**Les moyennes entreprises ambitieuses ont besoin d'un accès à des sources de capital de croissance abordables pour faire les investissements qui s'imposent et devenir des chefs de file concurrentiels à l'internationale. Même si les décideurs canadiens ont acquis une compréhension robuste des difficultés liées au financement auxquelles les entreprises axées sur la croissance font face aux stades précoces de leur développement, la manière dont les marchés des capitaux de croissance fonctionnent pour financer les moyennes entreprises à forte croissance est moins bien comprise. Après une décennie de croissance considérable dans le secteur, les dirigeants d'entreprises et fournisseurs de capitaux ont remarqué certaines tendances émergentes qui doivent être portées à l'attention des décideurs, notamment :**

- ☑ L'émergence d'une structure de marché financier à trois paliers relativement poreuse au Canada pour répondre aux besoins uniques des moyennes entreprises canadiennes axées sur la croissance, composée de sources de capitaux étrangères et intérieures où le palier 1 est dominé par les fournisseurs étrangers, lesquels sont moins présents au palier 2 et sensiblement absents au palier 3.
- ☑ Les entreprises en région rurale sont aux prises avec plusieurs obstacles, allant de l'éloignement à l'absence de personnel financier spécialisé, en passant par une dépendance sur le secteur des ressources naturelles.
- ☑ Certains secteurs sont dans le vent et attirent des capitaux comme des aimants, alors que d'autres, foncièrement passés de mode, rebutent aux capitaux. La technologie, dans un sens large, est un aimant à capitaux, comme cela a été le cas avec le cannabis. Pour le pétrole et le gaz, la foresterie et l'exploitation minière en roche dure, c'est l'inverse.
- ☑ L'absence de consensus sur l'incidence des capitaux américains sur le marché divise les bailleurs de fonds et les dirigeants d'entreprises. Certains caractérisent la tendance actuelle des fonds américains d'investir dans des entreprises plus établies et résilientes comme une protection contre un retrait soudain de ce financement. D'autres soulignent que dans le monde d'aujourd'hui axé sur la technologie, le Canada risque de perdre ses futurs champions à haut potentiel, créateurs d'emplois et axés sur les exportations.
- ☑ Il est impossible de trancher si la présence d'importants investisseurs américains représente un avantage net pour l'économie canadienne. La résolution de cette controverse exigerait sans doute un examen du dossier après investissement auprès d'entreprises qui ont bénéficié d'injections de capitaux étrangers et canadiens, en examinant la création d'emplois directs et indirects, la création de propriété intellectuelle et le rendement en matière d'exportations.
- ☑ Les marchés financiers publics compensent partiellement l'absence de fournisseurs de capitaux étrangers aux paliers 2 et 3. Dans la même veine, les investisseurs particuliers peuvent participer au financement des entreprises des paliers 2 et 3 au moyen de placements privés ou de crédits d'impôt pour capital de risque de travailleurs (surtout au Québec) et se prévalent de cette option.
- ☑ Les réseaux de « succursales » à l'échelle du pays ou de la province tels que déployés par les grandes banques, la BDC, le CBGF, les Fonds régionaux de solidarité FTQ et le Mouvement des caisses Desjardins, semblent avoir leur importance pour les activités de financement des entreprises de paliers 2 et 3, surtout celles qui sont non technologiques.
- ☑ Un nombre très limité de plus petits fonds du secteur privé ont exprimé des préoccupations quant aux activités de la BDC parmi les fournisseurs de capitaux de palier 3. En effet, dans un contexte où la BDC accroît ses activités pour répondre aux besoins de financement dans ce segment, ces fonds risquent d'être évincés.
- ☑ Certains investisseurs font remarquer qu'un éventuel ralentissement économique pourrait pousser les fonds américains à favoriser leurs investissements intérieurs sur les investissements étrangers, comme cela a été le cas dans le passé. Ceci, en retour, pourrait entraîner un resserrement du financement puisque les fonds canadiens n'ont généralement pas la souplesse financière pour combler ces lacunes dans un contexte où de nombreuses entreprises du secteur technologique connaissent des taux élevés d'écoulement du capital.



# Annexe 1 : *Personnes interrogées*

- + Alex Baluta – Flow Capital
- + Mark Borkowski – Mercantile Mergers & Acquisitions
- + Bryan Brulotte – MaxSys Staffing & Consulting
- + Richard Carleton – Canadian Securities Exchange
- + Peter Carrescia – Wave
- + Nishita Cummings – Kayne Anderson Capital Advisors
- + Brian Dawson – Rx Drug Mart
- + Michael Denny – Temperance Capital
- + Joe Galli – PENTOR Finance
- + Randy Garg – Vistara Capital Partners
- + Lauren Harris, Ian Carew – Northleaf Capital Partners
- + Tal Hayek – AcuityAds
- + Alkarim Jivraj – Espresso Capital
- + Alma Johns – Bench Capital Advisory
- + Brendan King – Vendasta
- + Hans Knapp – Yaletown Partners
- + Brian Koscak – Pinnacle Wealth Brokers
- + Marcus Kurschat – Clear Sky Capital
- + Richard Lam – Caisse de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario
- + Barrie Laver – RBC Capital Partners
- + Dani Lipkin – Toronto Stock Exchange / TSX Venture Exchange
- + Mark McQueen – Services financiers Innovation CIBC
- + Steve Meehan – Glen Road Capital Partners
- + Kristi Miller – First West Capital
- + Jim Orlando – Wittington Investments (gestionnaire de la fortune Weston)
- + Tom Park, Karen Kastner, Charles L'Espérance – Banque de développement du Canada
- + Cato Pastoll – Lending Loop
- + Hossein Rahnama, Sheldon Levy – Flybits
- + George Rossolatos – Canadian Business Growth Fund
- + Adrian Schauer – AlayaCare
- + Dirk Schlimm – Geotab
- + Matt Tedford, Mark Brodtkin, David Rozin – Roynat
- + Paul Vallée – Pythian/Tehama
- + Mike Walkinshaw – TIMIA Capital

# Annexe 2 : Aperçu des fournisseurs de capitaux des paliers 1 à 3

## Palier 1

---

Environ 70 fournisseurs de capitaux : 30–40 étrangers, principalement des fonds et banques américains

- Voir l'annexe 3

3–5 fonds de placement de régimes de pensions canadiens

- Caisse de dépôt, à laquelle se joignent maintenant l'OTPP et l'OMERS

5–7 institutions financières canadiennes (banques de l'annexe I, Mouvement des caisses Desjardins)

- CIBC, BMO, RBC, Banque de Nouvelle-Écosse, Capital Manuvie sont les plus fréquemment mentionnés; TD l'est moins

8–10 fonds canadiens

- Bridging Finance, Alaris Royalty, Crown Capital Partners, Fengate, Georgian Partners, Greypoint Capital, Inovia Capital, MidStar Capital, ONCAP

## Palier 2

---

Environ 40 fournisseurs de capitaux, principalement canadiens

2–3 sociétés d'État : BDC, Investissement Québec

5–8 banques, coopératives d'épargne et de crédit et assureurs étrangers et canadiens

- On y trouve HSBC, Sun Life, Financière Manuvie, Silicon Valley Bank, Comerica
- Les banques canadiennes peuvent avoir plus d'un service à l'œuvre dans ce secteur – BMO Services bancaires aux grandes entreprises aurait 600 millions \$ de capitaux engagés, alors que BMO Technologie et Innovation a été lancé en avril 2019; ou Souscriptions privées Banque Scotia et Roynat.

---

Canadian Business Growth Fund

Marchés boursiers : TSX Venture Exchange (TSX-V) et Canadian Securities Exchange (CSE)

Fonds grand public

- Fonds de solidarité FTQ
- Fondation CSN

---

20–25 fonds indépendants/courtiers sur le marché non réglementé

- Bond Capital • Bridging Finance • Champlain Financial • Crown Capital Partners • FirePower Capital • Fraser Mackenzie Merchant Capital • FrontFundr • GreenSoil Building Innovation Fund • Greypoint Capital • IBK Capital Corporation • Invico Capital • MidStar Capital • Persistence Capital Partners • PFM Capital • PowerOne Capital Markets • Quantius • RC Morris Capital Management • SeaFort Capital • Third Eye Capitalm • VERTU Capital • Walter Capital Partners

---

Gestionnaires de grandes fortunes (nombre inconnu – très probablement plus que ceux énumérés ci-dessous :

- Wittington Investments • Werklund Growth Fund

# Palier 3

---

Environ 30 fournisseurs de capitaux, presque exclusivement canadiens

Deux fonds de capital-investissement

- *Lynx Capital, plus un autre selon des sources*

Deux marchés boursiers :  
TSX-V, CSE

Coopératives d'épargne et de crédit

- *Vancity*
- *First West Capital*

Sociétés d'État

- *BDC*
- 

## 6–8 fonds indépendants

- *Bond Capital* • *Espresso Capital* • *FirePower Capital* • *Fraser Mackenzie Merchant Capital* • *Fonds de croissance autochtone (lancé à l'été 2019)* • *Quantius* • *TIMIA Capital*
- 

## 10–12 courtiers sur le marché non réglementé

- *Flow Capital* • *FrontFundr* • *Glen Road Capital Partners* • *IBK Capital Corporation* • *Invico Capital* • *Make Space Capital Partners* • *Pinnacle Wealth Brokers* • *Raintree Financial Solutions* • *Trez Capital* • *TriView Capital* • *WhiteHaven Securities*
- 

## Gestionnaires de grandes fortunes (probablement plus à ce palier également) :

- *Clear North Capital* • *McCain Capital Partners* • *Hyatt Bangia* • *TGC Financial Group* • *Palomino Capital*



## Annexe 3 : Fonds de croissance américains qui font des affaires au Canada

La liste qui suit a été fournie par un haut dirigeant d'une entreprise technologique qui a été achetée en fin de compte par un investisseur stratégique américain :

- + Accel
- + Acquiline Capital Partners
- + Adams Street Partners
- + Apax Partners
- + Bain Capital
- + Bregal Sagemount
- + CapitalG
- + Centerview Capital
- + Cove Hill Partners
- + FTV Capital
- + General Atlantic
- + Geodesic Capital
- + Goldman Sachs Asset Management
- + Great Hill Partners
- + HGGC
- + Insight Partners
- + IVP
- + KKR
- + Long Ridge Equity Partners
- + Meritech Capital Partners
- + Napier Park Global Capital
- + Providence Equity
- + Sageview Capital
- + Summit Partners
- + TA Associates
- + TPG Capital
- + Warburg Pincus
- + Wellington Management

**En outre, les recherches révèlent un certain nombre d'autres fonds étrangers (principalement américains) qui ont investi dans des moyennes entreprises canadiennes, notamment :**

- + Amex Ventures
- + Banco Santander
- + Blumberg Capital
- + Comporium Inc.
- + Fidelity Investments
- + Indigena Capital
- + JMI Equity
- + Kayne Anderson Capital Advisors
- + L Catterton
- + Mill Point Capital
- + Technology Crossover Ventures
- + Thoma Bravo

## Annexe 4 : Instantané des éléments qui composent l’approvisionnement en capital au Canada

→ Le Canadian Business Growth Fund (CBGF) dispose de 545 millions \$ de capitaux engagés. Il a également une cible d’amasser 455 millions \$ de plus dans un délai non précisé. À sa pleine maturité, à hauteur de 1 milliard \$, il devrait être avoir des placements dans environ 100 entreprises. Le CBGF a effectué des investissements de 88,5 millions \$ jusqu’à maintenant dans huit entreprises et investira à raison d’environ 10 entreprises par année. Le CBGF a affirmé qu’il avait déjà examiné 300 « transactions admissibles ». Sur la base de cet échantillon considérable, le CBGF a l’intention d’établir une banque de données robuste des moyennes entreprises canadiennes axées sur la croissance.

---

→ Le portefeuille Capital de croissance et de transfert de la BDC a atteint 1,1 milliard \$ et s’est accru de 400 millions \$ au cours des cinq dernières années. Il comprend 650 clients. Une part importante de cette clientèle est constituée de clients fidèles.

---

→ Services financiers Innovation CIBC engagera 900 millions \$ dans le secteur au cours des 18 prochains mois. Il a conclu 75 financements au cours des 50 dernières semaines, mais cela comprend des entreprises américaines. Il a un spectre de placement préférentiel exceptionnellement large quant à la taille, mais a eu tendance à investir par lots de 10 millions \$.

---

→ Flow Capital dispose de 80 millions \$ en capitaux sous gestion et a effectué 45 placements sur cinq ans, dont 50 pour cent aux États-Unis.

---

→ Georgian Partners lance un fond de 1 milliard \$ (Georgian Partners Growth Fund V), alors qu’Inovia Capital a amassé un fonds de 400 millions \$ et Vistara Capital Partners 150 millions \$. Le dernier fonds de Yaletown Partners a réuni 130 millions \$, dont 30 pour cent ont été appelés à ce jour; le fonds prévoit commencer un nouveau fonds de capital de croissance bientôt.

---

→ Les démarcations entre diverses catégories d’actifs privés deviennent floues, dans un contexte où les valeurs nominales de transactions en capital de risque à l’étape plus avancée (série C, série D et au-delà) éclipsent parfois celles de transactions en capital de croissance. De la même façon, comme mentionné précédemment, les fonds de capital de risque semblent s’immiscer de plus en plus dans le segment du capital de croissance. Par exemple, McRock Capital a récemment annoncé une première clôture sur son nouveau fonds de 80 millions \$, dont McRock affirmait qu’il ciblerait des entreprises avec des revenus annuels de 5 millions \$US.

→ TIMIA Capital possède des prêts à recevoir de plus de 21 millions \$. Il a effectué 25 – 30 transactions au cours des quatre dernières années.

---

→ First West Capital (soutenu par une coopérative de crédit de la Colombie-Britannique) dispose de 300 millions \$, dont 190 millions \$ en titres négociables.

---

→ Wittington Investments dispose de 100 millions \$ et effectuera des investissements de 10 millions \$ par transaction. Un gestionnaire a récemment été débauché d'OMERS et commencera à investir sous peu.

---

→ Bridging Finance dispose de 1 milliard \$ en placements dans un large éventail de secteurs, mais pas en technologie.

---

→ Lynx Capital possède un portefeuille de 30 entreprises au Canada, 13 aux États-Unis et quatre au Royaume-Uni. Il n'achète que des entreprises dont les gains sont inférieurs à 2 millions \$ avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement; ne s'intéresse pas aux entreprises à plus forte croissance; et n'accepte qu'une participation majoritaire. Ce faisant, il évite l'adjudication concurrentielle. Il vise un rendement des capitaux propres de 25 pour cent et prétend que le rendement du capital-investissement est en baisse (en raison des adjudications) et croit maintenant que le quartile supérieur des rendements du capital-investissement n'atteint que 15 pour cent. Le portefeuille Capital de croissance et de transfert de la BDC a avancé un crédit mezzanine de 6 millions \$ à Lynx en 2019 en vue de l'acquisition d'Alpine Shredders. Lynx a pris le contrôle de Temperance Capital, lequel en retour se consacrera à temps plein sur l'obtention de capitaux (au moyen du marché non réglementé) pour le compte de Lynx. Un autre fonds plus petit (avec quatre sociétés de portefeuille) occupe ce segment au Canada et un aux États-Unis.

---

→ Crown Capital Partners fournit des capitaux à un groupe diversifié d'entreprises moyennes prospères à la recherche de solutions de rechange aux banques et fonds de capital-investissement. Il possède des actifs de 276,5 millions \$ et a conclu 46 transactions depuis 2002.

## Annexe 5 : À propos de Richard Remillard



Richard Remillard possède une expertise chevronnée sans pareille en services financiers dans les secteurs privé, public et associatif.

De 2003 à 2014, il a été directeur exécutif de l'Association canadienne du capital de risque et d'investissement. Il a également agi à titre de vice-président de l'Association des banquiers canadiens, d'adjoint spécial au ministre fédéral des Finances, de directeur des affaires publiques pour la Banque de Montréal, d'administrateur de MRS Trust (une filiale de Mackenzie Financial Corporation) et de chargé de cours à l'Université Concordia.

Richard détient un diplôme de l'Université McGill et de la London School of Economics and Political Science, et a terminé le cours de l'Institut canadien des valeurs mobilières.