



Gouvernement  
du Canada

Government  
of Canada

**Examen de la littérature et analyse de l'activité ayant trait  
aux investisseurs individuels au Canada :  
Programme de recherche sur  
les investisseurs providentiels**



**Préparé pour Industrie Canada par  
A. Ellen Farrell  
Mars 2000**

Document de recherche préparé pour la Direction générale de la politique de la petite entreprise dans le cadre du Programme de recherche sur le financement des petites et moyennes entreprises (PME)

**Canada**

Pour obtenir une version imprimée de cette publication, s'adresser aux :

Éditions et Services de dépôt  
Travaux publics et Services gouvernementaux Canada  
Ottawa (Ontario) K1A 0S5

Tél. : (sans frais) : 1 800 635-7943 (au Canada et aux États-Unis)  
Tél. : (appels locaux) : (613) 941-5995  
ATS : 1 800 465-7735  
Télec. : (sans frais) : 1 800 565-7757 (au Canada et aux États-Unis)  
Télec. : (envois locaux) : (613) 954-5779  
Courriel : [publications@tpsgc.gc.ca](mailto:publications@tpsgc.gc.ca)

On peut obtenir cette publication sur supports accessibles, sur demande. Communiquer avec la :

Section du multimédia et de l'édition  
Direction générale des communications et du marketing  
Industrie Canada  
Bureau 264D, tour Ouest  
235, rue Queen  
Ottawa (Ontario) K1A 0H5

Tél. : (613) 948-1554  
Télec. : (613) 947-7155  
Courriel : [production.multimedia@ic.gc.ca](mailto:production.multimedia@ic.gc.ca)

Cette publication est également offerte par voie électronique en version HTML  
[www.strategis.ic.gc.ca/epic/internet/insme\\_fdi-prf\\_pme.nsf/fr/01378f.html](http://www.strategis.ic.gc.ca/epic/internet/insme_fdi-prf_pme.nsf/fr/01378f.html)

#### **Autorisation de reproduction**

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 d'Industrie Canada, pourvu qu'une diligence raisonnable soit exercée afin d'assurer l'exactitude de l'information reproduite, qu'Industrie Canada 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 Industrie Canada ou avec son consentement.

Pour obtenir l'autorisation de reproduire l'information contenue dans cette publication à des fins commerciales, faire parvenir un courriel à [copyright.droitdauteur@tpsgc.gc.ca](mailto:copyright.droitdauteur@tpsgc.gc.ca).

N.B. Dans cette publication, la forme masculine désigne tant les femmes que les hommes.

N° de catalogue Iu188-26/2006F-PDF  
ISBN 0-662-43188-X  
53227F

Also available in English under the title *A Literature Review and Industry Analysis of Informal Investment in Canada: A Research Agenda On Angels*.

## **RÉSUMÉ<sup>1</sup>**

Le modèle des cinq forces de la concurrence de Porter a été utilisé pour évaluer l'état de l'investissement providentiel. Ce modèle décrit les cinq forces concurrentielles qui s'exercent sur les intervenants dans une branche d'activité, ici, l'investissement providentiel. Voici, en résumé, les résultats.

### **Fournisseurs**

Les mesures prises par les gouvernements peuvent déterminer le nombre d'investisseurs providentiels capables de fournir du capital aux entrepreneurs et, de l'avis général, les gouvernements pourraient faire plus.

Des facteurs économiques de nature générale, comme les taux d'intérêt, déterminent largement l'attrait de l'investissement individuel.

Des données révèlent que l'investissement individuel est appréciable dans les zones plus pauvres du pays.

En périodes de crise sur les marchés financiers, l'investissement individuel semble se maintenir à un niveau élevé.

### **Concurrence**

Le souci de protection et de ne rien révéler qu'affichent les associations professionnelles donne à penser que les investisseurs providentiels ne sont pas assez nombreux pour répondre aux besoins des entrepreneurs locaux.

Les investisseurs providentiels disent ne pas trouver suffisamment de bons entrepreneurs (demande) à qui fournir tous les capitaux qu'ils ont à offrir. Investisseurs et entrepreneurs ne partagent pas le même avis sur le sujet.

Les investisseurs providentiels n'ont pas profité de la technologie de l'information pour se renseigner sur les activités d'autres investisseurs providentiels dans leur branche d'activité, ce qui laisse entendre qu'il existe encore des lacunes sur le plan de l'information. Comme les investisseurs providentiels ne sont pas au courant des activités, taux de rendement, critères d'investissement et occasions d'investir d'autres investisseurs comme eux, la concurrence entre investisseurs est minime.

### **Nouveaux entrants**

Il faut avoir d'importants capitaux (après impôt) à investir dans les activités d'entrepreneurs, mais les obstacles à l'entrée ne sont pas aussi grands que certaines études ne le laissent croire.

De l'avis de certains, l'acquisition de connaissances détaillées et spécialisées et la courbe d'apprentissage sont importantes, mais l'existence de nombreux investisseurs novices donne à penser que les investisseurs individuels ne croient pas devoir être très prudents.

Les réseaux de mise en relation sont d'importants moyens de rapprocher entrepreneurs et investisseurs individuels, mais la formule laisse encore à désirer.

---

<sup>1</sup> M<sup>me</sup> A. Ellen Farrell est professeur adjoint à la Frank Sobey Faculty of Commerce de l'Université Saint Mary's. Les investisseurs providentiels au Canada étaient le sujet de sa thèse de doctorat. Elle poursuit actuellement des études à la School of Finance and Management de l'Université de Nottingham. Elle souhaite remercier sincèrement le professeur Mike Wright, Carole Howorth, Harvey Johnstone et Cindy Joe de leurs commentaires utiles.

La difficulté qu'ont la plupart des investisseurs providentiels à retirer leur investissement ainsi que le mauvais rendement réalisé à la sortie sont deux des plus importants obstacles à surmonter pour les investisseurs.

L'existence et la multiplication apparente des investisseurs individuels en série et de portefeuille ainsi que des entrepreneurs-investisseurs est une source d'optimisme.

Il semble de plus en plus que les investisseurs providentiels soient souvent d'anciens entrepreneurs, ce qui inspire un plus grand optimisme, étant donné que la question retient de plus en plus l'intérêt des chercheurs.

### **Possibilité de substitution**

Famille et amis peuvent ne pas être des investisseurs de remplacement possibles parce que l'entrepreneur peut avoir déjà épuisé ces premières sources de financement ou parce qu'il peut être gênant pour l'entrepreneur à la recherche de capitaux de s'adresser à ces proches observateurs.

En revanche, les entrepreneurs sont souvent à la recherche de capital-risque, mais très peu d'entre eux répondent aux exigences considérables des investisseurs de capital-risque, en matière de croissance et de rendement.

De façon générale, l'emprunt n'est pas une bonne source de financement pouvant remplacer le capital d'amorçage et de démarrage parce que, le plus souvent, les entrepreneurs n'ont pas d'antécédents qui montrent leur capacité de rembourser l'emprunt ou n'ont pas les éléments d'actif nécessaires à offrir en garantie. Les programmes d'aide du gouvernement ont élargi les possibilités.

Les grandes ou faibles aptitudes qu'affichent les entrepreneurs peuvent déterminer les sources de financement qu'ils rechercheront et leur accès à des sources de capital de remplacement.

### **Pouvoir des clients**

Les entrepreneurs qui ont déjà attiré des investisseurs providentiels peuvent avoir accès à d'autres sources de financement, mais la séparation leur occasionnera probablement des coûts de substitution extrêmement élevés.

Les entrepreneurs bénéficiaires d'investissements sont très peu renseignés sur la situation d'autres entrepreneurs parce qu'ils n'entretiennent pas de rapports entre eux, et ils n'ont pas plus beaucoup de moyens de se renseigner sur les investisseurs providentiels (prix, coûts, produits).

Les entrepreneurs de premier ordre ont le choix de s'associer ou non avec des investisseurs providentiels, mais, comme ces investisseurs sont souvent la dernière source de financement possible pour de nombreux entrepreneurs, ceux qui acceptent les capitaux de ces investisseurs ont peu de pouvoir une fois l'affaire conclue.

Les entrepreneurs bénéficiaires d'investissements ont la possibilité d'exercer un grand pouvoir à l'égard de leur bailleur de fonds lorsqu'ils sont en mesure de négocier des conditions à leur propre avantage ou de neutraliser ou de refuser d'exécuter la stratégie de sortie qui serait avantageuse pour l'investisseur providentiel.

### **Recommandations visant la recherche à effectuer**

Accroître l'aide à l'étude de la recherche d'occasions d'investir. La recherche d'occasions d'investir représente la manière dont les investisseurs providentiels procèdent pour trouver des entrepreneurs. Cet aspect de la démarche de l'investisseur individuel est le moins bien compris. Les personnes-ressources et les réseaux de mise en relation des entrepreneurs et des investisseurs ne sont que deux dimensions d'une activité bien plus vaste qui reste peu connue.

**Élaborer et appuyer des projets d'étude en vue de mieux comprendre le processus de sortie.** La sortie est une étape cruciale du processus pour l'investisseur providentiel. Elle représente la probabilité et la possibilité de rentabilisation. Nous sommes encore loin de bien comprendre comment les investisseurs providentiels se retirent et s'ils se retirent, ainsi que les principaux moyens qu'ils adoptent pour se retirer et la nature de la relation entre l'entrepreneur et l'investisseur providentiel cinq à sept ans plus tard. L'amélioration des possibilités de sortie, du rendement retiré à la sortie et de la relation suivant la sortie incitera sans doute les investisseurs providentiels à investir de nouveau.

**Mieux comprendre les différences entre les investisseurs providentiels, surtout entre les investisseurs novices et les investisseurs habituels.** Les investisseurs providentiels novices sont ceux qui ont investi une fois et qui pourraient investir de nouveau. Les investisseurs individuels habituels sont ceux qui ont décidé d'investir de nouveau. Les caractéristiques des investissements laissent entendre que les deux groupes d'investisseurs sont très différents du point de vue de leurs attitudes, de leurs motivations et de leurs comportements. Les novices investissent collectivement de gros montants et la fourchette de leurs investissements est généralement plus grande. Les investisseurs providentiels habituels jouent un rôle important parce que leurs apports individuels de capitaux peuvent être considérables à la longue. Les études dans le domaine révèlent aussi l'existence, dans cette catégorie, d'entrepreneurs-investisseurs providentiels qui connaissent un très grand succès.

**Étudier l'investissement individuel sous l'angle d'autres disciplines dans le cadre desquelles des aspects comme l'esprit d'entreprise ont fait l'objet de travaux de recherche plus poussés.** Un très grand nombre d'investisseurs providentiels sont d'anciens entrepreneurs et cette caractéristique est un élément essentiel à la compréhension des investisseurs providentiels. La recherche sous l'angle d'autres disciplines, comme les finances, la psychologie et l'économie, contribuera à une meilleure compréhension de l'investissement individuel.

**Axer la recherche sur les répercussions sur l'impôt des gains réalisés lors de la vente d'actions.** Quelle que soit la réussite ou la rentabilité de l'entreprise bénéficiaire d'investissements, les investissements sont fructueux uniquement s'ils procurent des profits aux investisseurs providentiels. Les données laissent entendre qu'environ un tiers des investisseurs perdent la totalité de l'investissement au moins une fois. Un traitement fiscal favorable des gains réalisés à la sortie pourrait stimuler de nouveaux investissements par l'amélioration du rendement global obtenu.

**Réaliser des études plus approfondies et plus étendues pour permettre la comparaison des résultats d'études conçues de la même manière et reposant sur les mêmes méthodes d'échantillonnage.** Lorsque les études portent sur un aspect restreint et sur des petites groupes, il est très difficile de faire des comparaisons en raison des différences entre ces études sur le plan de la conception et des méthodes d'échantillonnage. L'étude des différences entre le financement provenant des investisseurs individuels et celui qui provient de la famille, entre l'investissement individuel et l'investissement institutionnel de capital-risque, entre investisseurs providentiels habituels et investisseurs providentiels novices, entre investisseurs qui sont d'anciens entrepreneurs et ceux qui ne le sont pas, permet de faire des comparaisons révélatrices.

**Tenir compte du financement d'origine familiale dans l'étude de l'investissement providentiel.** Il ne faudrait pas exclure de la recherche les capitaux fournis par la famille et les amis du fait qu'ils constituent un financement avec lien de dépendance, parce que cela limite l'information pouvant aider à comprendre le processus. Les résultats d'études laissent croire que les meilleurs investissements sont

ceux que les entrepreneurs obtiennent d'investisseurs providentiels qui les connaissent avant de leur fournir des capitaux. L'exclusion du financement de proximité limite l'information nécessaire à la compréhension.

**Concevoir des études reposant sur des méthodes d'échantillonnage plus représentatif.** Lorsque des études sont commandées, il faut prévoir des fonds pour l'utilisation de méthodes d'échantillonnage permettant de recourir davantage à l'inférence, parce qu'il est difficile de tirer des conclusions sur les investisseurs providentiels d'une zone à partir de ceux d'une autre zone, en raison de la grande étendue géographique du Canada.

**Élargir l'orientation de la politique de manière à cibler non seulement les entrepreneurs, mais aussi les investisseurs.** À l'heure actuelle, l'attention porte sur les entrepreneurs à la recherche de capital, sur la difficulté qu'ils ont à trouver des investisseurs providentiels, sur l'aide dont ils ont besoin pour élaborer des plans d'entreprise et pour trouver et rencontrer des investisseurs providentiels. Pour aider les investisseurs, il ne faut pas les négliger dans l'intérêt porté à la relation entrepreneur-investisseur.

**Accroître le nombre d'études commandées.** Outre des anecdotes au sujet d'investisseurs providentiels et deux études réalisées depuis 1995 (Farrell; Lionais et Johnstone), tous les travaux de recherche ont été effectués il y a un certain temps. Il faut de l'information plus récente pour progresser. Maintenant que l'ampleur et la nature de l'investissement providentiel sont reconnus, il y a lieu d'étudier les raisons du phénomène et d'actualiser les connaissances.

## Table des matières

<b>1</b>	<b>INTRODUCTION</b>	<b>8</b>
<b>2</b>	<b>PROFIL DE L'ACTIVITÉ</b>	<b>10</b>
	2.1.1 <i>Caractéristiques des investisseurs</i>	11
	2.1.2 <i>Caractéristiques de l'investissement</i>	12
	2.1.3 <i>Estimation de l'ampleur de l'investissement</i>	14
	2.1.4 <i>Préférences en matières d'investissement : stade and secteur</i>	15
<b>3</b>	<b>MODÈLE DES CINQ FORCES DE LA CONCURRENCE DE PORTER</b>	<b>17</b>
3.1	POUVOIR DES FOURNISSEURS	17
	3.1.1 <i>Mesures d'intervention et d'incitation des gouvernements</i>	18
	3.1.2 <i>Forces économiques générales</i>	21
	3.1.3 <i>Recherche d'occasions d'investir et décisions préalables à l'investissement</i>	22
	3.1.4 <i>Résumé</i>	24
3.2	CONCURRENCE	24
	3.2.1 <i>Nombre de concurrents : régionalisme et secret</i>	24
	3.2.2 <i>Croissance lente de la demande : rareté des bonnes propositions</i>	25
	3.2.3 <i>Syndication</i>	26
	3.2.4 <i>Lacunes sur le plan de l'information</i>	27
	3.2.5 <i>Résumé</i>	29
3.3	MENACE DE NOUVEAUX ENTRANTS	29
	3.3.1 <i>Capitaux requis pour entrer</i>	29
	3.3.2 <i>Accès à des moyens de distribution : réseaux de mise en relation</i>	30
	3.3.3 <i>Effets des connaissances détaillées et spécialisées et de la courbe d'apprentissage des investisseurs habituels</i>	32
	3.3.4 <i>Sorties : obstacles à l'entrée</i>	33
	3.3.5 <i>Taux de rendement</i>	34
	3.3.6 <i>Investisseurs providentiels en série et entrepreneurs-investisseurs providentiels</i>	35
	3.3.7 <i>Résumé</i>	38
3.4	POSSIBILITÉ DE SUBSTITUTION	38
	3.4.1 <i>Capital de proximité</i>	39
	3.4.2 <i>Capital-risque institutionnel</i>	40
	3.4.3 <i>Banques et nouveaux modes de financement par emprunt</i>	40
	3.4.4 <i>Entrepreneurs de premier ordre ou de second ordre</i>	42
	3.4.5 <i>Résumé</i>	43
3.5	POUVOIR DES CLIENTS	43
	3.5.1 <i>Sources de capital de remplacement et coûts de substitution</i>	44
	3.5.2 <i>Client de grande taille ou bien renseigné sur les produits, prix ou coûts du vendeur</i>	44
	3.5.3 <i>Client pouvant choisir de s'associer ou non avec le vendeur</i>	45
	3.5.4 <i>Résumé</i>	46
<b>4</b>	<b>PROGRAMME DE RECHERCHE</b>	<b>47</b>
	4.1.1 <i>Recommandations</i>	48
<b>5</b>	<b>RÉSUMÉ</b>	<b>52</b>

<b>6</b>	<b>BIBLIOGRAPHIE</b> .....	<b>53</b>
6.1	PUBLICATIONS ET RAPPORTS AVEC COMITÉ DE LECTURE ANONYME OU UNIVERSITAIRES : CANADA .....	53
6.2	PUBLICATIONS OU RAPPORTS AVEC COMITÉ DE LECTURE ANONYME OU UNIVERSITAIRES : ÉTRANGER .....	56
6.3	SITES WEB CANADIENS .....	59
<b>7</b>	<b>ANNEXES</b> .....	<b>60</b>
7.1	INDEX .....	60



## 1. INTRODUCTION

Ce rapport présente un examen de la littérature existante comprenant des travaux de recherche effectués au Canada et portant sur les investisseurs providentiels canadiens, ainsi que des remarques portant sur :

- les différents éléments de l'investissement et la concurrence qui s'exerce dans cette branche d'activité;
- le processus décisionnel habituel des investisseurs institutionnels de capital-risque;
- les principales divergences régionales résultant de facteurs de nature géographique, sociologique ou économique, de même que les différents types d'investisseurs providentiels.

Le modèle des cinq forces de la concurrence de Porter est un outil de gestion permettant l'analyse méthodique des forces de la concurrence qui s'exercent dans une branche d'activité. L'ensemble des personnes effectuant des investissements individuels ne peut pas encore être qualifié de secteur. Pour définir les fonctions, processus, connaissances et politiques qui permettraient de qualifier l'investissement individuel de secteur, il faut rassembler plus d'information qui nous permettra de mieux comprendre. Par l'analyse de ce secteur naissant à l'aide des normes habituellement appliquées à des secteurs qui se développent ou qui ont atteint le stade de plein développement, cette étude vise à mettre en relief les lacunes dans les connaissances actuelles. Pendant les huit semaines qu'a duré cette étude, nous avons tenté de formuler des propositions et des hypothèses qui devraient concourir à atténuer ces lacunes, à favoriser une meilleure compréhension et à promouvoir les intérêts des investisseurs individuels.

Pour faciliter la compréhension, les explications reposent souvent sur la comparaison à des éléments ou à des effets observés dans le domaine de l'investissement institutionnel de capital-risque. En particulier, nous rappelons souvent les diverses étapes du processus décisionnel décrit initialement par Tyebjee et Bruno (1984). De façon générale, les étapes du processus d'investissement comprennent la recherche et la création d'occasions d'investir, la sélection, l'évaluation et la diligence raisonnable, l'organisation et la négociation et les activités post-investissement, comme la surveillance et la sortie.

Il faut s'attendre à des divergences régionales. Ces différences ont été expliquées en grande partie dans les principales grandes études réalisées à ce jour. Il s'agit notamment de l'étude de la région d'Ottawa-Carleton réalisée par Riding, Haines et d'autres de l'Université Carleton, de l'étude des investisseurs individuels dans la région de la ville de Québec réalisée par Suret, Arnoux et Dorval de l'Université Laval, de l'étude de la région du Cap-Breton réalisée par Lionais et Johnstone de l'University College of Cape Breton, de l'étude de la région de l'Atlantique réalisée par Farrell de l'Université Saint Mary's et, enfin, des travaux sur l'Ouest canadien réalisés par Amit de l'Université de Colombie-Britannique. Comme ces grandes études sont peu nombreuses, le lecteur reconnaîtra la région en question par le nom des auteurs qui seront indiqués dans le texte de ce rapport.

Enfin, l'étude traite de différents types d'investisseurs providentiels, notamment la famille, les investisseurs sans lien de dépendance, les grands investisseurs, les petits investisseurs, les investisseurs habituels, les investisseurs novices et les entrepreneurs-investisseurs. Comme cette étude a pour objet d'analyser les connaissances existantes, il est préférable de ne pas trop limiter l'étendue de l'analyse pour qu'il soit possible de faire des comparaisons et d'explorer les différences et similitudes subtiles.

Le lecteur doit garder à l'esprit qu'il existe d'abondants travaux de recherche sur les investisseurs individuels qui s'ajoutent aux études effectuées par des Canadiens et portant sur le Canada. Ces travaux de recherche

reposent sur la théorie associée à des disciplines telles que la psychologie, l'économie et la gestion, et il est conseillé au lecteur de consulter ces ouvrages pour avoir une meilleure vue d'ensemble des faits nouveaux dans le domaine de l'investissement individuel. Comme convenu, les remarques présentées ici portent sur des articles publiés ainsi que sur des travaux de recherche réalisés par des universitaires au Canada. À l'occasion, nous signalons des faits nouveaux notables puisés dans des études autres que celles de source canadienne, sans détailler chacune des sources de ces faits nouveaux. Nous nous sommes plutôt efforcés de dégager les faits saillants des études, de définir les aspects n'ayant pas encore été étudiés et de proposer de nouvelles orientations pour la recherche.

L'étude est organisée de la manière suivante. Premièrement, nous présentons un profil de l'activité en fonction des caractéristiques types des investisseurs et de l'investissement, de l'ampleur de l'investissement (taille du marché) et des préférences en matière d'investissement (section 2). À la section 3 est exposée l'analyse fondée sur le modèle des cinq forces de la concurrence de Porter (1980), lequel est un outil efficace pour l'examen méthodique des forces en jeu dans une branche d'activité ayant été utilisé pour étudier l'investissement institutionnel de capital-risque (Wright, Robbie et Chiplin, 1997). L'étude méthodique des clients, des fournisseurs, de la concurrence, des nouveaux entrants et des possibilités de substitution permet de comprendre l'investissement individuel en l'évaluant en fonction des caractéristiques courantes de l'activité. Nous signalons ensuite les lacunes dans les connaissances existantes (section 4) et nous recommandons des aspects à approfondir dans des études futures. La bibliographie comprend des études traitant du sujet qui ne sont pas nécessairement citées dans l'étude. En annexe figurent les personnes-ressources consultées, une liste d'investisseurs individuels et d'entreprises bénéficiaires d'investissements et un index. Le rapport est également accompagné d'une longue liste de sources d'information se rapportant directement à l'investissement au Canada. Comme ces sources sont importantes, il convient de les considérer comme une documentation à l'appui.

## 2. PROFIL DE L'ACTIVITÉ

Les investisseurs individuels de capital-risque présentent les caractéristiques suivantes :

- ils investissent leur propres capitaux et non pas les capitaux mis en commun par d'autres investisseurs;
- ils jouent parfois un rôle actif, fournissant un appui aux entrepreneurs en participant à certains aspects de la gestion et des finances;
- ils ne sont pas les nouveaux entrepreneurs;
- ils investissent à long terme et, souvent, ne précisent pas à l'avance le rendement attendu;
- ils investissent souvent sans garantie et s'exposent au risque de non-liquidité;
- leurs investissements prennent généralement la forme d'une prise de participation, de sorte que le rendement qu'ils retireront est lié aux résultats de l'entreprise;
- ils ne sont pas des intermédiaires et ne perçoivent pas de rémunération ou de commission pour leurs activités d'investissement.

Les investisseurs providentiels sont des investisseurs individuels. Ils investissent leurs propres capitaux dans les projets risqués d'entrepreneurs. En raison du peu d'interaction structurée entre les investisseurs providentiels, leurs activités ne peuvent pas encore être considérées comme un « secteur », mais leur important rôle dans l'incubation d'entreprises et dans le financement des petites et moyennes entreprises est de plus en plus reconnu. L'intérêt grandissant que suscite ces activités mène à conclure que des analyses plus méthodiques sont requises. Le modèle des forces de la concurrence qui s'exercent dans une branche d'activité sert à examiner ce que nous savons des investisseurs providentiels et à déterminer les lacunes sur le plan de l'information.

Le choix de la méthode utilisée pour étudier les investisseurs providentiels est important parce que l'anonymat de ces investisseurs individuels rend difficile la définition précise de leurs caractéristiques. Dans la plupart des études mentionnées ci-dessous, les deux principales méthodes retenues sont l'échantillonnage en boule de neige et l'échantillonnage aléatoire. L'échantillonnage en boule de neige consiste à constituer des échantillons de commodité formés de répondants à partir desquels sont repérés d'autres répondants. En raison de la nature non aléatoire de l'échantillon des études utilisant l'échantillonnage en boule de neige, il est impossible d'opérer une extrapolation pour appliquer les résultats des études à l'ensemble des investisseurs providentiels. Riding, Haines, Duxbury, Dal Cin et Safrata (1993) ainsi que Dal Cin (1993) ont utilisé l'échantillonnage en boule de neige dans leurs études. Une grande prudence s'impose lorsqu'il est question de tirer des conclusions relatives à l'ensemble des investisseurs providentiels à partir de résultats d'études fondées sur des échantillons de commodité.

L'échantillonnage aléatoire est au cœur de l'analyse statistique. Elle est une condition nécessaire à l'extrapolation des résultats pour les étendre à un ensemble. L'échantillonnage aléatoire suppose que chaque membre d'une population a des chances égales d'être sélectionné. Dans l'étude des investisseurs providentiels, la difficulté tient à la définition de la population. Farrell (1997) préconise fortement un plus grand recours à l'échantillonnage aléatoire à partir de bases de données permettant de définir la population. Elle soutient que les critères utilisés pour définir les échantillons de commodité sont souvent déjà faussés parce qu'ils reposent sur ceux d'autres échantillons de commodité. Dans ses travaux, elle a utilisé des échantillons aléatoires d'entreprises nouvelles ou récemment constituées en sociétés et repéré des investisseurs individuels par sondage auprès des dirigeants de ces entreprises. Les renseignements sur les

entreprises et sur leurs dirigeants sont tirés des dossiers provinciaux d'enregistrement et les entreprises et dirigeants sont sélectionnés au hasard. Lionais et Johnstone (1999) ont utilisé une méthode semblable.

Il existe une autre raison importante de rechercher une plus grande représentativité par échantillonnage aléatoire. En effet, l'utilisation d'échantillons de commodité peut parfois donner lieu à une surreprésentation des investisseurs providentiels habituels (ceux qui investissent plus d'une fois). Comme l'échantillonnage en boule de neige suppose que les personnes sélectionnées fournissent le nom d'autres répondants possibles, il se pourrait très bien que les investisseurs providentiels habituels signalent d'autres investisseurs habituels parce qu'ils sont plus connus du fait qu'ils investissent plus souvent. Il est moins probable que des investisseurs novices soient proposés parce qu'ils sont moins connus, si bien qu'ils seront sous-représentés.

Une troisième méthode, l'analyse statistique par capture-recapture servant à la recherche en biologie, a été utilisée par Riding et Short (1987). L'utilisation de telles méthodes de recherche et théories est nécessaire à l'évolution du domaine et devrait être encouragée.

### **2.1.1 CARACTÉRISTIQUES DES INVESTISSEURS**

Mason et Harrison (1992) présentent un examen des résultats d'études antérieures et de comparaisons entre les États-Unis, le Canada et le Royaume-Uni. Plusieurs classifications des investisseurs providentiels ont été proposées. Gaston (1989) a défini 10 catégories (aux États-Unis), tandis que Stevenson et Coveney (1994) en ont défini six, incluant les investisseurs n'ayant pas encore investi et les investisseurs institutionnels de capital-risque. Riding (1998) a traité des grands investisseurs indépendants (syndicats financiers) et des entrepreneurs-investisseurs (dont il sera question plus loin). La plupart de ces classifications sont fondées sur les caractéristiques de l'investissement. Farrell (2000, à paraître) a élaboré une classification étendue à deux critères, fondée sur les caractéristiques du comportement. Cette classification, qui repose sur le nombre d'investissements et sur les modes de sortie, contient deux catégories d'investisseurs novices : ceux qui ont investi une fois et qui ont l'intention d'investir de nouveau et ceux qui ont investi une fois et n'investiront plus. Les investisseurs habituels sont aussi divisés en deux catégories : les investisseurs en série (qui mettent fin à un investissement avant d'en entreprendre un autre) et les investisseurs de portefeuille (qui font plusieurs investissements à la fois).

Dans des études réalisées dans le monde, les auteurs ont tenté de définir les caractéristiques personnelles des investisseurs individuels. La meilleure tentative à ce jour, en ce qui concerne les investisseurs individuels au Canada, l'étude de Riding, Haines, Duxbury, Dal Cin et Safrata (1993), est résumée ainsi dans l'étude de Riding et Orser (1997) :

Les investisseurs providentiels estiment que leur talent, leurs compétences ou leurs efforts peuvent leur permettre d'influer sur les résultats.

Ils ont un grand besoin de réussir et d'exercer un pouvoir. Ils cherchent à mieux faire ou à trouver un moyen plus efficace, à régler des problèmes ou à accomplir des tâches complexes. De telles personnes aiment exploiter leurs compétences et sont disposées à courir un certain risque dans des situations de concurrence. En raison de leur grand besoin d'exercer un pouvoir, les investisseurs providentiels aiment dominer des personnes et des situations.

Leur besoin d'affiliation ou leur désir d'établir et d'entretenir de bons rapports avec d'autres est relativement élevé. Pourtant, ils exigent également l'autonomie et recherchent l'indépendance.

Ils sont motivés par les sentiments qu'ils éprouvent lorsqu'ils réussissent et sont donc très impliqués dans leur travail et dans leurs investissements.

Enfin, les investisseurs providentiels ont le sentiment d'éprouver plus de stress que d'autres personnes et, en réponse, ils travaillent plus fort (p. 119).

Il est supposé que les investisseurs providentiels se retrouvent en plus grand nombre dans des milieux fortunés et parmi les riches. Riding et coll. (1993) se sont fondés sur la richesse des investisseurs individuels dans leur étude pour estimer les possibilités d'investissement. Ces auteurs ont utilisé la richesse et le revenu comme variables de remplacement du nombre d'investisseurs providentiels possibles, afin d'estimer, par extrapolation, le taux de richesse et le revenu dans la population de la région d'Ottawa-Carleton. Selon l'étude de Riding et coll. (1993), les investisseurs providentiels avaient un revenu familial supérieur à 175 000 \$ et un avoir net personnel de 1,3 million de dollars. Comme il existe des investisseurs providentiels dans des régions moins riches que celle d'Ottawa-Carleton, il y a lieu de croire que la très grande richesse n'est pas une condition nécessaire à l'investissement providentiel.

Ces descriptions révèlent qu'un investisseur providentiel est une personne indépendante et dominante qui aime être en rapport avec d'autres, mais aussi travailler en autonomie, qui est motivée par le succès et qui a un degré d'activité assez élevé pour ressentir du stress. À bien des égards, les efforts déployés pour définir les traits psychologiques des investisseurs ressemblent aux travaux de recherche visant à classer les entrepreneurs. Dans la littérature traitant de l'esprit d'entreprise, il est généralement convenu que les traits psychologiques relevés concordent souvent avec ceux d'autres personnes qui réussissent bien et ne sont pas des entrepreneurs; par conséquent, il faut adopter les démarches propres à d'autres disciplines dans les études visant à définir (voire à qualifier) les entrepreneurs et, partant, les investisseurs providentiels (Gartner, 1988). Il a été supposé que les investisseurs providentiels étaient bailleurs de fonds en raison de leur richesse, mais, dans les régions moins riches, l'activité des investisseurs providentiels peut être attribuable à leur esprit communautaire.

### **2.1.2 CARACTÉRISTIQUES DE L'INVESTISSEMENT**

Bon nombre des importants travaux de recherche effectués au Canada à ce jour sont très descriptifs et ont principalement pour objet d'estimer le nombre d'investisseurs providentiels, l'ampleur de leur activité et les caractéristiques de l'investissement. L'étude réalisée en 1993 à l'échelle nationale a révélé que les investisseurs individuels ont un revenu familial de plus de 175 000 \$, un actif de plus de 1,4 million de dollars et un avoir net personnel de 1,3 million de dollars (Riding et coll.). Les personnes dont le revenu familial et l'avoir net personnel sont élevés sont considérées comme de bons sujets d'une politique gouvernementale (p. 14) ayant trait à l'investissement individuel. Plus de 85 % des investissements dans l'étude représentaient des montants de plus de 100 000 \$. La plupart des investisseurs réalisent un faible rendement sur leurs investissements; toutefois, le tiers d'entre eux retire plus de 50 % de leur revenu d'investissements de capital-risque (Riding et coll., 1993). Les hommes représentaient 98 % des répondants. La plupart appartenaient au groupe d'âge des 36-50 ans, de sorte que ces répondants étaient, en moyenne, plus jeunes que les participants aux études réalisées dans d'autres pays. Parmi les répondants, 70 % avaient un diplôme universitaire ou d'études supérieures.

Au cours des deux dernières décennies, un certain nombre d'études ont été réalisées dans la région d'Ottawa-Carleton par des chercheurs de l'Université Carleton qui s'intéressaient à la question. Dans cette région, les répondants étaient des hommes d'environ 50 ans, qui avaient un diplôme universitaire, exerçaient une profession, occupaient un poste de direction ou étaient entrepreneurs ou avocats; leur revenu annuel s'élevait à plus de 100 000 \$ et leur avoir net personnel, à plus de 1 000 000 \$ (Riding et Short, 1987a). Le profil des investisseurs individuels dans la région d'Ottawa-Carleton qui se dégage de l'étude de Riding et Short (1987a) est comparable, sauf pour le sexe, à celui qui ressort d'études effectuées, avant et après, dans

d'autres régions. Dal Cin et coll. (1993) ont signalé des investissements moyens de plus de 100 000 \$. Selon les estimations de Riding et Short (1987a), environ 5 % des personnes ayant acquis leur fortune par leurs propres efforts dans la région d'Ottawa-Carleton sont des investisseurs providentiels. S'il en était ainsi, les riches représenteraient entre 1 500 et 1 750 investisseurs providentiels possibles.

D'après les résultats d'une étude sur la région de l'Atlantique, issue de l'étude nationale de Riding et coll. (1993), les investisseurs providentiels sont des hommes d'affaires ayant réussi, dont 84 % ont démarré une entreprise ou en sont directeurs, et qui ont un avoir net de 1,3 million de dollars et un revenu annuel de 177 000 \$. Du nombre, 73 % ont un diplôme universitaire (30 % ayant fait des études supérieures). Ils ont choisi une proposition sur 40 qui leur ont été présentées et ils s'attendaient à un rendement de 105 % sur 4,25 années (taux annualisé de 18,4 %). Il s'agissait d'un investissement conjoint dans 73 % des cas et 29 % des investisseurs ont activement recherché eux-mêmes les occasions d'investir (Conseil économique des provinces de l'Atlantique, 1994; extrait spécial de l'étude de Riding et coll., 1993).

Dans leur étude, Suret, Arnoux et Dorval (1995) ont signalé que les investisseurs providentiels francophones au Québec partagent bon nombre des caractéristiques signalées dans d'autres études. Soixante-huit pour cent des investissements représentent, en moyenne, un montant de moins de 100 000 \$. Les caractéristiques des investisseurs providentiels québécois et de leurs investissements, ainsi que leurs critères de sélection et leurs attentes ne sont pas différentes de ceux d'autres investisseurs individuels qui ont été mentionnés précédemment.

D'après l'étude de Farrell (1998), les investisseurs dans les provinces de l'Atlantique ont signalé un premier investissement moyen de 78 000 \$. Corrigée<sup>1</sup> pour tenir compte d'un petit nombre de très gros investissements, la moyenne du premier investissement tombe à 22 000 \$. Parmi ceux qui ont investi plus d'une fois, la moyenne tombe à 18 000 \$ pour le deuxième investissement et remonte à 26 000 \$ pour le troisième. L'étude a révélé que le tiers au moins de ces investissements ont été faits auprès de membres de la famille et que les femmes représentent en moyenne 10 % des investisseurs. Quarante-six entreprises (15 % de l'échantillon) ont signalé des investissements de 5 303 500 \$ provenant de bailleurs de fonds, soit une moyenne de 115 000 \$ par entreprise provenant de 2,2 investisseurs (1998).

Au Cap-Breton, les investisseurs providentiels appartiennent principalement au groupe d'âge des 35-65 ans, et surtout des 46-55 ans (Lionais et Johnstone, 1999). Dans cette région, 37,5 % ont investi plus d'une fois par année et 50 % investissaient tous les deux ou trois ans. L'étude de Lionais et Johnstone (1999) a mis en relief une nouvelle caractéristique – le degré d'expérience des investisseurs providentiels, c'est-à-dire depuis combien de temps dure l'activité d'investissement. La durée maximale était de 24 années et la moyenne, de 13,6 années. Quarante pour cent (40 %) des investisseurs providentiels de la région avaient terminé leurs études secondaires et 47 % avaient un diplôme de premier cycle. La région connaît des difficultés économiques, mais il semble y avoir plus d'investisseurs providentiels ayant fait moins d'études que ne l'indiquent d'autres travaux de recherche. Comme la région est plus isolée, il est raisonnable de s'attendre à y trouver un degré de scolarité moins élevé que dans le milieu plus instruit de la capitale nationale<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Encore une fois, il convient de signaler l'importance de la méthode utilisée. Ces résultats peuvent être attribuables à la méthode d'échantillonnage des investisseurs providentiels. La sélection d'investisseurs providentiels à revenu élevé et d'âge moyen habitant dans des régions riches du pays, par l'échantillonnage en boule de neige ou de commodité, mènera à la sélection d'autres investisseurs providentiels présentant les mêmes caractéristiques. Une enquête auprès d'investisseurs providentiels qui ont été sélectionnés par échantillonnage plus aléatoire (par exemple en puisant dans les dossiers d'enregistrement des sociétés) sera plus révélatrice parce qu'elle porte sur un

L'investissement providentiel est une activité essentiellement locale parce qu'il est presque impossible de surveiller des investissements dans des régions éloignées; toutefois les Canadiens semblent plus nombreux que ceux d'ailleurs à s'éloigner de chez eux pour investir (Riding et coll., 1993). Il est possible que cela soit attribuable à la très grande étendue du Canada.

### 2.1.3 ESTIMATION DE L'AMPLEUR DE L'INVESTISSEMENT

Les études effectuées révèlent une forte progression de l'investissement providentiel au Canada et dans les régions. D'après la première étude, le montant estimé des investissements individuels de capital-risque est passé de 9 millions de dollars en 1980 à 27,3 millions de dollars en 1986 (Languedoc, 1989)<sup>2</sup>. En 1993, Dal Cin et coll. ont estimé que l'investissement annuel au Canada totalisait entre 200 et 400 millions de dollars. En 1998, Gordon<sup>3</sup> a rapporté que, selon Riding, les entreprises canadiennes auraient bénéficié d'investissements de un milliard de dollars par année. L'estimation de l'investissement, qui est plus de cent fois supérieure, peut être attribuable à la reconnaissance grandissante de l'importance des investisseurs providentiels, au fait que le nombre de ces investisseurs pouvait être plus élevé que prévu et à l'utilisation de meilleures méthodes. D'après des estimations publiées, le montant *accessible* atteindrait jusqu'à 15 milliards de dollars par année (Bochove, 1993).

Il y a à peine dix ans, le financement direct sous forme de capital de proximité et d'investissements individuels a été exclu d'une étude approfondie de l'investissement privé de capital-risque dans les provinces de l'Atlantique, parce qu'il était impossible d'évaluer le montant en question, mais il a été affirmé avec assurance que les investisseurs individuels jouaient un rôle bien moins important dans cette région que celui observé par d'autres ailleurs (Gadbois, 1991, p. 1). La confiance avec laquelle il a été affirmé, alors, que le rôle des investisseurs individuels était sans importance reposait en partie : 1) sur la faible participation de ceux qui se qualifiaient d'investisseurs providentiels, au financement dans le cadre des programmes des sociétés provinciales pour l'expansion de la petite entreprise ou des sociétés de capital-risque parrainées par les provinces<sup>4</sup>; 2) sur le fait que le comportement « de groupe » des investisseurs providentiels les aurait fait clairement ressortir dans une étude si approfondie<sup>5</sup>. Pour diverses raisons qui tiennent à la coïncidence ou à la méthode utilisée, il a donc été estimé que les investisseurs providentiels étaient sans importance.

Trois années plus tard, un rapport publié par le Conseil économique des provinces de l'Atlantique (1994) a laissé entendre que l'investissement individuel était plus répandu qu'il ne l'était généralement supposé.

---

plus large éventail des investisseurs providentiels possibles.

<sup>3</sup> Selon Denzil Doyle, ancien chef de la direction de Digital Equipment Canada qui a fait un certain nombre d'investissements individuels, le montant serait de moins de 100 millions de dollars (« In My Opinion », 1997).

<sup>4</sup> Les sociétés pour l'expansion de la petite entreprise sont des sociétés provinciales accordant des prêts aux petites entreprises. Les sociétés de capital-risque parrainées par les provinces étaient des sociétés établies dans plusieurs provinces ou territoires dans le cadre desquelles le gouvernement contribuait un financement égal aux capitaux provenant d'investisseurs privés, à des conditions favorables, pour stimuler l'investissement privé. Voir Gadbois, 1991.

<sup>5</sup> Des données plus récentes ont révélé qu'il n'y a pas nécessairement concentration des investisseurs providentiels. Les investisseurs providentiels paraissent souvent regroupés en grappes à cause de la méthode utilisée pour les repérer, à savoir l'échantillonnage de commodité et l'échantillonnage en boule de neige. Autrement dit, la sélection d'investisseurs groupés produit des résultats en grappes.

Dans ce rapport, le Conseil estimait que l'investissement individuel dans la région se situait entre 4 et 10 millions de dollars. Ces estimations reposent sur 35 et 70 investissements de l'ordre de 155 000 \$ chacun. La prise de participation convient mieux à l'investisseur individuel qu'à l'investisseur institutionnel de capital-risque, dans les provinces de l'Atlantique, parce que les affaires locales présentent un intérêt pour les investisseurs individuels qui ont en commun des associés et des sources d'information. Dans une étude ultérieure fondée sur un échantillonnage plus représentatif, les estimations pour les quatre provinces de l'Atlantique se situaient entre 25 et 85 millions de dollars par année (Farrell, 1999). D'après les estimations les plus prudentes de cette étude, 525 investisseurs providentiels financent 250 entreprises chaque année.

D'après les estimations de Dal Cin et coll. (1993), l'investissement individuel dans la région d'Ottawa-Carleton se situait entre 2 et 3 millions de dollars. Quatre années plus tard, dans un rapport de la Société d'expansion économique d'Ottawa-Carleton, il a été affirmé que le financement *inexploité* dans la région représentait 20 millions de dollars. Aux investisseurs providentiels *actifs*, dont le nombre se situait entre 100 et 150, venaient s'ajouter entre 200 et 300 investisseurs providentiels *possibles* (Aboud, 1997)<sup>6</sup>.

Suret et coll. (1995) estiment que 232 millions de dollars sont investis chaque année au Québec, montant qui pourrait doubler si les propositions convenables étaient plus nombreuses. Selon eux, il existe un bassin de 2 175 investisseurs providentiels possibles et le nombre de projets financés chaque année est de 840. Les capitaux que ces investisseurs providentiels ont à offrir totalisent 1,36 milliard de dollars, soit 300 millions de dollars de plus que le capital-risque institutionnel investi dans la province durant la période étudiée.

#### **2.1.4 PRÉFÉRENCES EN MATIÈRE D'INVESTISSEMENT : STADE ET SECTEUR**

Les stades auxquels l'investissement de capitaux privés est utile comprennent ceux de l'amorçage, du démarrage, de l'expansion et du financement-mezzanine. Les entreprises ont besoin de capitaux à divers stades de leur développement, et il existe deux formes de financement par capital-risque – l'investissement individuel ou l'investissement institutionnel – propres à différents stades. Les observateurs dans le domaine insistent sur le fait que les investisseurs individuels de capital-risque sont le complément des investisseurs institutionnels de capital-risque, et non pas leurs concurrents, puisque leurs clients sont généralement différents. Au Canada et ailleurs, les investisseurs institutionnels de capital-risque sont critiqués parce qu'ils concentrent leurs activités sur des opérations de financement plus rentables, comme le rachat d'entreprise par les cadres ou le rachat d'entreprise par des investisseurs, et sur le financement à des stades plus avancés. L'investissement individuel est réservé en grande partie au financement de l'amorçage et du démarrage d'entreprises. Selon l'étude sur le Québec, toutefois, seulement la moitié environ des investissements individuels (53 %) servent à financer l'amorçage et le démarrage d'entreprises (Suret et coll., 1995).

Du point de vue des secteurs privilégiés, au Canada, les investisseurs institutionnels de capital-risque concentrent leurs activités dans le domaine de la technologie qui a bénéficié de 50 % de leurs investissements en 1992 (« Venture Capital in OECD Countries », 1996). Plus tard, selon des données américaines sur les activités des investisseurs institutionnels canadiens, le secteur de la technologie occupe toujours le premier rang. En 1997, 63 % des 794 entreprises financées appartenaient au secteur de la technologie et elles ont bénéficié de 67 % (1,2 milliard de dollars canadiens) des investissements totaux (« Canada's Institutions Return to the Venture Capital Market », 1998).

---

<sup>6</sup> D'après Peterson, R. « How is Entrepreneurship Different in Canada? », *The Financial Post*, le 4 mars 1998.



Le secteur de la technologie semble occuper une moins grande place dans les activités de financement des investisseurs providentiels. En outre, les préférences sectorielles des investisseurs providentiels varient beaucoup d'une région à une autre. Dans les provinces de l'Atlantique, ils privilégient le secteur des services et de la construction, tandis qu'au Québec, leurs investissements sont surtout destinés aux secteurs de la fabrication industrielle et de produits de consommation, des ressources naturelles et de l'immobilier (Riding et coll., 1993). En Ontario, les secteurs préférés sont la fabrication industrielle, la fabrication de produits de consommation et la fabrication de pointe, les ressources naturelles, l'immobilier et la vente de gros (plutôt que les services financiers, les services ou la construction), tandis que dans l'Ouest canadien, les ressources naturelles et l'immobilier sont les secteurs qui attirent le plus d'investissements individuels. En Alberta, la préférence est accordée au secteur de l'énergie (Riding et coll., 1993). Des données plus précises révèlent qu'il est important pour les investisseurs individuels du Cap-Breton d'être renseignés sur la branche d'activité dans laquelle ils projettent d'investir (Lionais et Johnstone, 1999).

La technologie occupe une place prédominante dans les activités de financement des investisseurs institutionnels de capital-risque, mais sa part de l'investissement individuel est moins grande<sup>3</sup>. La technologie de pointe représentait 20 % des capitaux investis par les investisseurs providentiels francophones (Suret et coll., 1995) et elle semble occuper une grande place dans la région d'Ottawa-Carleton. À mesure que progresse la technologie de pointe, les entrepreneurs dans le secteur vont acquérir de l'expérience et connaître du succès, de sorte que l'investissement individuel dans le secteur devrait croître (Milburn, 1999). Dans les conditions actuelles, une stratégie de développement fondée sur la temporisation (attente et observation) n'est pas un bon moyen d'attirer l'investissement dans la technologie.

### **3. MODÈLE DES CINQ FORCES DE LA CONCURRENCE DE PORTER**

Les secteurs présentent de très grandes divergences du point de vue de leurs caractéristiques économiques, de la rentabilité et de la concurrence. La vente au détail, la fabrication, les services financiers et la technologie de l'information sont autant de secteurs distincts. L'investissement individuel et l'investissement institutionnel ont aussi leurs propres caractéristiques sur le plan de l'économie et de la concurrence. Le modèle des cinq forces de la concurrence de Porter est un outil permettant l'analyse méthodique des principales sources de la concurrence. Les cinq forces sont les suivantes :

- La rivalité entre les concurrents dans la branche d'activité – comment la concurrence s'exerce-t-elle entre les investisseurs providentiels?
- Les conditions dans lesquelles les clients se tournent vers des produits de remplacement provenant d'autres sources – les entrepreneurs sont-ils facilement attirés par d'autres sources de financement?
- La menace de nouveaux entrants dans le domaine – est-il facile pour de nouveaux investisseurs providentiels d'entrer dans le domaine?
- Le pouvoir de négociation et les moyens de pression des fournisseurs – quelle est l'incidence d'éléments déterminants de l'offre sur l'investissement providentiel?
- Le pouvoir de négociation et les moyens de pression des clients – quel pouvoir peut exercer l'entreprise sélectionnée par un investisseur providentiel?

#### **3.1 POUVOIR DES FOURNISSEURS**

Dans le modèle des cinq forces de la concurrence de Porter, les fournisseurs sont ceux qui procurent aux membres d'un secteur les facteurs dont ils ont besoin pour leur activité. Les fournisseurs peuvent exercer un pouvoir s'ils sont plus puissants que les membres individuels du secteur. Cette situation est souvent attribuable à l'existence d'une offre limitée ou à un petit nombre de fournisseurs. Lorsque les actions des fournisseurs peuvent avoir pour effet de restreindre fortement l'activité dans un secteur ou lorsque les fournisseurs jouent un rôle essentiel dans les résultats d'un secteur, ces fournisseurs sont puissants. Cependant, lorsqu'un secteur peut poursuivre ses activités et prospérer en dépit des actions défavorables des fournisseurs, ces derniers n'ont pas un grand pouvoir. Dans le domaine nouveau de l'investissement individuel, l'offre dépend de l'accès des investisseurs providentiels à des capitaux et de l'effet d'incitation à investir qu'ont les forces exercées par le gouvernement, par l'économie et par les entrepreneurs.

L'accès des investisseurs à des capitaux est très différent selon qu'il s'agit d'investisseurs individuels ou d'investisseurs institutionnels. Les investisseurs institutionnels de capital-risque engagent des gestionnaires qui sont chargés d'exécuter les décisions en matière d'investissement et qui assurent la liaison entre ceux qui fournissent les capitaux et ceux qui en bénéficient. Par conséquent, il est important pour les associés d'une société d'avoir accès à des capitaux. Cela soulève des questions de délégation (relatives aux actions des agents pour le compte des mandants) entre les bailleurs de fonds et les gestionnaires du capital-risque ainsi qu'entre ces gestionnaires et les bénéficiaires de l'investissement (dont traite plus couramment la littérature<sup>4</sup>). Les actions des investisseurs institutionnels de capital-risque peuvent influencer sur leur accès à des capitaux. Cependant, comme il n'y a pas de séparation entre la fonction d'accès aux capitaux et la prise de décisions pour les investisseurs providentiels, les questions de délégation ne se posent pas. Dans le

domaine de l'investissement individuel, les investisseurs providentiels cumulent les deux rôles de bailleurs de fonds et d'exécuteurs de l'investissement.

Par conséquent, l'accès à des capitaux et les questions connexes de délégation n'interviennent pas dans le domaine de l'investissement individuel.

Il convient de traiter d'un certain nombre d'autres aspects importants dans cette section, par exemple : les mesures prises par le gouvernement pour inciter l'investissement individuel; les conditions économiques générales, dont la richesse et les taux d'intérêt; les caractéristiques particulières de la recherche d'occasions d'investir et de la prise de décisions sous le rapport de l'offre de propositions parmi lesquels l'investisseur doit choisir. (Une fois les capitaux investis, l'entrepreneur devient le client – celui qui a reçu le produit de l'investisseur – dont il sera question plus loin dans la section traitant du pouvoir des clients.)

### **3.1.1 MESURES D'INTERVENTION ET D'INCITATION DES GOUVERNEMENTS**

Pour stimuler l'investissement, les gouvernements peuvent procéder de deux façons. Ils peuvent jouer le rôle actif de fournisseur de capital-risque, en devenant un intermédiaire et en offrant une formation aux entrepreneurs. Ou, ils peuvent inciter les particuliers à agir en leur offrant des allègements fiscaux et en réduisant l'impôt sur le revenu (Clark, 1994). Au Canada, les gouvernements ont eu recours à divers moyens : ils ont tenté d'encourager la création de services de mise en relation, ils ont élaboré des dispositions visant à protéger et à inciter les investisseurs et les entrepreneurs, et ils ont mis en place des stimulants fiscaux. Aucun de ces moyens n'a été examiné à fond. Les dispositions sur les valeurs mobilières, adoptées pour protéger les investisseurs, semblent parfois avoir un effet défavorable. En outre, il n'est pas encore certain que les mesures fiscales visant à inciter les personnes à investir aient pour effet de motiver les investisseurs. En dépit de l'efficacité douteuse des mesures récentes, ces dernières sont préférables à une aide directe qui revêt un caractère politique (« Best Way to Help », 1994).

Dans le domaine de l'investissement institutionnel de capital-risque, les mesures d'incitation fiscales ont joué un rôle important dans l'accumulation de milliards de dollars de capitaux à investir (Mayers, 1996)<sup>5</sup>, mais les fonds ainsi constitués n'ont pas évolué à cause d'investissements passifs, de problèmes de sortie et d'obstacles politiques et bureaucratiques (Harvey, 1995). L'accroissement des fonds institutionnels de capital-risque laisse entendre qu'un plus grand nombre de projets peuvent être financés. Or, le programme a été critiqué parce que les capitaux ont surtout été investis dans des entreprises ouvertes (Mayer, 1996) et dans de grandes entreprises. Le budget fédéral de 1999 énonçait des mesures d'incitation destinées à favoriser l'établissement de sociétés de capital-risque de travailleurs devant investir dans des entreprises ayant un actif de moins de 2,5 millions de dollars (Institut canadien des comptables agréés, 1999). D'autres ont aussi critiqué les pertes de revenus aux gouvernements, surtout durant les périodes de déficits élevés (« Labour Funds Need Tax Breaks », 1995). À compter de 1999, les Canadiens pouvaient bénéficier d'un crédit d'impôt fédéral de 15 % pour l'achat d'actions jusqu'à concurrence de 5 000 \$ dans une société de capital-risque de travailleurs.

Les mesures d'incitation fiscales visant les investisseurs individuels ont pour objet de stimuler l'investissement individuel. Ces mesures offrent aux investisseurs des allègements fiscaux directs, au cours de l'année ou des années suivant l'investissement, qui ont pour effet de réduire l'investissement net réel d'une proportion pouvant atteindre 40 %. Ainsi, un investissement de 20 000 \$ peut être abaissé à 12 000 \$ en une ou deux années, par la réduction directe de l'impôt payé par l'investisseur. Il va sans dire que la réduction de l'investissement net se répercute sur le taux de rendement réel. Un investissement de 20 000 \$ qui vaut 30 000 \$ sept ans plus tard représente un taux de rendement annuel de 6 %. Si cet investissement de 20 000 \$ fait l'objet d'un crédit d'impôt de 40 %, le taux de rendement annuel devient en réalité à 14%.

Les mesures fiscales visant l'investissement améliorent le taux de rendement, pourvu que toutes les autres conditions soient remplies, mais il n'est pas certain qu'elles aient réellement pour effet de *stimuler* l'investissement individuel. Certaines études traitent des motifs signalés par les investisseurs individuels, motifs qui peuvent être différents de ce qui est observé. Riding et coll. (1993) ont constaté que moins d'un tiers des répondants ont été incités à investir par l'exonération fédérale des gains en capital de 100 000 \$. En fait, 69 % des investisseurs individuels ont affirmé qu'ils n'ont pas été incités à investir par l'existence d'une exonération, mais la plupart ont dit qu'ils aimeraient que cette dernière soit accrue. Des milliers d'investissements individuels ont été faits sur plusieurs années dans les provinces de l'Atlantique (Farrell, 1998), mais seulement 113 entreprises ont été inscrites au programme de crédit d'impôt pour capital-risque de la Nouvelle-Écosse, depuis sa mise sur pied au début de la décennie<sup>7</sup>. Il s'est avéré que les investisseurs providentiels n'ont guère tiré parti des sociétés provinciales de capital-risque établies durant les années 80 en vue d'offrir des avantages fiscaux en fonction de l'importance de l'investissement. Ces sociétés exigeaient une documentation juridique et comptable détaillée, même pour de petits investissements, et ces exigences ont été considérées comme une entrave à la participation. Il ne semble donc pas que les mesures d'incitation fiscales stimulent beaucoup l'investissement individuel de capital-risque. Si un lien existe, il n'a pas été largement étudié ni signalé.

Constatation intéressante, les investisseurs providentiels semblent chercher plutôt à améliorer les conditions pour les entreprises qu'à obtenir des crédits d'impôt (Riding et coll., 1993). Lorsque des chercheurs ont demandé à des investisseurs de leur dire quelles mesures stimuleraient l'investissement individuel, ils ont répondu le plus souvent l'exonération d'impôt temporaire, la déduction pour amortissement accélérée et la réduction des taux d'imposition pour toutes les petites entreprises. Les répondants étaient aussi d'avis que, si les grandes entreprises bénéficiaient d'allègements fiscaux pour investissements de moins de 100 000 \$, il serait plus facile pour les investisseurs individuels de trouver des moyens de sortie, ce qui améliorerait l'investissement en général. La réduction de l'impôt et l'élimination de l'impôt sur les gains en capital pour les petites et moyennes entreprises étaient les deux autres réponses les plus courantes.

D'autres mesures d'incitation fiscales proposées se rapportaient au stade de la sortie plutôt qu'au stade de l'investissement, par exemple l'exonération des gains en capital ou la réduction de l'impôt. Pour certains critiques, le fait d'accorder des allègements fiscaux au début du cycle d'investissement revient à remettre le prix au coureur au début de la course, et percevoir de l'impôt sur les gains en capital, c'est pénaliser inutilement l'investisseur après l'investissement (« Do Labour Sponsored », 1999). Certains souhaiteraient qu'une plus grande exonération des gains en capital soit accordée au stade de la sortie, mais Suret et coll. (1995) ont signalé que l'exonération des gains en capital pour petites entreprises est très importante, mais que celle-ci avait déjà été épuisée par de nombreux investisseurs providentiels (p. 59).

Des données sur la fin des années 60 et sur les années 70 ont clairement révélé, aux États-Unis, un lien indirect entre le taux d'imposition des gains en capital et le montant des capitaux réunis dans des fonds de capital-risque (Tefft, 1985). Au milieu des années 80, en raison de la perspective d'une hausse des taux d'impôt sur les gains en capital, les investisseurs institutionnels canadiens de capital-risque ont amorcé des entretiens avec les gouvernements pour expliquer les effets néfastes qu'aurait la hausse envisagée. Une comparaison des taux d'imposition des gains en capital au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni a montré que les investisseurs providentiels canadiens ayant épuisé l'exonération de 500 000 \$ applicable aux

---

<sup>7</sup> Renseignements obtenus en 1998 auprès du personnel administrant le programme de crédit d'impôt pour capital-risque de la Nouvelle-Écosse.

gains en capital de petites entreprises paient nettement plus d'impôt que leurs homologues américains et britanniques, à mesure que se prolonge la durée de l'investissement (Cleveland, 2000, p. 1). Aux États-Unis, l'exonération est de 10 millions de dollars par famille et au Royaume-Uni, elle est illimitée dans la mesure où le montant maximal de 150 000 £ est investi durant cinq années. Le budget fédéral publié en février 2000 prévoit le roulement du produit d'un investissement dans la mesure où ces capitaux servent à faire de nouveaux investissements admissibles dans la petite entreprise (Institut canadien des comptables agréés, 2000, p. 6). Les déductions pour pertes sont également plus avantageuses pour l'investisseur aux États-Unis et au Royaume-Uni qu'au Canada (Cleveland, 2000).

D'autres initiatives visant à protéger les investisseurs non avertis contre les entrepreneurs sans scrupules ont eu des résultats inégaux. La législation régissant les valeurs mobilières, adoptée pour protéger les investisseurs, est très compliquée. En vertu de la loi ontarienne, les entreprises qui vendent à des particuliers des actions d'une valeur inférieure à 150 000 \$ sont tenues de fournir un prospectus (Macintosh, 1993). Pour se prévaloir de l'exemption applicable au capital d'amorçage, les entreprises s'adressant à moins de 50 investisseurs et obtenant des capitaux d'au plus 25 d'entre eux ne sont pas tenues de préparer un prospectus, mais tous les investisseurs éventuels doivent avoir accès à des renseignements semblables à ceux qui figureraient dans un prospectus. Il existe d'autres exemptions pour les entreprises qui n'offrent pas de titres au public (Macintosh, 1994a, p. 59).

Riding (1996) avance que la complexité de ces initiatives pousse les investisseurs individuels à recourir à des avocats. Le cumul des exigences (services juridiques et comptables et préparation d'un prospectus) pour un investissement de 20 000 \$, 50 000 \$ ou 75 000 \$ rend ce dernier beaucoup plus coûteux. Lorsqu'un investisseur est obligé d'agir de la sorte, l'effet des initiatives est beaucoup moins grand. De l'avis de Riding, la lourdeur des initiatives peut expliquer pourquoi les investisseurs canadiens investissent de moins gros montants moins souvent. Seuls les gros investisseurs peuvent s'adapter à la réglementation complexe et supporter des coûts prohibitifs (DeJordy, 1989b). Les investisseurs providentiels continuent toutefois d'investir sans se prévaloir de la réglementation. Les Canadiens ordinaires investissent déjà du capital-risque privé dans des entreprises en démarrage, sans se soucier de la protection (DeJordy, 1989b, p. B3). À qui donc la réglementation sert-elle? Les très nombreux petits investissements (variant entre 1 000 \$ et 1 000 000 \$) enregistrés dans la région de l'Atlantique laissent fortement croire que de nombreux investissements ont lieu sans compter sur la réglementation (Farrell, 1998).

Dans le rapport du groupe de travail McCallum, présenté en 1995 à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), il était recommandé d'instaurer une exonération cumulative d'au plus 3 millions de dollars pour la vente de titres et une exemption pour une nouvelle catégorie d'investisseurs « accredités » ayant plus d'expérience dans le domaine de l'investissement individuel. Trois ans plus tard, la CVMO a proposé de créer une catégorie d'investisseurs avertis composée de ceux qui ont un avoir net de plus de 2,5 millions de dollars et un revenu net de 300 000 \$ et d'abolir la catégorie des courtiers d'exercice restreint. Ces propositions ont été critiquées parce qu'on leur reprochait de ne pas tenir compte de la réalité canadienne, étant donné que l'avoir net et le revenu des investisseurs canadiens avertis n'atteignent effectivement que la moitié environ de ce qu'a proposé la CVMO (Sharwood, 1999)<sup>8</sup>.

Dans les provinces de l'Atlantique, des organismes publics ont pris des initiatives régionales particulières pour améliorer l'accès des investisseurs institutionnels et des investisseurs individuels à des capitaux. Il y

---

<sup>8</sup> Il n'y a pas d'études plus récentes à ce sujet.

a une dizaine d'années, il était généralement admis que le manque de capital-risque était à l'origine du surendettement des entreprises (Conseil économique des provinces de l'Atlantique, 1994) ou que l'épuisement de leur capacité d'autofinancement les empêchait de prendre de l'expansion. Le programme Action de l'Agence de promotion économique du Canada atlantique (APECA) prévoyait des prêts devant combler les lacunes inquiétantes de capital-risque institutionnel dans la région (Vardy, 1990, p. 5). Le programme Action visait à remédier à l'insuffisance de capital-risque en offrant des prêts à intérêts différés, mais des critiques ont soutenu plus tard que les subventions et octrois du gouvernement étaient la *cause* du manque de capital-risque institutionnel durant la seconde moitié des années 90. Par défaillance de la mémoire, le remède est transformé en cause. Pour connaître les véritables raisons de l'absence de capital-risque dans la région, il faut une analyse plus approfondie.

Le problème serait surtout attribuable au fait que la demande de capital-risque dans les provinces de l'Atlantique ne semble pas être la même que dans d'autres régions du pays. Il a été constaté que, même lorsqu'il existe des capitaux à investir, les entrepreneurs des provinces de l'Atlantique ont généralement renoncé à cette forme de financement, peut-être parce qu'ils n'ont pas l'habitude de partager la propriété avec des étrangers (« Atlantic Business Development », 1994). Les prêts consentis par la Banque de développement du Canada (BDC), qui représentaient 14 % de son portefeuille en 1994, l'emportaient nettement sur ses investissements sous forme de prises de participation dans les provinces de l'Atlantique, lesquels totalisaient seulement 500 000 \$. Soucieuse de rétablir l'équilibre, la BDC a tenté d'accroître le rapport investissements-prêts. Il semble que s'il avait existé une demande réelle de capital-risque, les entrepreneurs auraient été à la recherche des bailleurs de fonds. La combinaison d'une forte tendance à l'investissement individuel et d'une culture favorisant des petites entreprises bien en main semble être la meilleure explication de la situation anormale (Campbell, 1997).

Bref, la réduction de l'impôt sur les gains en capital et sur le revenu des sociétés est une mesure souhaitable et des données laissent croire qu'elle stimule l'investissement individuel de capital-risque, du moins dans d'autres pays. Les mesures visant à protéger les investisseurs peuvent facilement devenir compliquées et être sans effet à la base lorsqu'elles deviennent trop lourdes. Les mesures d'incitation directes que peuvent prendre les gouvernements, lorsqu'elles sont axées sur la dette, seront toujours préférables au programme visant la prise de participation.

### **3.1.2 FORCES ÉCONOMIQUES GÉNÉRALES**

De façon générale, les taux d'intérêt déterminent dans quelle mesure les investisseurs individuels sont disposés à investir. Lorsque les taux d'intérêt d'instruments porteurs de faible risque sont élevés, les investisseurs préféreront ces instruments. Lorsque les taux d'intérêt de ces instruments sont faibles, les investisseurs se tourneront vraisemblablement davantage vers des investissements porteurs d'un risque plus élevé. Parallèlement, les marchés des actions attirent des capitaux considérables, ce qui peut réduire les montants que les investisseurs individuels ont à investir dans le démarrage d'entreprises (Langille, 1998).

D'autres forces économiques plus importantes, comme l'effondrement des marchés financiers en 1987, peuvent avoir des retentissements néfastes. Après cet effondrement, les investisseurs institutionnels ont presque cessé leurs activités de financement, mais des récits anecdotiques d'investisseurs providentiels portent à croire que ces derniers ont poursuivi leurs activités (Blackwell, 1988). Il se peut que les investisseurs providentiels aient été moins ébranlés que les investisseurs institutionnels par l'effondrement parce que les entreprises en démarrage bénéficiant du financement d'investisseurs individuels sont encore très loin de lancer un premier appel public à l'épargne.

### 3.1.3 RECHERCHE D'OCCASIONS D'INVESTIR ET DÉCISIONS PRÉALABLES À L'INVESTISSEMENT

Le flux d'occasions d'investir dépend d'un certain nombre de facteurs, dont le nombre de propositions en circulation, les activités de recherche des investisseurs providentiels, leurs critères de sélection, la diligence raisonnable et la prise de décisions. Ensemble, ces activités sont au coeur de la recherche d'occasions d'investir et elles entraînent la proposition, par les entrepreneurs, d'idées et d'initiatives indispensables aux investisseurs. La recherche d'occasions par les investisseurs et la qualité des propositions reçues sont des éléments déterminants de l'offre.

Il existe une très nette impression que les investisseurs providentiels ne veulent pas être submergés de propositions, ce qui les incite à rester dans l'ombre, à être « invisibles ». Personne au Canada, *ni ailleurs*, n'a examiné la question de l'anonymat, bien qu'il ait fréquemment été soulevé depuis qu'il a été signalé pour la première fois en 1983 par Wetzel. L'anonymat recherché par les investisseurs providentiels les empêche de divulguer leurs intentions ou de se faire connaître du public.

Pourtant, il existe aussi une très nette impression qu'il n'y a pas suffisamment de bonnes propositions pour absorber le capital-risque offert par les investisseurs individuels (Riding et coll., 1993; Suret et coll., 1995). Suret et coll. (1995) ont affirmé que l'investissement au Québec augmenterait de plus du double si un nombre suffisant de bonnes propositions étaient soumises aux investisseurs providentiels qui manifestent le désir de recevoir un plus grand nombre de ces propositions (Riding et Short, 1987b). Il en résulte un curieux dilemme, celui des investisseurs qui souhaitent à la fois recevoir plus de propositions et taire leur recherche par crainte d'être inondés comme des gagnants à la loterie. Il s'agit certes d'un comportement curieux pour une personne qui souhaite recevoir plus de propositions afin d'accroître la possibilité d'en trouver de meilleures.

Cela soulève des questions sur la manière dont les investisseurs providentiels procèdent pour chercher et trouver des occasions d'investir. Nous sommes très peu renseignés sur ce sujet, voire pas du tout. Les études de l'investissement providentiel effectuées à l'extérieur du Canada laissent entendre que les personnes-ressources (Fiet aux États-Unis) et les réseaux de mise en relation (Mason et Harrison au Royaume-Uni; Heidrich aux États-Unis) sont les principales sources d'occasions d'investir. Riding et coll. (1993) ainsi que Lionais et Johnstone (1999) ont constaté la même chose. Cependant, ces deux méthodes de recherche supposent un rôle très passif de la part des investisseurs providentiels, ce qui ne concorde pas avec ce que nous savons par intuition ni avec les récits anecdotiques. Par exemple, il n'est pas raisonnable de croire que Terry Matthews (de Newbridge Networks), entrepreneur et investisseur individuel très actif ayant eu beaucoup de succès, passe son temps à attendre l'appel d'un avocat ou d'un collègue qui lui signaleront une excellente occasion d'investir. Les réseaux de mise en relation et le recours à des personnes-ressources ont quelque chose de passif. La plus récente thèse de doctorat traitant de la manière d'agir des investisseurs providentiels a passé sous silence la méthode de sélection des occasions d'investir (van Osnabrugge, 1998).

Les études existantes portant sur le recours par les investisseurs à des réseaux de mise en relation et à des personnes-ressources ne nous renseignent pas sur la façon de procéder de ces investisseurs ni sur ce qui les motive. La littérature sur le sujet nous dit que les investisseurs providentiels sont très passifs dans la recherche d'occasions d'investir, mais nous savons par intuition qu'ils se livrent vraisemblablement à diverses activités. Nous ne savons pas exactement *comment* les investisseurs institutionnels ou individuels recherchent des propositions. Les investisseurs providentiels étudient-ils le comportement des entrepreneurs pour y dégager des signes? Se trouvent-ils régulièrement dans des situations où s'assemblent des entrepreneurs ou des exploitants d'entreprises ayant du succès? Les investisseurs providentiels ont-ils un comportement révélateur (agissent-ils de manière à signaler leur intérêt à d'autres investisseurs providentiels ou à des entreprises dans lesquelles ils pourraient investir)? Qu'est-ce qu'ils observent? Qui écoutent-ils?

À qui parlent-ils? Où font-ils passer des annonces? Quel est le rapport entre leurs activités sociales et la recherche d'occasions d'investir ainsi que la décision d'investir? Quelles sont leurs raisons d'agir? Les réponses à ces questions fourniront vraisemblablement des renseignements qui seront utiles à long terme, plutôt que des prescriptions prématurées sur la façon de procéder pour trouver des investisseurs providentiels.

Les chercheurs se contentent de la réponse courante dans leurs études, à savoir le recours à des personnes-ressources et/ou à des réseaux de mise en relation<sup>6</sup>. Les investisseurs providentiels (entrepreneurs-investisseurs ou autres) se livrent certainement à des activités de recherche *sous une forme ou une autre*. Nous serions mieux en mesure de comprendre le processus si nous arrivions à définir leur façon d'agir et de rechercher des occasions d'investir. Constatation intéressante, l'étude sur le Cap-Breton a révélé que les visites à l'improviste d'entrepreneurs et d'autres personnes étaient le troisième moyen par lequel les investisseurs apprennent l'existence d'occasions d'investir (Lionais et Johnstone, 1999), soit la toute première étude à fournir un tel renseignement. Il faut recueillir beaucoup plus d'information de cette nature.

Il est raisonnable de supposer qu'il serait préférable pour les investisseurs providentiels souhaitant recevoir plus de propositions de faire connaître leurs intentions, parce qu'il serait plus facile pour les entrepreneurs de les trouver, ce qui améliorerait le processus de sélection. Les remarques de Ned Macaulay confirment cette hypothèse (Sheldon, 1999). Toutefois, de l'avis d'un autre investisseur providentiel, le processus suivi par les entrepreneurs pour trouver des investisseurs providentiels témoigne de leur persévérance et de leur force de caractère; il est une sorte d'obstacle à surmonter (Greig Clark, dans Greenwood, 1994).

Les investisseurs institutionnels de capital-risque rejettent régulièrement des centaines de propositions; les investisseurs providentiels pourraient recevoir ces propositions s'ils cherchaient activement à les obtenir ou s'ils se faisaient connaître. Il est bien connu que les investisseurs providentiels ont de moins grandes exigences que n'en ont les investisseurs institutionnels de capital-risque sur le plan du taux de rendement minimal, des critères de sélection et de la diligence raisonnable, si bien que la plupart des propositions d'entrepreneurs conviennent mieux aux investisseurs providentiels qu'aux investisseurs institutionnels. La diligence raisonnable peut être moins poussée, par manque de temps ou de compétences, mais le coût d'évaluation résultant est moins élevé et, par conséquent, le taux de rendement exigé l'est aussi. Pour cette raison, plus de propositions conviennent davantage aux investisseurs providentiels qu'aux investisseurs institutionnels de capital-risque (bien que cela ne soit pas nécessairement avantageux pour les investisseurs providentiels puisque certains disent regretter de ne pas avoir fait preuve d'une plus grande diligence (van Osnabrugge, 1998), peut-être à cause de l'échec de très nombreux investissements (Farrell, 1998)).

Outre le nombre des entrepreneurs, leur qualité est aussi un important facteur. De l'avis des investisseurs providentiels, la plupart des entrepreneurs sont des entrepreneurs de second ordre (Riding et coll., 1993) dont les plans d'entreprise peuvent être viables, mais qui sont incapables de générer des rendements exceptionnels<sup>9</sup>. Ces entrepreneurs ont peu de pouvoir dans la relation investisseur-entrepreneur bénéficiaire.

---

<sup>9</sup> Cette affirmation est confirmée par les résultats observés dans le domaine de l'investissement institutionnel de capital-risque et exprimés par le chiffre 6 dans le rapport 2:6:2. Les investisseurs institutionnels de capital-risque estiment qu'en moyenne, deux investissements sur dix devront être radiés, deux autres produiront des rendements exceptionnels qui seront facilement réalisés à la sortie et six seront des morts vivants maintenus au portefeuille. Ces morts vivants sont des entreprises viables et en exploitation, qui procurent salaires et bénéfices aux entrepreneurs, mais qui ne répondront jamais aux attentes initiales de l'investisseur de capital-risque. La difficulté que posent ces investissements est de savoir quoi en faire et comment en retirer un rendement.



En revanche, les entrepreneurs de premier ordre, ceux qui disposent d'autres ressources et qui recherchent les meilleures conditions sur le plan du rapport qualité-prix et de l'appui, compte tenu de leur capital, détiennent un grand pouvoir dans la relation investisseur-entrepreneur bénéficiaire. Ces entrepreneurs offrent les occasions d'investir que recherchent les investisseurs providentiels, mais ces derniers ont moins de chances de les connaître parce que ces entrepreneurs trouvent rapidement des sources de financement (Amit, Glosten et Mueller, 1993). Cela suppose que ces entrepreneurs recherchent moins longtemps des sources de financement. Les investisseurs providentiels à la recherche d'entrepreneurs de premier ordre doivent garder l'oeil ouvert s'ils veulent faire la connaissance de ces entrepreneurs durant le peu de temps qu'ils sont sur le marché.

Il peut être très justifié de soutenir que les entrepreneurs de premier ordre transforment les non-investisseurs en investisseurs. Il doit y avoir une raison qui explique la transformation des non-investisseurs en nouveaux investisseurs. La rencontre d'un entrepreneur de premier ordre ayant un bon plan d'entreprise peut être une condition préalable nécessaire à la transformation de ceux qui n'investissent pas en personnes qui investissent pour la première fois. Le peu de connaissances sur ce processus de transformation met en relief les nombreux aspects importants de l'investissement providentiel qui restent inconnus. Étant donné les avantages considérables que peut procurer l'investissement auprès d'entrepreneurs de premier ordre, ces derniers détiennent probablement un grand pouvoir dans leurs rapports avec les investisseurs providentiels.

### **3.1.4 RÉSUMÉ**

Un certain nombre de facteurs influent sur la capacité qu'ont les investisseurs de se procurer les capitaux essentiels à l'investissement. Les mesures prises par les gouvernements peuvent déterminer le nombre d'investisseurs providentiels capables de fournir des capitaux aux entrepreneurs et, de l'avis général, les gouvernements pourraient faire plus. Des facteurs économiques de nature générale, comme les taux d'intérêt, déterminent dans une large mesure l'attrait de l'investissement individuel. Bien que la richesse et des facteurs économiques paraissent jouer un rôle important, des données révèlent que l'investissement individuel est appréciable dans les zones plus pauvres du pays et qu'il semble se maintenir à un niveau élevé même en périodes de crise sur les marchés financiers.

## **3.2 CONCURRENCE**

Dans de nombreuses branches d'activité, la plus importante des forces en jeu est la rivalité entre les divers intervenants qui manoeuvrent pour se tailler une meilleure place. Les stratégies de chacun dépendent des actions des concurrents et des ressources qu'un intervenant est disposé à utiliser pour riposter ou réagir. De façon générale, la rivalité s'intensifie : lorsque le nombre de concurrents s'accroît, lorsque la croissance de la demande est lente, lorsque les coûts de substitution des clients sont faibles, lorsque les concurrents sont mécontents de leur position, ou lorsqu'il coûte plus cher de se retirer de l'activité que de la poursuivre et de soutenir la concurrence. Des signes de concurrence ont été décelés dans le domaine de l'investissement institutionnel lorsqu'un afflux de capital-risque sur le marché a incité le gouvernement fédéral à avancer qu'il existait trop de capital-risqueurs et trop peu de propositions. Les investisseurs institutionnels ont tenté de se distinguer par la qualité des services à valeur ajoutée offerts, par leur capacité de réaliser l'introduction en Bourse de l'entreprise, par le secteur dans lequel ils se spécialisent et par d'autres services particuliers.

### **3.2.1 NOMBRE DE CONCURRENTS : RÉGIONALISME ET SECRET**

Dans le cadre de la collecte d'information sur les rapports, études et activités des associations professionnelles et des chambres de commerce en ce qui concerne les investisseurs providentiels, nous avons

communiqué avec des directeurs de ces organismes à l'échelle nationale. Peu d'entre eux ont fourni des renseignements sur la question de l'investissement individuel, sous forme de documents ou sous d'autres formes, sauf pour la Chambre de commerce de Terre-Neuve et du Labrador qui a été une source précieuse. Cette dernière avait organisé, dans quatre endroits, une série de colloques, avec documents bien préparés et conférenciers invités, qui a été annoncée dans le cadre d'une grande campagne publicitaire (« Venture Financing Seminar Series », 1995)<sup>7</sup>.

Malheureusement, à certains endroits, la reconnaissance du rôle des investisseurs providentiels dans le financement des entreprises nouvelles ou en expansion a donné naissance à un sentiment de propriété. Bizarrement, certaines collectivités qui comptent des investisseurs providentiels ont décidé de protéger ceux-ci en ne divulguant pas d'information, publiée ou non, à leur sujet. Certains organismes auxquels nous nous sommes adressés, dans le cadre de la recherche de littérature à examiner, ont affiché une hésitation à divulguer des renseignements au sujet des investisseurs providentiels dans leurs collectivités et ils étaient réticents à répondre à des « étrangers » à la recherche de renseignements pourtant déjà publiés<sup>10</sup>, au grand étonnement des chercheurs.

La méfiance avec laquelle ont été accueillies les demandes de renseignements déjà publiés montre l'attitude protectrice de certains organismes à l'égard des investisseurs individuels locaux. Il existe deux explications possibles de cette réaction. Premièrement, il se peut que l'organisme local cherche à protéger l'identité des investisseurs providentiels connus, étant donné que l'anonymat est une question dont on a beaucoup parlé. La deuxième raison de cette attitude protectrice, et la plus vraisemblable, est la volonté des organismes de faire en sorte que les investisseurs providentiels locaux continuent d'investir dans leurs collectivités, en limitant leur exposition à la « menace » de propositions provenant de l'extérieur des collectivités.

Les réactions de ceux qui sont poussés par un sentiment de propriété à protéger leurs collectivités et les investisseurs providentiels locaux nuisent à l'étude de l'investissement providentiel qui permettrait de mieux le comprendre et réduisent la possibilité qu'ont ces investisseurs de trouver de bons investissements. Cette façon de réagir laisse croire qu'il existe encore de nombreux entrepreneurs à la recherche de financement dans des collectivités. Le respect témoigné aux investisseurs providentiels explique le souci qu'ont les organismes régionaux de ne rien révéler. Il est impossible de prévoir la réaction possible à l'arrivée de nouveaux investisseurs providentiels dans ces régions. Nous soupçonnons qu'ils seraient bien accueillis parce que l'abondance est préférable à l'insuffisance.

### **3.2.2 CROISSANCE LENTE DE LA DEMANDE : RARETÉ DES BONNES PROPOSITIONS**

À l'heure actuelle, les propositions soumises par des entrepreneurs sont innombrables. Comme de plus en plus d'investisseurs exigent que les propositions leur soient soumises sous forme de plans d'entreprise détaillés, il est devenu plus facile pour les entrepreneurs de faire connaître leurs idées. Avant que l'importance des plans d'entreprise ne soit généralement reconnue, les entrepreneurs souhaitant soumettre une proposition pour obtenir du financement devaient la présenter en personne, situation qui était plus intimidante.

---

<sup>10</sup> Les demandes de renseignements publiés portant sur les investisseurs providentiels, dans le cadre de la recherche pour cette analyse, ont été mal accueillies par des associations professionnelles ou chambres de commerce à l'Île-du-Prince-Édouard et à Vancouver, en particulier.

Bien qu'il y ait de nombreux plans d'entreprise en circulation, les bons plans semblent rares. Dans leur analyse du marché, Riding et coll. (1993) laissent entendre que de nombreux investisseurs providentiels ont des capitaux à fournir, mais qu'ils ne reçoivent pas assez de bonnes propositions. Un certain nombre d'études ont signalé l'existence au Canada de capitaux inutilisés considérables (Riding et coll., 1993; Suret et coll., 1995; Lionais et Johnstone, 1999). Riding et coll. (1993) ont conclu qu'il y avait pénurie non pas d'investisseurs, mais de bonnes occasions d'investir. Souvent, les entrepreneurs ne sont pas prêts à accorder les avantages auxquels sont en droit de s'attendre les investisseurs de capital-risque (Suret et coll., 1995). En outre, lorsque les entrepreneurs proposent des plans d'entreprise sans tenir compte du rendement attendu par les investisseurs providentiels, ils ne font pas que révéler qu'ils n'ont pas les compétences voulues pour bien commercialiser un produit et pour bien gérer les capitaux des investisseurs, ils l'affichent clairement (Riding, 1998).

Dans les études canadiennes, américaines et britanniques, le doute que les entrepreneurs soient capables (Bochove, 1993) de réussir la mise en marché du produit est la principale raison du rejet des plans d'entreprise proposés. La capacité de gérer des entrepreneurs est un facteur très important pour les investisseurs providentiels. Pour ces investisseurs, la sélection d'entrepreneurs compétents est un moyen de limiter leur exposition au risque du marché (Fiet, 1995). Le souci qu'ils ont de bien sélectionner l'entrepreneur (souci du risque associé à la délégation) tient au fait qu'ils ne peuvent pas reprendre le contrôle de leurs investissements, au besoin, en raison de leur participation limitée, de l'absence de mécanismes de contrôle prévus dans l'entente comme des clauses de hausse automatique de la participation et une étroite surveillance, ainsi que de l'incapacité de remplacer l'entrepreneur. Les investisseurs providentiels limitent le risque du marché auquel ils s'exposent en sélectionnant des entrepreneurs qu'ils croient être des experts dans les domaines de la production et de la mise en marché et qui sont capables de faire évoluer l'entreprise sur le marché, de manière à tirer le meilleur parti des occasions et à limiter le risque posé par le secteur, par le marché et par la concurrence<sup>8</sup>.

Le très grand nombre d'investissements individuels (Riding, 1993; Farrell, 1998) laisse entendre que de nombreux investisseurs providentiels parviennent à trouver de nombreuses occasions d'investir qui répondent à leurs critères. Au Québec, Suret et coll. (1995) soutiennent que les plus gros investisseurs individuels sont en concurrence avec les investisseurs institutionnels de capital-risque, concurrence qui est exacerbée par le fait que le gouvernement cherche à promouvoir l'investissement *institutionnel*.

En théorie, lorsque les fournisseurs (investisseurs providentiels) sont plus nombreux que les clients (bons entrepreneurs), la concurrence s'intensifie parce que les concurrents rivalisent entre eux pour se tailler une part du marché. Si la rivalité entre les investisseurs providentiels à la recherche de propositions est censée accentuer la concurrence, pourquoi cette rivalité n'est-elle pas visible? Au contraire, il semble exister une grande coopération entre ces investisseurs. Cela peut s'expliquer par l'attrait de la syndication et l'existence de lacunes sur le plan de l'information sur le marché. Prenons d'abord la syndication.

### 3.2.3 SYNDICATION

Le terme «syndication» désigne l'opération de financement conjoint d'un projet par plusieurs investisseurs. Elle est un moyen pour l'entrepreneur de bénéficier d'un plus gros investissement grâce à la mise en commun des capitaux de plusieurs investisseurs. La syndication permet aux investisseurs providentiels de réduire le risque qu'ils courent de deux façons. Premièrement, elle permet à un investisseur providentiel qui ne peut pas ou ne souhaite pas investir seul, de mettre ses capitaux en commun avec d'autres investisseurs individuels pour le financement d'entreprises à la recherche de capitaux importants. Deuxièmement, elle permet le partage, entre les membres du groupe, de l'information sur le marché et du risque. Comme on peut le lire dans Sheldon (1999, p. 28) : « Je n'ai pas les moyens de dépenser 100 000 \$ pour les services d'avocats et

d'experts en technologie nécessaires pour m'acquitter de la diligence raisonnable. Si nous sommes trois investisseurs, nous disposons ensemble de plus de connaissances et d'un plus grand réseau de personnes-ressources. Le groupe peut compter un ingénieur connaissant une personne ayant des connaissances connexes qui peut se charger de la vérification<sup>9</sup>. »

Les études effectuées à l'étranger donnent à penser que la syndication a pour effet de prolonger la durée de l'investissement et de réduire le rendement auquel peuvent s'attendre les investisseurs providentiels (Aram, 1989), deux conséquences avantageuses pour l'entrepreneur bénéficiaire de l'investissement. La syndication et le renvoi d'une entreprise à une autre sont des pratiques bien établies dans le domaine de l'investissement institutionnel de capital-risque (Sweeting, 1991; Tyebjee et Bruno, 1984), et certains investisseurs semblent financer des projets qu'ils avaient précédemment rejetés lorsque, plus tard, d'autres capital-risqueurs décident d'investir (Steier et Greenwood, 1995).

Dans la région d'Ottawa-Carleton, 91 % des investisseurs providentiels aimaient s'unir à d'autres pour investir et avaient investi par l'intermédiaire d'un syndicat, d'une société de capital-risque ou d'un organisme public (Riding et Short, 1987b). Ces résultats contrastent avec ceux au Cap-Breton où les investisseurs se regroupaient pour investir dans 50 % des cas et investissaient seuls 35 % du temps (Lionais et Johnstone, 1999). Dans l'ordre des préférences, l'investissement conjoint a été coté à un niveau à peine supérieur à celui de l'indifférence. Ce résultat peut être attribuable au fait que le marché financier y est moins évolué (investisseurs moins nombreux et investisseurs moins variés), qu'il existe moins d'information sur le marché ou qu'il y a un moins grand nombre d'investisseurs habituels ayant investi collectivement. Les divergences observées entre ces deux régions peuvent aussi découler de disparités économiques, la région du Cap-Breton étant plus défavorisée que celle d'Ottawa-Carleton.

Il existe peu d'information sur la syndication et sur les investisseurs principaux, mais il y a lieu de croire que la syndication peut être un moyen de combler l'insuffisance de l'investissement providentiel dans certains secteurs. Par exemple, lorsque l'investissement est insuffisant dans un secteur, comme celui de la technologie de pointe au Cap-Breton, la syndication serait une solution possible parce qu'elle suppose le regroupement de plusieurs investisseurs dont un seul connaissant très bien la technologie<sup>11</sup>.

De façon générale, l'investissement providentiel est plus propice à la coopération qu'à la concurrence, ce qui caractérise une activité nouvelle dans laquelle il est plus avantageux pour les participants de coopérer que de se faire concurrence.

### **3.2.4 LACUNES SUR LE PLAN DE L'INFORMATION**

Dans certains secteurs, la concurrence s'exerce surtout par les prix. Dans d'autres, le rendement, l'innovation (produits), la qualité, la durabilité, le service après-vente ou l'image de marque sont ce qui distingue les concurrents. Dans le domaine de l'investissement institutionnel de capital-risque, les capital-risqueurs cherchent à se distinguer par leur spécialisation et par leur capacité de contribuer et de dégager une plus-value. Les investisseurs providentiels ne présentent pas de caractéristiques semblables permettant de les différencier.

Il existe peu de moyens par lesquels les investisseurs providentiels peuvent échanger de l'information. Outre une rare couverture dans les médias et le bouche-à-oreille, il est impossible pour les investisseurs

---

<sup>11</sup> Cette solution a été proposée par Johnstone, à l'University College of Cape Breton.

providentiels de connaître les pratiques d'autres investisseurs providentiels. Ils ne savent pas ce qu'offrent les autres investisseurs providentiels, comment ils structurent leurs investissements, les rendements auxquels ils s'attendent ni leurs pratiques de gestion. En conséquence de l'absence d'un moyen de diffusion de l'information, de l'irrégularité de l'échange d'information entre investisseurs et du manque résultant de connaissances sur les activités d'autres investisseurs providentiels, la concurrence entre investisseurs est minime.

Un des plus importants faits nouveaux du point de vue de la diffusion de l'information et de la solution au problème des lacunes dans ce domaine est la propagation et les retentissements de l'Internet qui a transformé en profondeur la relation pouvoir-savoir établie. Il existe des centaines de services de jumelage et d'intermédiaires d'investisseurs providentiels accessibles en ligne aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Europe et en Australie. On trouve sur Internet des sites Web offrant des services de jumelage, des conseils pour entrepreneurs, des annonces de projets, des conseils pour la recherche d'investisseurs providentiels et des annonces d'investisseurs providentiels eux-mêmes.

Constatation des plus étonnantes, la prolifération des ordinateurs et la croissance exponentielle de tous les services liés à Internet n'ont pas mené à l'apparition d'une multitude de sites Web ayant trait à l'investissement providentiel au Canada. De tels sites sont rares. En ce qui concerne le gouvernement, cette situation peut être la conséquence naturelle de difficultés attribuables à l'échec du projet de Réseau des possibilités d'investissement au Canada, mais il semble que de nombreux projets dans le cadre du Plan d'investissement communautaire du Canada (PICC) n'ont pas de sites Web. Abstraction faite des sites subventionnés, il est raisonnable de penser qu'il devrait exister plus de sites de jumelage locaux ou privés. Parmi les sites trouvés, quelques-uns traitent de l'activité des investisseurs providentiels dans le cadre d'autres informations, quelques autres portent précisément sur l'investissement providentiel, et trois sites canadiens visent le jumelage d'entrepreneurs et d'investisseurs. Ce sont : 1) le « club d'investisseurs providentiels » de Banakor Suisse ([www.banakor.com](http://www.banakor.com)), site où figure un numéro de téléphone à Toronto; 2) le site PICC de Mount Pearl, ([www.mtpearl.nf.ca](http://www.mtpearl.nf.ca)), où sont décrites les activités et les responsabilités en matière de jumelage; 3) le site PICC de Sainte-Thérèse-de-Blainville (<http://www.carrefour-capital.com>).

D'autres sites canadiens offrant quelques renseignements généraux sur les investisseurs providentiels et sur la nature de leurs investissements sont : le Conseil canadien de la PME et de l'entrepreneuriat, Industrie Canada, Macdonald and Associates, Ventures West Inc., VC Firm et l'Association canadienne du capital de risque. Les sites de chacun sont indiqués à la section 6.3.

La rareté des sites Web et le peu d'activité au Canada sont d'autres preuves des lacunes sur le plan de l'information. Partout dans le monde, des membres d'associations et de secteurs se réunissent sur Internet pour discuter en ligne de milliers de sujets, mais les investisseurs providentiels choisissent de ne pas investir dans un échange d'information avec d'autres investisseurs. Il serait si facile pour les investisseurs providentiels d'utiliser Internet pour faire la connaissance d'autres investisseurs individuels, pour échanger de l'information avec eux et pour comparer les prix, les caractéristiques des ententes et les modalités de sortie, mais il n'existe toujours rien. L'activité des investisseurs providentiels est très solitaire.

### **3.2.5 RÉSUMÉ**

Le souci de protection et de ne rien révéler dont font preuve les associations professionnelles donne à penser que les investisseurs providentiels ne sont pas assez nombreux pour répondre aux besoins des entrepreneurs locaux. Pourtant, les investisseurs providentiels disent ne pas trouver suffisamment de bons entrepreneurs (demande) à qui fournir tous les capitaux qu'ils ont à offrir. Investisseurs et entrepreneurs ne partagent pas le même avis sur le sujet. Les investisseurs providentiels n'ont pas profité de la nouvelle technologie de l'information pour se renseigner sur les activités d'autres investisseurs, ce qui laisse entendre qu'il existe encore des lacunes sur le plan de l'information. Comme les investisseurs providentiels ne sont pas au courant des activités, taux de rendement, critères d'investissement et occasions d'investir d'autres investisseurs comme eux, la concurrence entre investisseurs est minime.

## **3.3 MENACE DE NOUVEAUX ENTRANTS**

La menace de nouveaux entrants est créée par l'existence de facteurs pouvant concourir à accroître le nombre de concurrents dans une branche d'activité. L'analyse de cette menace a pour but de dégager les facteurs de concurrence pouvant entraîner un accroissement des participants qui exercent les mêmes activités et se font concurrence sur un même marché. Dans la plupart des secteurs, une menace élevée de nouveaux arrivants suppose une plus grande concurrence et le besoin de réagir davantage à la concurrence. Lorsque le jeu des facteurs dans un secteur concourt à des marges bénéficiaires élevées et qu'il existe peu d'obstacles à l'entrée, il peut se produire un afflux de nouveaux concurrents sur le marché, de sorte qu'il sera plus difficile pour les concurrents existants de poursuivre leurs activités et de réaliser des profits. Divers facteurs peuvent avoir pour effet de dissuader de nouveaux participants d'entrer dans une branche d'activité, par exemple : le coût élevé en capital nécessaire pour entrer, l'obligation d'avoir des connaissances détaillées et spécialisées, l'existence d'effets liés à la courbe d'apprentissage, des exigences ou des entraves particulières sur le plan des ressources, l'accès limité à des moyens de distribution, ou la réglementation et la politique des pouvoirs publics. Le jeu de certains de ces facteurs peut entraver l'entrée de nouveaux participants dans une branche d'activité (Thompson et Strickland, 1998).

### **3.3.1 CAPITAUX REQUIS POUR ENTRER**

Pour entrer sur le marché, avec ou sans succès, un investisseur doit avoir beaucoup de capitaux. Lorsqu'il n'existe pas de mesures d'incitation fiscales, les capitaux à investir sont des montants après impôt, de sorte qu'ils sont presque deux fois plus coûteux si l'on tient compte des taux d'imposition auxquels sont assujetties bon nombre de personnes pouvant investir (Riding et coll., 1993). Il existe certaines mesures d'incitation provinciales et fédérales, mais il faut manifestement avoir un minimum de capitaux à investir.

Toutefois, l'obstacle à l'entrée n'est peut-être pas aussi grand que ne le laissent entendre les résultats d'un échantillonnage de commodité. De façon générale, les échantillons non aléatoires sont composés d'un petit nombre d'investisseurs ayant investi beaucoup. Toutefois, l'échantillonnage aléatoire permet de repérer de nombreux investisseurs providentiels (Farrell, 1998), ce qui donne à penser qu'il n'est peut-être *pas* nécessaire d'être très riche et d'avoir un revenu élevé pour devenir un investisseur providentiel. Dans son étude, Farrell n'a pas demandé de renseignements sur le revenu ou sur la richesse, et le nombre d'investisseurs providentiels repérés laisse croire que le nombre d'investisseurs individuels peut être bien plus élevé que celui des personnes très riches dans les provinces. La même étude a révélé que le montant de l'investissement varie entre 1 000 \$ et 500 000 \$. Ces investissements sont relativement petits, mais ils montrent qu'il plaît à certaines personnes d'investir dans de nouvelles entreprises et que l'obstacle à l'entrée est minime.

### 3.3.2 ACCÈS À DES MOYENS DE DISTRIBUTION : RÉSEAUX DE MISE EN RELATION

Les investisseurs providentiels sont peu connus et donc difficiles à trouver. L'anonymat des investisseurs et la difficulté qu'ont les entrepreneurs à les repérer sont des conditions comparables à un jeu de cache-cache dans lequel les participants ont les yeux bandés (Gaston, 1989, p. 4). Il semble que le réseau de collègues et de relations d'un entrepreneur lui offre encore la meilleure chance de trouver un investisseur (Yarr, 1999; Sharwood, 1996). Dans les provinces de l'Atlantique, comme les investisseurs novices sont plus nombreux que les investisseurs habituels, il est conseillé aux entrepreneurs de chercher des personnes n'ayant pas encore investi (Farrell, 1998).

Les services de mise en relation visent à jumeler des investisseurs providentiels et des entrepreneurs. D'importants efforts ont été déployés pour établir de tels services. Les réseaux de mise en relation, les services de jumelage et les services de mise en réseau sont tous des moyens souhaitables et importants de rapprocher acheteurs et vendeurs. L'accès à des moyens de distribution – moyens appropriés de jumeler investisseurs providentiels et entrepreneurs – est un sujet qui suscite beaucoup de débats, d'études et d'efforts de la part des autorités au Canada. Des intermédiaires ont été créés et des initiatives de jumelage nationales ou locales, subventionnées ou privées, ont été entreprises, mais l'accueil *et* les résultats de ces initiatives ont beaucoup varié.

Selon les premières analyses, l'idée de réseaux de jumelage au Canada a suscité une réaction très variée chez les investisseurs, depuis le vif intérêt jusqu'à l'indifférence. Selon Riding et Short (1987b), ces réseaux présentaient peu d'intérêt, voire aucun, pour environ 30 % des investisseurs individuels et un intérêt relatif pour environ 45 % des investisseurs. Le message qui semble s'en dégager, bien qu'il soit faible, est que ces réseaux ne présentent pas d'intérêt pour les investisseurs individuels et que ces derniers préfèrent trouver eux-mêmes des occasions d'investir. Ils ne voulaient pas de tels services, n'avaient pas confiance en eux ou bien ne les jugeaient pas nécessaires. Il se peut que ces intermédiaires aient été moins acceptés à l'époque parce que ce genre de services était moins connu. Il reste à savoir pourquoi certains investisseurs providentiels (et peut-être bon nombre) ne souhaitent pas ces services.

Au cours de la dernière décennie, un certain nombre de services de jumelage ont été mis sur pied. En 1990, la Foundation for the Advancement of Canadian Entrepreneurship (FACE) a fondé la société appelée Enterprise Funding Corporation offrant une base de données (information, occasions, réseaux et ressources) dans laquelle il était possible de faire paraître des occasions et de les examiner (DeJordy, 1990a, 1990b). La Société d'expansion économique d'Ottawa-Carleton a créé un bureau responsable du programme SIO (Specific Investment Opportunity) qui a favorisé le financement du démarrage d'entreprises, lequel représentait un montant de près de 5 millions de dollars (Riding, 1998, p. ME4).

Riding et coll. (1993) ont traité en détail de l'échec du projet de Réseau des possibilités d'investissement au Canada (Canadian Opportunities Investment Network – COIN). Les services de mise en relation en ligne ont eu peu de succès au Canada, en raison du caractère non structuré de la base de données, de l'éloignement des investisseurs et entrepreneurs à jumeler et du fait que les entrepreneurs étaient présentés sans égard pour la nature ou la qualité de leurs propositions. En outre, il a été jugé que le respect de l'anonymat laissait à désirer parce que l'investisseur devait communiquer avec l'entrepreneur. Le Halifax Equity Group, service plus personnalisé, dans le cadre duquel les entrepreneurs étaient bien préparés avant leur présentation aux investisseurs, a aussi été un échec, mais il était moins bien connu et il n'a pas fait l'objet d'une étude publiée. Il y a vraisemblablement eu d'autres tentatives d'établissement de services de mise en relation qui ont aussi affichés des mauvais résultats.

Au Royaume-Uni, les services de mise en relation qui semblent connaître le plus de succès sont généralement financés par les membres abonnés et l'évaluation des occasions d'investir est minime. Les investisseurs reçoivent un bulletin décrivant en détail les activités des entrepreneurs. Il incombe aux investisseurs de communiquer avec les entrepreneurs, si l'occasion d'investir paraît intéressante. Bien que le principe soit semblable, les services au Royaume-Uni semblent avoir plus de succès que n'en a connu le Réseau des possibilités d'investissement au Canada (COIN).

Il n'existe pas de critères permettant de déterminer le succès de tels services. Toutefois, il y a des exemples de services relativement réussis au Canada, par exemple, l'ancien Investment Opportunities Project (IOP) de la Chambre de commerce de St. John's et l'actuel programme pour étudiants à la maîtrise en administration des affaires à l'Université de Calgary. L'ancien projet de St. John's, financé par l'Agence de promotion économique du Canada atlantique (APECA), servait à réunir des investisseurs pour qu'ils prennent connaissance d'occasions d'investir, à organiser des forums et à offrir des colloques de formation et d'information. Durant les trois années d'existence du projet, 12 des 90 entrepreneurs ont trouvé des investisseurs, résultats jugés acceptables. Dans le cadre du projet de l'Université de Calgary (*Résumé des délibérations, Conférence du PICC, 1999*), des étudiants en maîtrise évaluent les propositions d'entrepreneurs, en contrepartie de quoi ils obtiennent des crédits universitaires<sup>10</sup>. Si des propositions se révèlent prometteuses après l'évaluation faite par les étudiants, un certain nombre d'investisseurs providentiels sont invités à l'Université pour en prendre connaissance. Un certain nombre de réussites notables ont été enregistrées au cours des 15 dernières années, mais, malheureusement, comme cela se produit chez les investisseurs institutionnels de capital-risque, il semble que les investisseurs providentiels préfèrent plus souvent des occasions d'investir importantes (investissement de plus de 500 000 \$)<sup>12</sup>, ce qui défavorise les entreprises en démarrage pour qui l'investissement providentiel paraissait idéal.

Plus récemment, dans le cadre du Plan d'investissement communautaire du Canada (PICC), un programme complet de perfectionnement dans le domaine de la recherche de capital (*Étapes vers le capital de croissance, 1997*) a été mis sur pied et 22 projets pilotes ont été entrepris à l'échelle nationale; ces projets consistent à établir des bases de données et des réseaux, à organiser des forums pour investisseurs, à sélectionner des propositions d'entrepreneurs et à aider les entrepreneurs à se préparer pour faciliter leur recherche de capital. Les projets doivent être analysés en vue de dégager les pratiques optimales et les résultats doivent être diffusés au terme du programme en 2002 (« Plan d'investissement communautaire au Canada », 1995).

En 1998, la société d'investissement, Banakor Swisse, a mis sur pied, par l'intermédiaire de la société Chase Global Capital, un « club d'investisseurs providentiels » dans le cadre duquel des investisseurs, même s'ils n'ont que 1 000 \$, peuvent participer à un investissement collectif dans un projet ayant été examiné et analysé par des spécialistes de Banakor Swisse (« Angels Are Organizing », 1998). Les investisseurs providentiels retirent un rendement correspondant non pas à la moyenne habituelle, mais au taux en vigueur qui est versé par Banakor Swisse sur les comptes d'épargne. Trois mois après l'annonce, des représentants de la société d'investissement se sont réunis avec des investisseurs éventuels à Nassau (« Looking for

---

<sup>12</sup> Le Conseil économique des provinces de l'Atlantique (1994) soutient, comme d'autres l'ont fait dans des études réalisées ailleurs, qu'il est impossible pour ces services d'exister sans fonds publics parce que leurs exploitants – qui souhaitent toucher une commission ou percevoir des frais – se tourneront toujours vers les gros investissements, ce qui est contraire à l'objectif de financement des très jeunes entreprises visé par l'incitation à établir ces services.



Returns », 1998b), et dix mois plus tard, ils qualifiaient le club de distingué groupe unique d'investisseurs de capital-risque internationaux avertis. La composition du groupe semble avoir beaucoup évolué depuis ses débuts, alors qu'il visait à réunir des petits investisseurs de 1 000 \$ (« Banakor Suisse Financial », 1998c).

Il a été signalé qu'en raison de la difficulté de trouver de bonnes occasions d'investir (Riding et Short, 1987a), il importe que le service de mise en relation élimine les « citrons » (Blatt et Riding, 1993). Dans certaines études au Royaume-Uni, les auteurs ont soutenu que les services de mise en relation n'attirent que des mauvaises propositions (Harrison, Dibben et Mason, 1997), parce que seuls les moins bons entrepreneurs s'adressent à ces sources de financement (Amit, Glosten et Mueller, 1990). Les investisseurs providentiels qui aiment être en réseau préfèrent les présentations en petits groupes et les cercles d'investisseurs privés (Lionais et Johnstone, 1999). Il semble que l'existence de fonds suffisants soit un facteur important parce qu'une corrélation directe a été établie entre la suffisance des fonds pour la publicité et le flux continu de nouvelles occasions d'investir et de nouveaux investisseurs providentiels (Brown et Stowe, 1991).

À l'heure actuelle, les conditions pour l'établissement de services de jumelage semblent devenir plus propices, mais la formule parfaite pouvant attirer les investisseurs et répondre aux besoins des entrepreneurs reste à découvrir. En théorie, la mise en relation des investisseurs providentiels et des entrepreneurs et la diffusion accrue de l'information devraient concourir à rendre le fonctionnement du marché plus efficace, mais il semble que les moins bons entrepreneurs soient ceux qui profitent des services de mise en relation (Amit, Glosten et Mueller, 1990). Dans la pratique, ces services attirent parfois peu d'investisseurs, et les entrepreneurs trop enthousiastes sont mécontents des résultats lorsqu'ils attendent des mois ou des semaines et qu'ils n'obtiennent pas de financement.

Les services de mise en relation jouent le rôle d'intermédiaires entre les entrepreneurs et les investisseurs providentiels. Plus l'utilisation d'Internet se répandra, plus il y aura de concurrence dans la recherche de bonnes propositions, de sorte que les bonnes occasions d'investir deviendront encore moins nombreuses. Dans son analyse de la situation aux États-Unis, Langevoort (1998) soulève des questions qui incitent à réfléchir au sujet des moyens directs de mise en relation des investisseurs providentiels et des entrepreneurs, et de leurs conséquences. Le recours accru des entreprises à Internet se traduira vraisemblablement par une augmentation des propositions douteuses.

Afin d'éclaircir les questions qui seront soulevées par le rapprochement facile d'investisseurs et d'entrepreneurs sur Internet et par les propositions douteuses qui surgiront, Langevoort (1998) conseille d'examiner avec soin le rôle des intermédiaires et les effets d'une désintermédiation possible. Il recommande une étude empirique étendue des pratiques des investisseurs pour dégager comment ils apprennent l'existence d'occasions d'investir, dans quelle mesure ils sont vraiment des investisseurs « avertis » et quelles autres sources d'information ils utilisent pour prendre des décisions. Il incite aussi les chercheurs à faire des études semblables des entreprises en démarrage. Étant donné le progrès au Canada dans le domaine de la mise en relation, ou son absence, les appels à l'étude plus approfondie de la question de mise en relation semblent opportuns.

### **3.3.3 EFFETS DES CONNAISSANCES DÉTAILLÉES ET SPÉCIALISÉES OU DE LA COURBE D'APPRENTISSAGE DES INVESTISSEURS HABITUELS**

Dans les études réalisées à l'extérieur du Canada, il est question des effets de l'activité des investisseurs providentiels habituels, ceux qui ont déjà investi plus d'une fois, parce qu'ils seraient vraisemblablement ceux qui, ensemble, administrent la plus grande part des investissements. Ces investisseurs habituels peuvent

bénéficier d'économies d'échelle ou de gains d'efficacité attribuables à l'apprentissage. Toutefois, les économies d'échelle et le besoin d'investir beaucoup peuvent ne pas être des obstacles à l'entrée aussi importants qu'on ne le croyait, étant donné le très grand nombre d'investisseurs novices – ceux qui ont investi une fois et investiront de nouveau ou ceux qui ont investi une fois et n'investiront plus – qu'ont révélé certaines études. Dans une étude portant sur des entreprises récemment constituées en sociétés, Farrell (2000, à paraître) a constaté qu'il y avait 50 % d'investisseurs novices et 50 % d'investisseurs habituels. Dans des études antérieures, les investisseurs habituels étaient souvent proportionnellement plus nombreux en raison de l'échantillonnage de commodité. Il se peut que les membres de clubs ou d'associations d'investissement providentiel aient plus souvent été des investisseurs habituels, parce que leur degré d'activité élevé favoriserait l'adhésion à de tels groupes. Par conséquent, lorsque les investisseurs interviewés ont signalé d'autres investisseurs, il est probable que ces derniers aient été aussi des investisseurs habituels. Dans des études fondées sur un échantillonnage plus représentatif, la proportion des investisseurs providentiels novices s'est révélée plus importante.

Les connaissances acquises au sujet des activités des investisseurs habituels, c'est-à-dire des investisseurs en série et des investisseurs de portefeuille, incitent à chercher à en apprendre davantage au sujet des investisseurs providentiels. Il est difficile de ne pas supposer que l'expérience et l'apprentissage jouent un rôle dans l'investissement individuel<sup>11</sup>. Il est bien connu que les investisseurs providentiels protestent qu'ils feraient preuve d'une plus grande diligence s'ils en avaient à nouveau l'occasion (van Osnabrugge, 1998). L'existence d'une « masse critique » ou une lente progression du nombre d'investissements et de l'apprentissage pourraient aider les investisseurs à mieux évaluer les entrepreneurs qui sont, pour eux, le moyen clé de contrôler le risque du marché (Fiet, 1995). En revanche, lorsque le premier investissement d'un investisseur individuel lui a procuré un rendement exceptionnel, il lui sera difficile de connaître un tel succès de nouveau parce que, suivant un principe statistique, les résultats subséquents tendront vers la moyenne.

#### **3.3.4 SORTIES : OBSTACLES À L'ENTRÉE**

La sortie est un moment précaire pour l'investisseur individuel parce qu'il peut lui être difficile de trouver des acheteurs. Cette difficulté représente un grave obstacle à la sortie. Quelles que soient les conditions de l'investissement et sa viabilité, l'absence d'un moyen de sortie rend cet investissement non liquide. Moins d'efforts ont été déployés pour favoriser la création de voies de sortie que pour stimuler les occasions de mise en relation. Les efforts visant à accroître l'investissement ont été concentrés sur le premier stade du processus, celui où les entrepreneurs obtiennent le capital recherché, plutôt qu'au stade final, celui où les investisseurs cherchent à se retirer et peuvent avoir de la difficulté à y parvenir. Lorsque les efforts sont constamment axés sur le début du processus d'investissement, l'accent porte sur le bénéficiaire de l'investissement, à savoir l'entrepreneur. Si les efforts étaient réorientés vers la fin du processus, c'est-à-dire vers la sortie, l'attention serait tournée vers l'investisseur. L'incrédulité des entrepreneurs à l'égard des rendements auxquels s'attendent les investisseurs individuels traduit le peu d'intérêt ou d'attention porté aux besoins des investisseurs providentiels en matière de rendement et de voie de sortie.

Dans les provinces de l'Atlantique, 18 % des investisseurs individuels se sont retirés, mais aucun détail de la voie de sortie n'est connu (Farrell, 1998). Un autre tiers des investissements ont échoué, ce qui laisse entendre qu'environ 50 % des investisseurs n'ont jamais cherché à se retirer. En 1986, les efforts déployés pour créer des marchés secondaires pour les actions non cotées et pour améliorer l'accès des petites et moyennes entreprises au Système canadien automatisé de transactions hors Bourse (Canadian Over-the-Counter Automated Trading System – COATS) ont eu peu de succès auprès des commissions de valeurs mobilières (DeJorjey, 1989b, p. B3).

### 3.3.5 TAUX DE RENDEMENT

Les secteurs caractérisés par des taux de rendement élevés attirent souvent de nouveaux entrants qui sont des entreprises ou entrepreneurs cherchant à se procurer une part des profits. Dans l'optique de l'investissement de capital-risque, le rendement a deux composantes, à savoir le montant retiré lors de la sortie et la durée de l'investissement. Le temps que dure l'investissement influe directement sur le rendement que retire l'investisseur. Lorsqu'il s'agit de rendement, il faut veiller à distinguer le rendement *attendu* et le rendement *réel* : le premier est celui que l'investisseur espère réaliser et le second est le rendement qui est effectivement réalisé à la sortie.

La recherche de moyens de rendre compte du rendement qui sont appropriés et transparents est un problème avec lequel se débattent les investisseurs institutionnels de capital-risque à l'échelle internationale. Suivant un renversement étrange de la relation générale risque-rendement dans le domaine de l'investissement, le rendement d'un investissement de démarrage à risque élevé s'avère médiocre (Bygrave, 1994; Wright, Robbie et Chiplin, 1997). Étant donné que le rendement des investissements de démarrage est calculé en fonction du rendement d'investissements de sociétés de capital-risque, il est raisonnable de supposer que les investisseurs providentiels réaliseront de moins bons rendements parce que leur évaluation préalable à l'investissement est moins diligente. En revanche, il peut être raisonnable de s'attendre à de meilleurs rendements parce que l'investisseur providentiel connaît généralement déjà l'entrepreneur qu'il financera ou parce qu'il acquiert une moins grande participation que les investisseurs institutionnels de capital-risque (Farrell, 1998) et parce que, de façon générale, plus le taux de propriété de l'entrepreneur est élevé, plus la réussite de l'entreprise est grande (Amit, Brander et Zott, 1997).

La littérature portant sur l'investissement individuel de capital-risque renferme peu de précisions sur les rendements réels<sup>12</sup>. Au Canada, la durée moyenne *prévue* d'un investissement est de plus de six ans (Riding et coll., 1993). Les investisseurs dans la région d'Ottawa-Carleton s'attendent à ce que leurs capitaux soient investis pour une période de cinq à huit années (Dal Cin et coll., 1993). La durée réelle de l'investissement peut dépendre dans une large mesure des possibilités de sortie et du taux de faillite des jeunes entreprises.

Les investisseurs individuels *s'attendent* à réaliser un taux de rendement non composé après impôt de 32 %, qui est comparable au taux de plus de 50 % par année observé dans d'autres études, étant donné le taux d'imposition de 51 % auquel sont assujettis la plupart des investisseurs individuels (Riding et coll., 1993). Dans leur étude, Dal Cin et coll. (1993) ont fait état de taux de rendement variant entre 30 et 40 %. Dans l'étude de Riding et Short (1987b), les investisseurs habituels étaient généralement satisfaits des rendements obtenus et ont affirmé qu'ils investiraient de nouveau. Farrell (1998) a traité brièvement de la question dans son étude étant donné que peu d'investisseurs étaient disposés à parler du rendement. Ceux qui ont répondu ont déclaré des rendements variant entre 20 et 50 %<sup>13</sup>. Toutefois, il a été étonnant de constater que plus d'un tiers des investisseurs providentiels sélectionnés au hasard ont signalé qu'ils avaient perdu tous les capitaux investis (Farrell, 1998). Lorsque augmentent les pertes globales associées à un certain nombre d'investissements importants, l'ensemble des investissements doit afficher de bien meilleurs résultats pour que le taux de rendement demeure raisonnable. Le très petit nombre *d'exemples* de grandes réussites donne à penser que les investisseurs ne retirent pas le taux de rendement qu'ils espéraient réaliser. D'après les

---

<sup>13</sup> Ces résultats peuvent dépendre de la manière dont la question a été formulée lors de l'entrevue par téléphone. Il se peut que les répondants n'aient pas eu le temps de calculer leur rendement s'ils ne l'avaient pas fait avant l'entrevue. Dans le questionnaire actuellement utilisé, la question à ce sujet a été reformulée.

données les plus sûres concernant le taux de rendement moyen qu'obtiennent les investisseurs providentiels, il n'y a pas lieu de craindre un afflux massif de nouveaux entrants.

### **3.3.6 INVESTISSEURS PROVIDENTIELS EN SÉRIE ET ENTREPRENEURS-INVESTISSEURS PROVIDENTIELS**

La distinction entre les diverses catégories de capital-risque privé peut paraître nette, mais, en réalité, il y a beaucoup de flou. À mesure que l'intérêt s'intensifie et que la recherche progresse, deux nouvelles catégories d'investisseurs providentiels attirent une attention grandissante. (Ils ont toujours existé, mais nous ne faisons que commencer à les étudier et à définir leurs caractéristiques.) Ils sont ceux qui investissent les gains tirés d'investissements individuels précédents, ou ils sont eux-mêmes des entrepreneurs ayant réussi qui investissent les gains retirés d'une entreprise en cours ou antérieure. Dans cette analyse, ce sont respectivement les investisseurs providentiels en série et les entrepreneurs-investisseurs providentiels. (Farrell, 2000, à paraître).

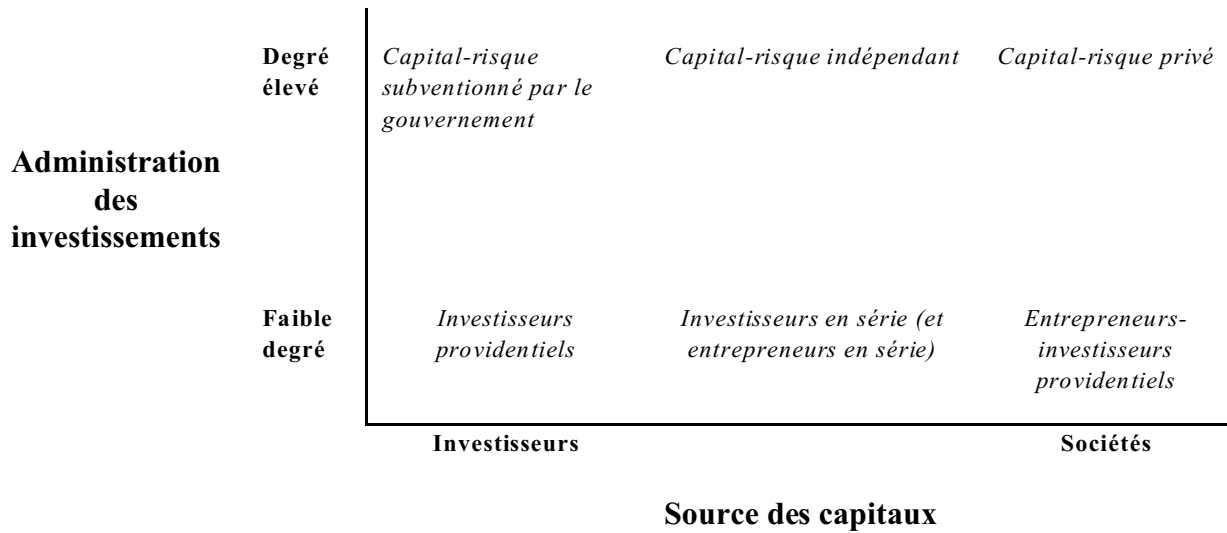
Avant de traiter de chacune de ces deux catégories, il convient de rappeler certains concepts de base du capital-risque privé. Deux critères permettent de distinguer les catégories de capital-risque, à savoir :

- la source des capitaux (capitaux privés ou capitaux de sociétés);
- les décideurs en matière d'investissement (administrateurs rémunérés ou propriétaires des capitaux).

Il faut signaler que le stade de développement de l'entreprise bénéficiant de l'investissement n'est pas un des critères. Un investisseur institutionnel ou individuel de capital-risque peut fournir des capitaux à n'importe quel stade de développement d'une entreprise. Les catégories de capital-risqueurs sont déterminées par la source des *capitaux investis* et par leur administrateur.

Le financement d'entreprises au moyen de capitaux qui proviennent de sociétés et qui sont gérés par des administrateurs représente plutôt un investissement institutionnel qu'un investissement individuel et ce, quel que soit le stade de développement de l'entreprise ainsi financée. Ces catégories d'investisseurs apparaissent à la ligne supérieure de la figure 1. Par exemple, Primaxis Technology Ventures Inc., co-entreprise de la Banque Royale, est un fonds de capital-risque géré par une équipe d'administrateurs qui investissent au nom de la co-entreprise. Comme cette co-entreprise est une filiale et que l'activité d'investissement est administrée par des spécialistes, il s'agit donc d'un investisseur institutionnel de capital-risque, même si l'objet est de fournir des capitaux aux premiers stades de développement d'une entreprise. Primaxis se situerait dans le coin supérieur droit de la figure 1. En revanche, les investisseurs providentiels sont ceux qui investissent leurs propres capitaux et qui prennent eux-mêmes les décisions en ce qui concerne la recherche d'occasions, la diligence et l'investissement. Ils se situent dans le coin inférieur gauche de la figure 1.

**Figure 1 – Classification du capital-risque privé**



Récemment, un certain nombre de chefs d'entreprises ayant connu un très grand succès se sont lancés dans des investissements de type « providentiel » qui ont été signalés dans les médias. Ces entreprises ou sociétés sont dirigées par des entrepreneurs qui ont eu du succès. Le meilleur exemple est celui de Terry Matthews, dont l'avoir net estimé dépasse un milliard de dollars, qui s'est lancé dans le financement de projets d'employés et d'entrepreneurs, par l'intermédiaire des sociétés Newbridge Networks et Celtic House International Inc.<sup>13</sup>. La première est une entreprise de technologie qui a été son premier grand succès et la seconde est une société de capital-risque qu'il a établi afin d'investir dans des entreprises sans lien de dépendance avec Newbridge. Selon les informations publiées, M. Matthews aurait investi dans près de 30 entreprises en démarrage dans le domaine de la haute technologie (« ITF Sets its Sights », 1999; « Small Pleasures », 1995).

Certains entrepreneurs ayant réussi ont aussi connu beaucoup de succès dans le financement de projets de leurs employés, en utilisant les capitaux de leurs sociétés. L'utilisation des capitaux de Newbridge Networks en est un exemple notable. Cependant, il n'y a aucune raison de penser qu'il s'agit du seul exemple d'activité d'investissement providentiel, même si les médias ne font pas état de nombreux autres exemples. Les chefs d'entreprise forment un important groupe bien connu parmi les investisseurs individuels. Dans l'étude de Riding et Short (1987), 21 répondants sur 25 avaient été des chefs de nouvelles entreprises. Au Cap-Breton, 80 % des investisseurs providentiels étaient d'anciens chefs d'entreprise (Lionais et Johnstone, 1999).

Les entrepreneurs qui incarnent le succès de leurs entreprises et qui investissent appartiennent plutôt au groupe des investisseurs providentiels, même si les capitaux investis proviennent de l'exploitation de l'entreprise et sont investis par son intermédiaire. Les activités d'investissement de ces entrepreneurs sont exercées par la voie de leurs entreprises, si bien que l'entreprise ou société est la source des capitaux investis. Bien que les capitaux proviennent de la société, il reste que le principe d'un chef d'entreprise qui utilise son avoir pour financer d'autres entrepreneurs est respecté. Les investissements que font les chefs d'entreprise par la voie de leurs sociétés ne correspondent pas exactement aux critères habituels de l'investissement individuel, mais l'objet de ces investissements est déterminé par la prédilection du chef d'entreprise qui est lui-même un entrepreneur ayant eu du succès.

Partant, bien que les capitaux investis proviennent de l'exploitation réussie d'une entreprise ou société, le chef d'entreprise est celui qui décide de la nature de l'investissement. Dans ce scénario, le chef d'entreprise a acquis capitaux et compétences en conséquence de la réussite de ses propres activités. La transformation des chefs d'entreprise qui ont réussi en investisseurs individuels est un sujet d'étude qui attirera de plus en plus d'attention (Farrell, 2000, à paraître). Il existe un nombre croissant de ces chefs d'entreprise qui utilisent les fruits de leur propre succès pour financer leurs propres nouvelles entreprises (ré-investissement ou entrepreneurs-investisseurs en série, dans la littérature<sup>14</sup>) ou dans d'autres nouvelles entreprises. Nous avons tenté de définir les types d'« entrepreneurs-investisseurs providentiels » et d'en traiter dans cet examen. Ces entrepreneurs-investisseurs providentiels n'ont pas encore fait l'objet d'études structurées, mais il conviendrait d'analyser plus à fond leur ressemblance aux entrepreneurs-investisseurs en série (Wright, Robbie et Ennew, 1997).

Il n'est pas surprenant de constater que certains des entrepreneurs financés par des entrepreneurs-investisseurs providentiels ayant connu du succès appartiennent à des branches d'activité ou secteurs faisant partie de la chaîne d'approvisionnement ou de distribution des entrepreneurs-investisseurs. Ainsi, l'entrepreneur-investisseur exploite les connaissances du secteur qu'il a acquises au fil des années. Les produits de l'entrepreneur bénéficiant de l'investissement sont donc très utiles à l'entreprise de l'entrepreneur-investisseur providentiel. Par exemple, M. Matthew a investi dans ITF Optical Technologies Inc. en qualité non seulement d'investisseur providentiel, mais aussi de client éventuel de l'amplificateur pour fibres optiques produit par l'entreprise qui a maintenant d'autres clients comme Nortel Networks Corp. et l'entreprise de haute technologie, Newbridge Networks (« ITF Sets its Sights », 1999). Le Rig-Rat mis au point par Cody Slater et l'entreprise Net Shepherd Inc. de Ron Warris ont aussi été financés par des entrepreneurs-investisseurs providentiels du secteur pétrolier et par un employeur (Colt Engineering Corporation) qui est fournisseur dans le secteur de l'énergie (« Cody Slater's Rig-Rat », 1999). Ceux qui utilisent de la technologie investissent généralement dans la technologie.

D'autres entrepreneurs-investisseurs providentiels commencent à investir après avoir vendu leur participation dans des entreprises ayant connu un énorme succès, de sorte qu'ils ont les moyens financiers nécessaires et le temps voulu pour trouver et financer de nouvelles entreprises. C'est après avoir vendu College Pro Painters que Greig Clark a créé Horatio Enterprise Fund. Contrairement au fonds de M. Matthews, le Horatio Enterprise Fund de M. Clark offre de financer, jusqu'à concurrence de 750 000 \$, le démarrage de petites entreprises de services, comme Canadian Coin Processors et ISDN, ainsi que d'entreprises de fabrication comme Page Manufacturing qui produit des fiches plates (Greenwood, 1994).

Denzil Doyle, appelé « doyen des investisseurs providentiels » (Riding 1998), occupait un poste de direction clé, celui de président de Digital Equipment Canada (Sheldon, 1999). Selon les renseignements publiés, il investit dans des domaines très variés, depuis le matériel de mesure des effets secondaires du dynamitage dans les industries de l'exploitation minière et de la construction jusqu'aux terminaux utilisés dans les voitures de police (p. 24). Les 15 investissements de M. Doyle en font certainement un important investisseur de portefeuille (auteur de plusieurs investissements en même temps), mais il n'est pas certain que les capitaux investis soient le produit de la réussite de ses activités antérieures de chef d'entreprise. Les

---

<sup>14</sup> Mike Wright dirige, à l'Université de Nottingham, une équipe de chercheurs qui élabore une base de données sur le rachat d'entreprise, par les cadres ou par des investisseurs, ayant servi à une série d'études sur les entrepreneurs-investisseurs en série et sur le ré-investissement des capitaux de chefs d'entreprise. Cette base est considérée comme la plus vieille source de données longitudinales sur l'activité des entrepreneurs au monde.

antécédents de M. Doyle, ancien chef de la direction, sont un peu différents de ceux des autres entrepreneurs-investisseurs providentiels mentionnés qui sont généralement des entrepreneurs qui investissent par l'intermédiaire de leurs entreprises. M. Doyle est un ancien dirigeant qui est maintenant un investisseur individuel.

Il est vraisemblable que les nouveaux entrants dans le domaine de l'investissement seront accueillis avec enthousiasme plutôt que perçus comme une menace. Le degré de couverture des investissements de MM. Matthews, Clark et Doyle, dans les médias, a donné lieu à la création d'une sorte de héros culturel, à savoir l'entrepreneur canadien ayant réussi qui ne craint pas d'investir dans les projets de ses employés ou de rechercher des occasions nouvelles et intéressantes ici même au Canada. Cette couverture, si elle était plus fréquente, concourrait à dissiper l'impression d'« invisibilité » ou d'« anonymat », ce que souhaiteraient, s'il faut l'en croire, les investisseurs providentiels. Si plus grand écho était fait aux exemples de réussite semblables, les investisseurs providentiels deviendraient des intervenants plus connus sur les marchés des capitaux, ce qui les rendrait plus visibles et leur permettrait de recevoir plus de nouvelles propositions. De même, la présence d'entrepreneurs-investisseurs en série, qui investissent les capitaux retirés de leur activité initiale dans de nouvelles entreprises (Wright, Robbie et Ennew, 1997), pourront venir grossir le nombre des investisseurs providentiels<sup>15</sup>.

### **3.3.7 RÉSUMÉ**

Il faut avoir d'importants capitaux après impôt à investir dans les activités d'entrepreneurs, mais les obstacles à l'entrée ne sont pas aussi grands que certaines études ne le laissent croire. Les réseaux de mise en relation représentent un important moyen de rapprocher les entrepreneurs et les investisseurs individuels, mais la formule laisse encore à désirer. En outre, bien que, de l'avis de certains, l'acquisition de connaissances détaillées et spécialisées et la courbe d'apprentissage soient importantes, l'existence de nombreux investisseurs novices donne à penser que les investisseurs individuels ne croient pas devoir être très prudents. La difficulté qu'ont la plupart des investisseurs providentiels à retirer leur investissement ainsi que le mauvais rendement réalisé en moyenne à la sortie sont deux des plus importants obstacles à surmonter pour les investisseurs. L'existence et la multiplication apparente des investisseurs individuels en série et de portefeuille ainsi que des entrepreneurs-investisseurs est une source d'optimisme. Il semble de plus en plus que les investisseurs providentiels soient souvent d'anciens entrepreneurs, ce qui inspire un plus grand optimisme, étant donné que la question retient de plus en plus l'intérêt des chercheurs.

## **3.4 POSSIBILITÉ DE SUBSTITUTION**

La possibilité de substitution est ce qui détermine s'il existe des sources de capital de remplacement et s'il est facile pour les entrepreneurs d'y avoir accès. Les sources de capital de remplacement offrent aux entrepreneurs des moyens de financer leur entreprise autrement que par les capitaux d'un investisseur providentiel. L'existence de sources de capital de remplacement et leur accessibilité pour l'entrepreneur ainsi que les coûts de substitution sont trois critères qui déterminent l'effet de la possibilité de substitution sur la concurrence. Les caractéristiques des autres sources de financement dépassent le champ de la présente étude et ne sont donc pas abordées ici. Cependant, il convient de traiter de l'accessibilité à des catégories générales de financement de remplacement, de l'intérêt qu'elles présentent et des coûts de substitution. Les grandes

---

<sup>15</sup> Les mesures prévues dans le budget de 2000 du gouvernement fédéral, permettant de réinvestir sans impôt le produit d'un premier investissement, peuvent aussi améliorer les conditions à cet égard.

catégories comprennent le capital de proximité, les emprunts et le capital-risque institutionnel. En outre, nous examinons le scénario d'une variation de l'accès à différentes sources de financement selon que l'entrepreneur est de premier ordre ou de second ordre.

### **3.4.1 CAPITAL DE PROXIMITÉ**

Jusqu'à maintenant, on considérait que le capital de proximité devait être exclu du capital-risque privé. Dans la plupart des études, seul l'investissement sans lien de dépendance a été inclus dans l'investissement individuel. Cette optique peut être trop restreinte, étant donné qu'il y a tout lieu de croire qu'il faudrait redéfinir le capital de proximité et l'inclure dans l'investissement individuel. Premièrement, en raison de l'évolution de la nature des rapports personnels, il peut être nécessaire de revoir la définition. La définition de la famille est relativement facile, mais, dans le cas d'un partenaire, la distinction entre un investisseur et un ami est moins nette. Prenons l'exemple d'un investisseur qui joue un rôle actif dans l'entreprise et qui devient l'ami de l'entrepreneur. Dans ces conditions, il est beaucoup plus difficile de faire une distinction entre le rôle de partenaire que joue l'investisseur auprès de l'entrepreneur, et le rôle d'ami. Une relation d'abord sans lien de dépendance peut s'être transformée en amitié. S'agit-il de capital de proximité ou non?

Deuxièmement, l'investissement peut être motivé par le fait de connaître l'entrepreneur et d'avoir donc confiance en lui, par une prédisposition favorable à son égard ou par un sentiment d'obligation. L'investisseur qui connaît déjà un entrepreneur peut posséder de l'information qui lui permet de juger s'il est digne de foi et intègre, ce qui lui inspirera confiance. Certaines données laissent entendre que le rendement est meilleur et la sortie plus facile dans le cas d'investissements de syndicats dont un des membres connaît l'entrepreneur, qu'ils ne le sont dans le cas d'investissements auprès d'entrepreneurs qui ne sont pas connus d'un membre du groupe (Kelly et Hay, 1996). Famille, amis et voisins peuvent être plus en mesure de déterminer si un entrepreneur est digne de foi, intègre et solide. En revanche, famille, amis et voisins peuvent être favorablement disposés à l'égard de l'entrepreneur, par la nature des rapports qu'ils entretiennent. En outre, ces derniers peuvent investir par embarras ou par obligation parce que l'entrepreneur le leur demande.

L'inclusion de ces investisseurs individuels dans l'étude de l'investissement providentiel permet un meilleur examen des différences et des similitudes qui resteraient autrement inconnues, ce qui permet d'en apprendre davantage.

Famille, amis et voisins sont les sources habituelles de capital de proximité (Macintosh, 1994a). Il est reconnu que la famille est une importante source de capital (Farrell, 1998; « Venture Capital in OECD Countries », 1996). Selon la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, les capitaux provenant de l'épargne qui sont fournis ou prêtés par les proches, amis et associés représentent plus de 90 % du capital de démarrage au pays (Gaudet et Leighton, 1987). L'épargne et les capitaux provenant d'amis ou de voisins doivent constituer une importante source de capital de remplacement pour les entrepreneurs parce que, dans les provinces de l'Atlantique du moins, 35 % des investisseurs providentiels interviewés ont affirmé qu'ils avaient fait un investissement individuel auprès d'un membre de leur famille (Farrell, 1998). Les investisseurs habituels investissent souvent auprès de membres de leur famille<sup>14</sup>.

Souvent, l'entrepreneur a épuisé le capital de proximité lorsqu'il s'adresse à des investisseurs providentiels, de sorte que le capital de proximité n'est pas une source sûre de capital de remplacement pour une nouvelle entreprise. Par contre, lorsque le capital de proximité est encore accessible, il y a lieu de supposer que l'attention plus étroite portée à l'entrepreneur par ses proches peut être telle que les coûts de substitution



seraient énormes. Selon des renseignements anecdotiques, il peut s'agir d'un coût que certains entrepreneurs ne sont pas disposés à payer.

### **3.4.2 CAPITAL-RISQUE INSTITUTIONNEL**

Le capital-risque institutionnel est une source plus accessible que les capitaux des investisseurs providentiels lorsque ce capital-risque est abondant. Au Canada, les investisseurs institutionnels acceptent généralement davantage de financer le démarrage d'entreprises (habituellement financées par des investisseurs providentiels) lorsque l'offre de capital-risque est abondante que lorsqu'elle est limitée (Macdonald, 1995). Par conséquent, en période d'abondance de capital-risque, les investisseurs providentiels peuvent être en concurrence avec les investisseurs institutionnels. C'était le cas dernièrement. En 1998 et en 1999, 659 millions de dollars canadiens et 579 millions ont été investis respectivement dans des nouvelles entreprises, investissements en hausse par rapport aux années antérieures (Macdonald, 1995). Lorsque le capital risque commence à s'épuiser, comme cela s'est produit en 1991, il devient peu accessible aux entreprises en démarrage. Une bonne partie est investie à des stades plus avancés, dans des entreprises plus développées. S'il y a plus de capital à investir, ce dernier devient un peu plus accessible aux entreprises en démarrage (Pavey, 1995).

Lorsque le capital-risque institutionnel devient plus accessible aux très jeunes entreprises, il y a donc plus de sources de capital de remplacement pour les entrepreneurs à la recherche de financement. Cependant, pour un entrepreneur, il est très rare que le capital-risque institutionnel soit une source de financement de remplacement. Seul l'entrepreneur qui a de grandes aptitudes – ou qui est au moins capable d'en donner l'impression – aura accès au capital-risque institutionnel. Safrata (1988) a signalé que 130 000 entreprises ont été créées en Ontario en 1987 et 78 seulement ont obtenu du capital-risque institutionnel. Moins de un dixième de un pour cent des entreprises ont bénéficié d'un investissement institutionnel de capital-risque. Selon le sondage de la Chambre de commerce du Canada et du Centre canadien du marché du travail et de la productivité, 70 % des PME ont affirmé qu'elles avaient de la difficulté à obtenir du capital-risque (« It's an Uphill Battle », 1995).

L'information existante laisse croire que les investisseurs providentiels n'exigent pas un rendement ou une participation aussi élevés que les investisseurs institutionnels de capital-risque<sup>15</sup>. Ces derniers exigent des taux de rendement plus élevés que les investisseurs providentiels qui ne semblent pas afficher une conduite de « vautour » en exigeant des prises de participation majoritaires (Farrell, 1998). Taux de rendement plus élevés et plus grandes prises de participation sont les coûts de substitution que doivent accepter les entrepreneurs s'ils veulent être financés par des investisseurs institutionnels de capital-risque plutôt que par des investisseurs providentiels. En outre, les entrepreneurs peuvent s'exposer à une surveillance beaucoup plus étroite s'ils font affaire avec des investisseurs institutionnels plutôt qu'avec des investisseurs providentiels.

### **3.4.3 BANQUES ET NOUVEAUX MODES DE FINANCEMENT PAR EMPRUNT**

Les banques demeurent la plus importante source de financement des PME<sup>16</sup>, mais, pour les entrepreneurs, elles représentent encore une faible source de capital d'amorçage et de démarrage. Les données confirment cette impression. Bien qu'une seule PME sur cinq affirme avoir de la difficulté à obtenir un emprunt (« It's an Uphill Battle », 1995), les très petites et très jeunes entreprises ont généralement plus de difficulté parce que leurs entrepreneurs ont peu d'actif et que l'entreprise n'a pas d'antécédents (entrées de fonds pouvant servir à effectuer des paiements). Les représentants des banques attribuent l'écart entre le financement fourni par les banques et celui dont les jeunes ou nouveaux entrepreneurs ont besoin au fait que les notions d'emprunt et de participation et le rôle des banques sont mal compris (DeJordy, 1989c).

Selon l'information existante, les banques ont pour politique d'accroître la proportion de prêts consentis aux particuliers (prêts hypothécaires, cartes de crédit, prêts personnels) plutôt qu'aux entreprises (Sharwood, 1996). Wynant et Hatch (1991) ont examiné plus de 1 500 dossiers de prêts bancaires et constaté que moins de 10 % de ces derniers avaient été accordés à des entreprises créées depuis moins d'un an. Riding et Haines (1994) ont examiné 1 400 dossiers et constaté que moins de 5 % des prêts avaient été consentis à des entreprises de moins d'un an.

Les mesures de financement parrainées par le gouvernement ont facilité l'accès au crédit en fournissant des garanties (Programme de financement des petites entreprises) ou en offrant des modalités souples concernant les taux d'intérêt et le remboursement (programme Action de l'Agence de promotion économique du Canada atlantique). La *Loi sur le financement des petites entreprises du Canada* (auparavant la *Loi sur les prêts aux petites entreprises*) vise à répondre aux besoins des petites entreprises à la recherche de capitaux pour financer leurs biens d'équipement, en offrant des garanties aux institutions financières classiques qui consentent des prêts. Les changements apportés, comme la hausse de la limite maximale à 250 000 \$ (au lieu de 100 000 \$), ont permis à un plus grand nombre d'entrepreneurs d'être admissibles au programme, mais on a reproché à ce programme de financer des entrepreneurs qui pouvaient avoir accès à d'autres sources de financement. Dans le rapport annuel de 1997-1998, il est signalé que 38 % des prêts ont été consentis à de nouvelles entreprises. Les nouvelles entreprises ont vraisemblablement obtenu une proportion bien plus faible du montant total des prêts, parce qu'elles ont sans doute demandé des capitaux moins élevés pour financer leur démarrage (et que les chiffres n'ont pas été précisés dans le rapport).

Le programme de capital patient de la Banque de développement du Canada offrait un financement variant entre 50 000 \$ et 250 000 \$, avec financement supplémentaire jusqu'à concurrence de 500 000 \$. Les modalités de remboursement du montant principal étaient souples, d'où le nom du programme, mais les intérêts applicables aux prêts devaient être acquittés dès le début. Il s'agissait d'un financement sous forme de prêt, mais l'appui continu à la gestion lui conférait une dimension de financement par capital-risque. Mis sur pied en 1995, ce mode de financement n'existe plus. Toutefois, il est possible d'obtenir des prêts avec modalités comparables auprès du Groupe de capital-risque de la Banque.

Dans les provinces de l'Atlantique, le programme Action de l'Agence de promotion économique du Canada atlantique (APECA) prévoyait le report des intérêts pour une période de trois à cinq années, après quoi des taux d'intérêt plus élevés étaient applicables pour inciter l'entrepreneur à rembourser rapidement l'emprunt (Vardy, 1990). Ce programme visait à combler les lacunes importantes sur le plan de l'investissement institutionnel de capital-risque dans la région.

D'autres modes de financement viennent compenser l'insuffisance de crédit, par exemple les prêts sur actif, les prêts sur contrats, les prêts garantis et les capitaux étrangers<sup>16</sup>. Ces modes de financement sont peu connus du directeur de banque moyen qui n'est généralement pas préparé à aider une petite entreprise à la recherche de financement par emprunt. En outre, bon nombre de ces modes de financement sont uniquement accessibles dans les grandes villes comme Toronto, Vancouver, Montréal et d'autres. Plus les modes de financement offerts se rapprochent des fonds propres, plus ils sont coûteux.

---

<sup>16</sup> Pour une analyse détaillée des modes de financement accessibles aux petites et moyennes entreprises au Canada, voir le rapport de Riding au Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien, 1998.

Les sources de financement par emprunt, classiques ou nouvelles, sont peu utiles. Au mieux, ces sources seront de bonnes sources de capital de remplacement pour certains entrepreneurs, ceux qui ont montré leur capacité de rembourser l'emprunt dans le passé ou ceux qui se trouvent dans des grands centres financiers ou urbains. Au pis, ces sources sont accessibles uniquement aux grandes entreprises, ou bien elles exposent l'entrepreneur à un risque financier personnel (« It's an Uphill Battle », 1995).

#### **3.4.4 ENTREPRENEURS DE PREMIER ORDRE OU DE SECOND ORDRE**

Dans le domaine du financement, il existe un ordre de préférence des diverses sources de capital choisies par un entrepreneur. Un entrepreneur utilise d'abord ses propres ressources financières. Lorsque celles-ci s'épuisent, l'entrepreneur, qui veut conserver la propriété de l'entreprise, préfère recourir ensuite à l'emprunt. En raison de leur très grand rôle dans le domaine financier, les banques sont souvent la source de capital la plus évidente pour l'entrepreneur qui se tourne vers elles en premier lieu (DeJordy, 1989c), ce qui lui permet de conserver le pouvoir décisionnel et la propriété de l'entreprise. Si l'entrepreneur a de la difficulté à obtenir un emprunt auprès des institutions financières classiques, il doit reconnaître qu'il lui sera nécessaire de céder une participation dans l'entreprise pour atteindre ses objectifs.

Lorsqu'il s'agit de financement par capitaux propres, les investisseurs institutionnels de capital-risque les plus connus peuvent être les premières sources dans la gamme des possibilités de financement qui s'offrent à un entrepreneur. (Après tout, il suffit de consulter l'annuaire pour trouver le numéro de téléphone d'un investisseur de capital-risque.) Toutefois, la plupart des entrepreneurs ne savent pas à quel point sont élevés le taux de rendement minimal et la croissance auxquels peuvent s'attendre les investisseurs institutionnels de capital-risque. Ils sont rapidement découragés parce que rares sont les propositions soumises aux investisseurs institutionnels de capital-risque qui répondent aux exigences considérables de ces derniers en ce qui concerne la croissance et le rendement. À mesure que se tarissent les possibilités, l'entrepreneur se tourne vers les investisseurs providentiels. L'entrepreneur peut avoir entendu parler des investisseurs providentiels, mais, ne sachant pas où les trouver, il peut considérer ces investisseurs comme la dernière source de financement de l'entreprise. Lorsqu'un entrepreneur trouve enfin des investisseurs providentiels, les possibilités qui s'offrent à lui peuvent ne plus être très nombreuses; ses sources de capital de remplacement, s'il en a, peuvent être très limitées. Et malheureusement, le nombre limité de ses sources de capital de remplacement peut lui laisser peu de latitude.

Bref, un entrepreneur utilise d'abord ses propres capitaux, puis il se tourne vers le financement par emprunt et, enfin, vers le financement par capitaux propres (Binks et Vale, 1990). En règle générale, les entrepreneurs envisagent donc le capital-risque une fois que toutes les autres sources ont été épuisées.

Le scénario peut varier suivant les aptitudes de l'entrepreneur. Amit, Glosten et Muller (1990) fournissent une analyse théorique probante suivant laquelle les entrepreneurs ayant de grandes aptitudes n'ont pas à recourir au capital-risque, tandis que les entrepreneurs moins aptes devront chercher à l'obtenir et peuvent afficher des « signes » laissant croire qu'ils sont des entrepreneurs de premier ordre. L'entrepreneur connaît ses capacités, mais l'investisseur, lui, ne les connaît pas, et seul l'entrepreneur qui est incertain de ses capacités cherchera à partager le risque en offrant une participation à un investisseur de capital-risque. Le faible rendement des investissements de capital-risque ajoute foi à cette théorie. Les questions d'asymétrie de l'information et de mauvais choix offrent matière à réflexion sérieuse aux décideurs, dans le domaine de l'investissement privé.

Il y a aussi lieu de croire que des entrepreneurs ayant déjà été financés par des investisseurs de capital-risque annonceront leur valeur en n'acceptant pas l'offre du premier investisseur intéressé. Ces entrepreneurs de

premier ordre négocieront avec l'investisseur de meilleures conditions, une meilleure affaire, moins d'obligations ou des services à valeur ajoutée (Busentiz, Barney et Fiet, 1997). Par conséquent, l'entrepreneur de premier ordre qui possède diverses sources de capital de remplacement peut être choisi par l'investisseur providentiel au début de la recherche de financement, peut-être même avant que cet entrepreneur n'amorce sérieusement sa recherche. L'entrepreneur de second ordre, dont les sources de capital de remplacement sont limitées, aura à rechercher du capital en s'adressant aux services de jumelage et aux réseaux de mise en relation. Certains investisseurs providentiels ont affirmé que les entrepreneurs n'ayant pas attiré rapidement l'investissement de leurs connaissances ou de leurs amis doivent être des entrepreneurs de second ordre<sup>17</sup>. Les investisseurs providentiels qui réussissent recherchent-ils avec opportunisme des entrepreneurs de premier ordre à qui offrir du financement? Les autres investisseurs attendent-ils passivement les propositions d'entrepreneurs de second ordre?

Il n'est donc pas étonnant que les capacités des entrepreneurs puissent déterminer le nombre des sources de capital de remplacement qui leur sont accessibles. La théorie de l'effet des capacités des différents entrepreneurs (Amit et coll., 1990) peut jouer un moins grand rôle dans le financement par emprunt, étant donné que la décision de prêt est plus objective et repose largement sur des données connues comme le flux de trésorerie, la capacité de rembourser et l'avoir. Étant donné la nature de ces facteurs de décision, il est plus difficile d'évaluer les perspectives futures d'un entrepreneur n'ayant pas encore fait ses preuves.

#### **3.4.5 RÉSUMÉ**

Famille et amis peuvent ne pas être des investisseurs de remplacement possibles parce que l'entrepreneur peut avoir déjà épuisé ces premières sources de financement ou parce qu'il peut être gênant pour l'entrepreneur à la recherche de capitaux de s'adresser à ces proches observateurs. En revanche, les entrepreneurs sont souvent à la recherche de capital-risque, mais très peu d'entre eux répondent aux exigences considérables des investisseurs de capital-risque, en matière de croissance et de rendement. De façon générale, l'emprunt n'est pas une bonne source de financement pouvant remplacer le capital d'amorçage et de démarrage parce que, le plus souvent, les entrepreneurs n'ont pas d'antécédents qui montrent leur capacité de rembourser l'emprunt ou n'ont pas les éléments d'actif nécessaires à offrir en garantie. Suivant la théorie, les grandes ou faibles aptitudes qu'affichent les entrepreneurs peuvent déterminer les sources de capital qu'ils rechercheront et leur accès à des sources de capital de remplacement.

### **3.5 POUVOIR DES CLIENTS**

Dans le modèle des cinq forces de Porter, les clients ayant du pouvoir dans la relation fournisseurs-clients sont ceux qui ont une grande taille et le pouvoir de négocier les prix. Dans la relation secteur-client, un client possède aussi un pouvoir relatif lorsqu'il a des sources de capital de remplacement, lorsque son coût de substitution est faible, lorsque le client a une grande taille ou qu'il est particulièrement bien renseigné sur les produits, prix ou coûts du vendeur ou lorsqu'il peut choisir ou non de faire affaire avec le vendeur. Depuis une décennie, Fiet étudie en détail les questions de délégation<sup>18</sup> dans la relation entre l'investisseur providentiel et l'entrepreneur bénéficiant de l'investissement. Du point de vue du droit en matière de contrat, le contrôle que peut exercer l'entrepreneur bénéficiant de l'investissement, une fois la relation avec l'investisseur définie dans une entente, est le principal facteur qui déterminera le pouvoir de l'entrepreneur dans la relation.

### **3.5.1 SOURCES DE CAPITAL DE REMPLACEMENT ET COÛTS DE SUBSTITUTION**

Les entrepreneurs de second ordre ayant été financés par des investisseurs providentiels peuvent ne pas avoir bien d'autres sources de capital de remplacement; pour un entrepreneur de premier ordre, ces sources de capital de remplacement sont nombreuses. Pour l'un comme pour l'autre, toutefois, les coûts de substitution sont élevés. Tout le temps et l'effort requis de l'entrepreneur pour trouver un investisseur providentiel occasionnent pour cet entrepreneur des coûts réels et des coûts de substitution<sup>19</sup>. Si l'entrepreneur décidait de mettre fin à la relation, il devrait non seulement trouver une autre source de financement, mais aussi racheter la participation de l'investisseur providentiel. Le fait qu'il en coûte quelque chose pour l'entrepreneur de mettre fin à sa relation avec l'investisseur providentiel réduit le pouvoir de l'entrepreneur dans cette relation. Parfois, lorsque l'entreprise connaît un succès retentissant, l'investisseur providentiel peut refuser de mettre fin à la relation<sup>17</sup>. Il existe d'abondantes anecdotes d'entrepreneurs ayant réussi pour qui les investisseurs providentiels sont devenus des boulets, mais il n'y a pas eu d'étude empirique de la question. Il peut être très difficile pour un entrepreneur d'acquiescer plus de pouvoir une fois la relation définie et les conditions établies dans une entente, qu'elle soit non officielle ou dûment conclue.

Comme nous l'avons signalé, l'entrepreneur préfère souvent recourir au financement par emprunt plutôt que par actions, pour conserver le contrôle de l'entreprise et en raison du coût de la forme de capital. L'emprunt peut offrir une source de financement de remplacement après le rachat de la participation de l'investisseur providentiel. Les entrepreneurs de second ordre ont généralement de moins nombreuses sources de capital de remplacement parce qu'ils ne répondent pas aux critères établis pour obtenir un prêt. Pour un bon entrepreneur, l'emprunt coûte moins cher que la prise de participation accordée à un investisseur providentiel, lequel peut s'attendre à un rendement annuel après impôt variant entre 20 et 50 %, durant cinq à dix années, avant de vouloir se retirer.

Lorsque le temps de sortie approche, un entrepreneur d'expérience peut détenir du pouvoir dans la relation. Il peut être devenu préférable pour l'entrepreneur de maintenir la relation au lieu d'y mettre fin, bien que l'investisseur providentiel et l'entrepreneur puissent avoir été du même avis au sujet de la sortie au début de leur relation. La situation évolue avec le temps, et il se peut que le moyen de subsistance, l'emploi, le salaire, la pension et l'avoir de l'entrepreneur soient en jeu. À moins que les modalités de sortie n'aient été bien établies à l'avance, la décision de l'entrepreneur de maintenir la relation peut empêcher l'investisseur individuel de réaliser une sortie profitable lorsqu'il existe un acheteur éventuel.

Les difficultés pouvant surgir laissent supposer que l'investisseur providentiel doit 1) bien soigner sa relation avec l'entrepreneur ayant réussi pour garantir une séparation équitable pour les deux parties et 2) réfléchir attentivement, au cours de la relation, à l'acheteur éventuel qui viendra prendre sa place. Il serait utile d'étudier davantage les modalités de sortie, les acheteurs éventuels, les situations de conflit avec les entrepreneurs et les stratégies de sortie possibles, afin de mieux connaître les investisseurs providentiels existants et les modes d'investissement futurs au Canada.

### **3.5.2 CLIENT DE GRANDE TAILLE OU BIEN RENSEIGNÉ SUR LES PRODUITS, PRIX OU COÛTS DU VENDEUR**

Les entreprises que financent les investisseurs providentiels sont presque toujours de taille relativement petite. Les entrepreneurs financés par des investisseurs providentiels n'entretiennent pas de rapports entre eux. Ils ne sont généralement pas au courant des prix, contrats, sources d'approvisionnement ou coûts des

---

<sup>17</sup> Un entrepreneur de la Nouvelle-Écosse dont l'entreprise a été un énorme succès a affirmé qu'il a offert de faire de son investisseur providentiel un homme très riche, mais que ce dernier ne souhaitait pas se retirer de l'entreprise.

investisseurs providentiels, sauf pour les renseignements qu'ils peuvent tirer de la presse ou des médias dont la couverture est très sélective. L'étonnement dont ils témoignent lorsqu'ils apprennent le rendement auxquels les investisseurs providentiels s'attendent révèle une très grande naïveté.

### **3.5.3 CLIENT POUVANT CHOISIR DE S'ASSOCIER OU NON AVEC LE VENDEUR**

Les investisseurs providentiels sont d'avis que la plupart des entrepreneurs sont des entrepreneurs de second ordre (Riding et coll., 1993) qui ont un plan d'entreprise viable, mais qui sont incapables de générer des rendements exceptionnels. Ces entrepreneurs sont obligés de faire affaire avec les investisseurs providentiels et ils seront chanceux s'ils parviennent à en trouver un. Ces entrepreneurs ont peu de pouvoir. Cependant, les entrepreneurs de premier ordre, eux, peuvent avoir d'autres possibilités et être à la recherche de meilleures conditions. Il ressort que les entrepreneurs ayant déjà été financés par des investisseurs de capital-risque négocient de meilleures conditions que les entrepreneurs cherchant pour la première fois à obtenir du capital-risque.

Les entrepreneurs de premier ordre peuvent être ceux auxquels la plupart des investisseurs providentiels souhaiteraient fournir du capital. En raison des possibilités de croissance considérable de tels investissements, il est probable que ces entrepreneurs de premier ordre exercent beaucoup de pouvoir dans leur relation avec les investisseurs providentiels. Dans ces conditions, il peut être supposé qu'un entrepreneur de premier ordre transforme un non-investisseur en un investisseur. La rencontre d'un entrepreneur de premier ordre ayant un bon plan d'entreprise peut être une condition préalable nécessaire à cette transformation d'un non-investisseur en un investisseur novice. Le peu d'information existante sur cette transformation met en relief les nombreux aspects extrêmement importants de l'investissement providentiel qu'il faut chercher à mieux comprendre.

L'entrepreneur de premier ordre a le plus de chances d'exercer son pouvoir durant la négociation des conditions de l'investissement. Une fois que l'investisseur providentiel a décidé d'investir, les négociations porteront sur le prix et, si l'investisseur n'est pas du genre passif, sur la gestion, pouvant inclure le suivi et le contrôle. Si l'investisseur providentiel insiste sur un contrôle étroit, sur une entente contractuelle obligatoire, sur un grand rôle dans la gestion et sur des moyens de surveillance visible et périodique, le pouvoir de l'entrepreneur peut être plus limité. L'insistance de l'investisseur providentiel sur une entente contractuelle peut réduire le pouvoir de l'entrepreneur. L'investisseur providentiel peut recourir à divers moyens pour réduire le pouvoir de l'entrepreneur; il peut imposer des limites aux salaires et aux grosses dépenses ou exiger des comptes rendus périodiques, une place au conseil d'administration et une variation automatique de sa participation. Plus l'investisseur providentiel a recours à ces moyens, plus il aura de pouvoir dans sa relation avec l'entrepreneur.

La sortie est le dernier aspect sur lequel l'entrepreneur et l'investisseur doivent s'entendre. Si les parties ont conclu une entente, les modalités de sortie peuvent avoir été établies à l'avance, de sorte que le pouvoir de l'entrepreneur peut être moins grand à ce stade. Toutefois, il arrive souvent que les modalités de sortie n'aient pas été précisées à l'avance et, le cas échéant, l'entrepreneur pourra mettre fin à sa relation avec l'investisseur, à son propre avantage. Les investisseurs providentiels d'expérience semblent privilégier les obligations convertibles. Selon Gordon (1999), Macaulay accepte habituellement des obligations convertibles en contrepartie de son investissement. Si l'entreprise ne connaît pas de succès dans les trois à cinq années suivant l'investissement, il récupère cet investissement dans la mesure où l'entrepreneur peut le rembourser. Si l'entreprise fait faillite, il perd son argent. Par contre, si l'entreprise se porte bien, il y aura vraisemblablement une introduction en Bourse et Macaulay pourra lever l'option et obtenir des actions ordinaires.

### **3.5.4 RÉSUMÉ**

Les entrepreneurs qui ont déjà attiré des investisseurs providentiels peuvent avoir accès à d'autres sources de financement, mais la séparation leur occasionnera probablement des coûts de substitution extrêmement élevés. Les entrepreneurs bénéficiaires d'investissements sont très peu renseignés sur la situation d'autres entrepreneurs parce qu'ils n'entretiennent pas de rapports entre eux, et ils n'ont pas non plus beaucoup de moyens de se renseigner sur les caractéristiques (prix, coûts, produits) des investisseurs providentiels. Les entrepreneurs de premier ordre ont le choix de s'associer ou non avec des investisseurs providentiels, mais, comme ces investisseurs sont souvent la dernière source de financement possible pour de nombreux entrepreneurs, ceux qui acceptent les capitaux de ces investisseurs ont peu de pouvoir une fois l'affaire conclue. Les entrepreneurs bénéficiaires d'investissements ont la possibilité d'exercer un grand pouvoir à l'égard de leur bailleur de fonds lorsqu'ils sont en mesure de négocier des conditions à leur propre avantage ou de neutraliser ou de refuser d'exécuter la stratégie de sortie qui serait avantageuse pour l'investisseur providentiel.

## 4. PROGRAMME DE RECHERCHE

Parmi les études réalisées par des universitaires, les plus importants travaux à ce jour sont ceux des auteurs suivants : Mason, Harrison, van Osnabrugge, Stevenson et Coveney, au Royaume-Uni; Wetzel, Fiet, Gaston, Busenitz, Barney et MacMillan aux États-Unis. D'importantes études notables ont aussi été effectuées au Canada, en Suède et en Finlande, mais ces travaux de recherche ne sont pas aussi nombreux que ceux d'universitaires parus dans les publications mentionnées en référence provenant des pays indiqués précédemment. Dans un rapport comme celui-ci, la présentation de renseignements de source canadienne seulement fournirait une perspective trop restreinte du sujet pour permettre une bonne vue d'ensemble. Bien que le présent rapport tienne compte de certaines études réalisées à l'extérieur du Canada, elles ne représentent qu'une infime partie des travaux de recherche existants<sup>20</sup>. Le temps alloué et le champ de l'étude n'ont pas permis une analyse plus approfondie.

À l'échelle mondiale, les travaux de recherche, remontant au début des années 80, ont d'abord eu pour objet de définir les caractéristiques personnelles et financières des investisseurs, à savoir l'âge, les antécédents, l'expérience personnelle, l'avoir et le revenu des investisseurs providentiels. L'attention a aussi porté sur la nature des entreprises choisies par ces investisseurs, sur leurs critères de sélection, sur l'importance de leurs investissements et sur les capitaux qu'il leur restait à investir. À la fin des années 80, l'existence et l'importance de ces investisseurs avaient été confirmées et l'attention a donc été réorientée vers l'étude de ce qui incitait ces investisseurs à investir et des objectifs prioritaires de leurs investissements. Ces études visaient notamment à établir le profil de risque et de rendement et les critères sur lesquels repose la décision d'investir.

Plus récemment, les études ont affiché une perspective plus théorique consistant à examiner le comportement, l'attitude et la motivation des investisseurs, pour tenter d'acquérir des connaissances de base pouvant expliquer les comportements observés. Au cours des cinq à dix dernières années, le sujet a été étudié dans diverses optiques : la théorie de la délégation (nature et difficulté du rôle d'agent pour le compte d'un mandat); la théorie du financement (inefficacité du marché financier des investisseurs providentiels); la théorie de la justice procédurale (processus décisionnel jugé plus juste par les participants); la théorie des jeux (divers résultats de jeux de multiples périodes avec plusieurs variables); la sociologie; la psychologie; la théorie économique. Les travaux les plus récents sont axés sur la motivation et le processus cognitif.

Les études de l'esprit d'entreprise sont un important point de départ pour la recherche ayant trait à l'investissement individuel. Il y a de bonnes raisons d'utiliser les études de l'esprit d'entreprise comme modèles pour la recherche portant sur les investisseurs providentiels. Premièrement, bon nombre des investisseurs providentiels étaient ou sont des entrepreneurs. Mieux connaître l'entrepreneur chez l'investisseur peut nous aider à mieux comprendre les raisons et la façon d'agir de l'investisseur. Deuxièmement, les conditions (incertitude, risque, obligations financières) dans lesquelles évoluent l'entrepreneur et l'investisseur sont semblables, ce qui donne à penser que leurs démarches peuvent aussi être semblables.

Les cadres théoriques d'analyse des investisseurs providentiels qui commencent à apparaître seront utiles du fait qu'ils seront généralement applicables à tous les investisseurs providentiels, et non pas seulement à ceux d'un domaine donné. Les études à caractère géographique ou descriptif ont le désavantage d'être fortement tributaires des conditions, autrement dit les résultats varient d'une région à une autre ou d'un groupe d'investisseurs providentiels à un autre, de sorte qu'il est impossible d'étendre les résultats à



l'ensemble. Diverses études ont déjà traité en détail de la question. Les résultats d'études à caractère théorique seront généralement applicables à l'ensemble des investisseurs providentiels. Comme l'ont montré les études portant sur l'esprit d'entreprise, l'intégration de perspectives et disciplines différentes et l'utilisation de moyens analytiques, empiriques et expérimentaux favoriseront l'élaboration d'une théorie qui fournira des explications et permettra de faire des prévisions (Amit, 1993). Par conséquent, les résultats d'études théoriques rigoureuses au Canada seront utiles à tous les décideurs et chercheurs.

#### **4.1.1 RECOMMANDATIONS**

Le nombre d'études financées laisse croire qu'on est en faveur de l'accroissement des connaissances sur les investisseurs providentiels au Canada. Toutefois, ces études doivent maintenant aller au-delà d'analyses descriptives des caractéristiques des investisseurs individuels au Canada et dans les régions, et adopter une optique plus théorique semblable à celle des travaux réalisés à l'étranger. L'étude de ce qui motive les investisseurs providentiels, de leur processus cognitif et de leur comportement dépassera les frontières et sera utile à tous ceux qui reconnaissent les risques importants que courent ces investisseurs. Les chercheurs à qui sera confiée l'étude des investisseurs providentiels devront être incités à publier les résultats de leurs travaux pour que les universitaires du monde entier aient accès aux connaissances acquises au Canada.

**Accroître l'aide à l'étude de la recherche d'occasions d'investir.** La recherche d'occasions d'investir est l'aspect le moins compris de la démarche de l'investisseur individuel. Nous pouvons regarder agir les investisseurs providentiels, comprendre leur rôle ou reconnaître leur importance pour les entrepreneurs, mais nous ne savons guère où et comment ils trouvent des occasions d'investir. Des chercheurs bien connus ont laissé entendre que les meilleures occasions peuvent avoir disparu avant même qu'en prennent connaissance les services de mise en relation. Certains sites de mise en relation n'ont pas connu un grand succès; les résultats des projets dans le cadre du PICC sont attendus. Pendant ce temps, pourtant, des investisseurs providentiels remarquables trouvent et financent des projets exceptionnels. Il nous faut connaître leur façon de faire.

Nous ne savons presque rien de la manière dont sont créées les occasions d'investir et dont les investisseurs providentiels trouvent des entrepreneurs à financer. Parce que nos efforts ont été axés sur l'étude passive des services de mise en relation et des sources d'information, nous ne comprenons pas vraiment la manière d'agir et le processus de réflexion des investisseurs providentiels qui réussissent et de ceux qui n'ont pas de succès. La recherche d'occasions d'investir suppose qu'il faut trouver des propositions, déterminer les bonnes occasions, déceler les secteurs de croissance et bien définir les caractéristiques de l'entrepreneur. Les réussites spectaculaires de certains entrepreneurs-investisseurs providentiels, comme M. Matthews de Newbridge Networks, laissent croire que l'acquisition de connaissances engendre des activités aboutissant à des réussites successives en dépit d'énormes obstacles. Si nous comprenions mieux la manière exacte dont les investisseurs providentiels procèdent pour trouver des bonnes propositions, il serait plus facile de fournir aux entrepreneurs plus de renseignements pratiques sur ce qu'il faut faire.

L'évaluation objective du PICC, en fonction de buts fixés de façon indépendante, comme les résultats obtenus ailleurs, favorisera une évaluation impartiale des résultats.

**Élaborer et appuyer des projets d'étude en vue de mieux comprendre le processus de sortie.** La sortie est une étape cruciale du processus pour l'investisseur providentiel, mais l'accent porte actuellement sur l'entrepreneur. Il faut appuyer davantage les investisseurs sur le plan de la politique et mieux comprendre la démarche individuelle. Nous sommes encore loin de bien comprendre comment les investisseurs providentiels cherchent à mettre fin à leur investissement, s'ils se retirent, ainsi que les principaux moyens

qu'ils adoptent pour se retirer et la nature de la relation entre l'entrepreneur et l'investisseur providentiel cinq à sept années plus tard. L'amélioration des possibilités de sortie, du rendement retiré à la sortie et de la relation suivant la sortie incitera sans doute les investisseurs providentiels à investir de nouveau. L'investissement individuel habituel peut être la conséquence de sorties heureuses, mais cela reste à vérifier. Des exemples de sorties heureuses favorisant l'habitude d'investir par la suite peuvent nous aider à mieux comprendre le processus d'investissement providentiel. L'étude empirique des sorties peut nous renseigner sur les entrepreneurs de premier et de second ordre et sur la manière dont les investisseurs providentiels les ont trouvés.

**Aider à mieux comprendre les différences entre les investisseurs providentiels, surtout entre les investisseurs novices et les investisseurs habituels.** Les investisseurs providentiels novices sont ceux qui ont investi une fois et qui pourraient investir de nouveau. Les investisseurs individuels habituels sont ceux qui ont décidé d'investir de nouveau. Les novices investissent collectivement de gros montants et la fourchette de leurs investissements est généralement plus grande. Les investisseurs providentiels habituels jouent un rôle important parce que leurs apports individuels de capitaux peuvent être considérables à la longue. Les entrepreneurs-investisseurs qui connaissent un très grand succès sont souvent assimilés à cette catégorie. Il est probable que la motivation, l'attitude et le processus cognitif de ceux qui n'investissent qu'une fois sont très différents de ceux des investisseurs habituels, mais nous ne savons pas encore ce qui les distinguent. L'étude en profondeur de ces différences nous fournira des renseignements utiles pour l'élaboration future de mesures et d'une politique.

**Axer la recherche sur les répercussions sur l'impôt des gains réalisés lors de la vente d'actions.** Certains investisseurs providentiels connaissent beaucoup de succès; toutefois, lors qu'une enquête est menée auprès d'un échantillon représentatif, les résultats laissent clairement croire que de très nombreux investissements sont perdus en totalité ou en partie<sup>21</sup>. Partant, le rendement réalisé par les investisseurs qui connaissent du succès à la sortie et leurs modes de sortie revêtent une plus grande importance. Les investisseurs individuels canadiens paient plus d'impôt sur le rendement réalisé que ceux d'autres pays où l'investissement individuel est courant. Pour stimuler l'investissement de capital-risque – lequel peut être très difficile à remplacer – il y aurait peut-être lieu de prévoir un traitement fiscal plus favorable des gains réalisés à la sortie. Il existe très peu de données théoriques ou empiriques sur les rendements réellement réalisés, sur les réussites, sur les pratiques optimales, sur le traitement fiscal ou sur les pertes.

**Étudier l'investissement individuel sous l'angle d'autres disciplines dans le cadre desquelles des aspects comme l'esprit d'entreprise ont fait l'objet de travaux de recherche plus poussés.** Un très grand nombre d'investisseurs providentiels sont d'anciens entrepreneurs. Cette caractéristique est sans doute essentielle à la compréhension des investisseurs providentiels et les études futures des investisseurs providentiels devraient être conçues de manière à accroître les connaissances à ce sujet. Cette caractéristique semble être aussi une dimension essentielle de nombreux entrepreneurs-investisseurs qui investissent le fruit de leurs efforts. Il n'y a pas encore d'études approfondies de ce qu'ont en commun les entrepreneurs et les investisseurs individuels sur le plan de la culture, de l'acquisition de connaissances et du comportement, mais l'information que procureront de telles études pourrait expliquer davantage leur comportement et leurs raisons d'agir que les études descriptives faites à ce jour. Des études sous l'angle d'autres disciplines, comme les finances, l'économie et la psychologie, sont actuellement envisagées.

**Réaliser des études plus approfondies et plus étendues pour permettre la comparaison des résultats d'études conçues de la même manière et reposant sur les mêmes méthodes d'échantillonnage.** Les études ne devraient pas porter sur des aspects trop restreints ou sur de petits groupes parce qu'il est alors très

difficile de faire des comparaisons en raison des différences entre les études sur le plan de la conception et des méthodes d'échantillonnage. Les résultats de telles études ne s'appliquent qu'aux groupes précis qui ont été étudiés. Les études mettant en évidence les différences entre les types d'investisseurs, exécutées suivant des méthodes d'échantillonnage appropriées, permettent de faire des comparaisons très révélatrices, par exemple : ce qui distingue les investisseurs habituels des investisseurs novices; le financement provenant d'investisseurs individuels de celui qui provient des familles; les investisseurs qui sont d'anciens entrepreneurs de ceux qui ne le sont pas. Pour étendre et approfondir la connaissance du sujet, il ne faut justement *pas* définir les groupes de manière trop précise.

**Tenir compte du financement d'origine familiale.** Dans l'étude de l'investissement individuel de capital-risque, les capitaux provenant de la famille et des amis sont souvent négligés parce qu'ils constituent un financement avec lien de dépendance et qu'il n'y a donc pas lieu d'en tenir compte. Toutefois, les résultats préliminaires d'études laissent croire que les investisseurs habituels sont, pour la plupart, des proches ou amis des entrepreneurs qu'ils financent<sup>18</sup>. Comme les investisseurs habituels sont censés avoir plus d'expérience et mieux comprendre le processus d'investissement individuel de capital-risque, il est intéressant de constater qu'ils financent des membres de leurs familles. Ne pas tenir compte de ce groupe, c'est négliger l'important rôle des investisseurs individuels qui connaissent le caractère et les antécédents des entrepreneurs, en raison d'un lien de parenté. La connaissance des antécédents de l'entrepreneur et de ce qui le rend digne de foi semble être un aspect qu'il y a lieu d'étudier plus à fond puisque des données préliminaires donnent à penser que les investissements auprès d'entrepreneurs connus sont les plus rentables. En outre, l'inclusion des proches, amis et voisins donnera lieu à un échantillon plus riche non seulement pour la comparaison des habitudes et des raisons d'agir de tous les investisseurs individuels qui financent des entrepreneurs connus, mais aussi pour la compréhension de la relation entre les investisseurs et les entrepreneurs financés par eux.

**Favoriser la conception d'études reposant sur des méthodes d'échantillonnage plus représentatif.** Lorsque des études sont commandées, il faut prévoir des fonds pour l'utilisation de méthodes d'échantillonnage permettant de recourir davantage à l'inférence, parce qu'il est difficile de tirer des conclusions sur les investisseurs providentiels d'une zone à partir de ceux d'une autre zone, en raison de la grande étendue géographique du Canada. Jadis, il était difficile de trouver des investisseurs providentiels à inclure dans une étude, en raison surtout de leur anonymat. Bien qu'il soit encore difficile de définir qui ils sont, l'amélioration des méthodes d'échantillonnage aléatoire à partir des dossiers provinciaux d'enregistrement des sociétés a permis de sélectionner des échantillons plus représentatifs nécessaires pour l'inférence statistique. L'échantillonnage aléatoire est plus coûteux que l'échantillonnage de commodité qui ne permet pas d'étendre les résultats à l'ensemble des investisseurs providentiels et qui oblige donc chercheurs et lecteurs à « juger » l'information.

La recherche-action est une autre méthode à envisager. Elle se situe à la limite de la théorie et de la pratique. Comparable à l'étude de cas, elle est plus active et suppose la mise à l'essai des solutions proposées. Sur le plan local, la recherche-action porte sur les difficultés et dégage des solutions fondées sur l'innovation et sur la compréhension de la documentation. Les solutions proposées sont mises à l'essai à petite échelle pendant que se déroule l'étude du problème, des solutions et des résultats.

---

<sup>18</sup> Farrell, 2000 (à paraître). Babson Kaufmann Entrepreneurship Research Conference, Boston (Massachusetts).

**Élargir l'orientation de la politique de manière à cibler non seulement les entrepreneurs, mais aussi les investisseurs.** Dans la pratique, l'attention est surtout axée sur l'entrepreneur dans la relation entre l'entrepreneur et l'investisseur providentiel. À l'heure actuelle, l'attention porte sur les entrepreneurs à la recherche de capital, sur la difficulté qu'ils ont à trouver des investisseurs providentiels, sur l'aide dont ils ont besoin pour élaborer des plans d'entreprise et pour trouver et rencontrer des investisseurs providentiels. Le PICC est essentiellement un mécanisme de recherche d'investisseurs providentiels pour les entrepreneurs, et non pas l'inverse. Si l'intérêt porté à l'investissement individuel est réorienté vers les investisseurs eux-mêmes, il sera alors possible d'examiner de plus près les besoins de ces derniers. À l'heure actuelle, la forte perspective d'échec, de mauvais rendement éventuel et de mauvais rendement réel ou les sombres possibilités de sortie attirent peu d'attention. Pour que la relation entre l'entrepreneur et l'investisseur soit rentable et durable, les décideurs et les chercheurs doivent accorder autant d'attention aux besoins des *investisseurs providentiels* qu'à ceux des entrepreneurs. Tous sont perdants lorsque les besoins des investisseurs providentiels sont négligés dans la relation entre l'entrepreneur et l'investisseur providentiel.

L'attitude possessive dont peuvent faire preuve ceux qui sont chargés de mettre en valeur les investisseurs providentiels a pour effet d'entraver les travaux de recherche, d'empêcher une meilleure compréhension, de nuire à la diffusion des occasions d'investir et de limiter la possibilité pour les investisseurs providentiels de trouver de meilleures occasions d'investir. Il faudrait inciter les chambres de commerce à partager leur grande connaissance des investisseurs providentiels.

**Accroître le nombre d'études commandées.** Outre des anecdotes au sujet d'investisseurs providentiels particuliers et deux études réalisées depuis 1995, toute l'information fournie dans les médias date d'un certain temps. Le secteur a besoin d'information plus à jour. Le présent rapport est fondé sur trois principales sources d'information, à savoir : des travaux réalisés par des universitaires et des rapports produits au Canada, des études réalisées par des universitaires à l'étranger, ainsi que des articles de journaux et des reportages dans les médias. Ces derniers sont la source d'une part importante de l'information utilisée. Bien qu'il soit nécessaire et intéressant d'utiliser ces articles et reportages, l'information qu'ils fournissent est de nature anecdotique et donc pas aussi rigoureuse que celle fournie dans des travaux de recherche qui offrent des observations et résultats évalués de façon représentative et objective.

Les études réalisées à ce jour au Canada ont révélé une importante activité d'investissement. Riding et ses collègues de l'Université Carleton (Short, Blatt, Haines, Dal Cin, Duxbury, Safrata), Suret, Arnoux et Dorval de l'Université Laval et, plus récemment, Farrell de l'Université Saint Mary's ainsi que Lionais et Johnstone du Cap-Breton, sont les universitaires qui étudient l'investissement individuel au Canada. Amit fournit une importante analyse théorique des entrepreneurs et du capital-risque. Maintenant que l'ampleur et la nature de l'investissement providentiel sont reconnus, il y a lieu d'étudier les raisons du phénomène. Étant donné l'importance du phénomène, il conviendrait d'étudier plus à fond la motivation des investisseurs providentiels, la formation de syndicats et le comportement des investisseurs habituels.

## 5. RÉSUMÉ

Les investisseurs providentiels offrent une solution qui convient tout particulièrement au problème de l'insuffisance des sources de financement, parce qu'ils investissent des montants moins élevés et qu'ils offrent généralement du capital d'amorçage et de démarrage, stades de développement de l'entreprise qui intéressent rarement les investisseurs institutionnels de capital-risque. Les investisseurs providentiels se retrouvent presque partout et l'expérience qu'ils ont acquise peut être très précieuse pour la nouvelle entreprise.

Il est plus facile d'étudier seulement les investisseurs providentiels importants ayant de l'expérience, mais cela n'est pas souhaitable. L'étude axée exclusivement sur les activités des personnes très riches effectuant des investissements spectaculaires qui rapportent des rendements extraordinaires peut produire une vive impression et donner matière à la création de héros, mais elle est d'une utilité limitée.

Il y a de très bonnes raisons d'en apprendre plus au sujet des petits investisseurs providentiels qui ont moins d'expérience, parce qu'ils fournissent des capitaux à des secteurs dans lesquels les entrepreneurs ont peu d'autres sources de financement. Selon Pavey (1995), les investisseurs institutionnels de capital-risque financent généralement le petit nombre de jeunes entreprises pouvant utiliser de façon productive des capitaux importants et ayant la possibilité de devenir de grandes entreprises, tandis que les investisseurs providentiels sont généralement la principale source de financement de la vaste majorité des nouvelles entreprises innovatrices [aux États-Unis], dont bon nombre seront très productives, mais elles resteront de petites entreprises.

## 6. BIBLIOGRAPHIE<sup>2</sup>

### 6.1 PUBLICATIONS ET RAPPORTS AVEC COMITÉ DE LECTURE ANONYME OU UNIVERSITAIRES – CANADA

- Aboud, F. Report to the Ottawa-Carleton Economic Development Corporation, Ottawa, 1997.
- Amit, Glosten et Mueller. « Challenges to Theory Development in Entrepreneurship Research », *The Journal of Management Studies*, 1993, vol. 30, n° 5, p. 815.
- Amit, Glosten et Muller. « Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk Sharing », *Management Science*, 1990, vol. 36, n° 10, p. 1232.
- Amit, Glosten et Muller. « Does Venture Capital Foster the Most Promising Entrepreneurial Firms », *California Management Review*, 1990, vol. 32, n° 3, p. 102.
- Amit, Muller et Cockburn. « Opportunity Costs and Entrepreneurial Activity », *Journal of Business Venturing*, 1995, vol. 10, n° 2, p. 95.
- Anonyme. « Venture Capital in OECD Countries », *Financial Market Trends*, 1996, n° 63, p. 15.
- Anonyme. « Strategies for Expanding the Informal Venture Capital Market », *International Small Business Journal*, 1993, vol. 11, n° 4, p. 23.
- Conseil économique des provinces de l'Atlantique. *Equity Capital Investment: A Key to Entrepreneurial Expansion in Atlantic Canada*, 1994.
- Institut canadien des comptables agréés. *Guide de planification fiscale personnelle*, Toronto, Institut canadien des comptables agréés, 1999, 216 pages.
- Institut canadien des comptables agréés. Commentaires sur le budget fédéral 2000, le 28 février 2000, Toronto, Institut canadien des comptables agréés, 2000, 20 pages.
- Cleveland, P. *Tax Strategies To Foster Early-Stage Investment In High-Technology Startup Companies in Canada*, mémoire présenté au ministère des Finances, Ottawa, 2000, 4 pages.
- Duxbury, L., Haines G. et Riding, A. « A Personality Profile of Canadian Informal Investors », *Journal of Small Business Management*, 1996, vol. 34, n° 2, p. 44.
- Farrell, A.E. *Habitual and Novice Angels*, Babson Kauffman Entrepreneurial Research Conference (à paraître), 2000, Boston.
- Farrell, A.E. *Informal Investment in Atlantic Canada: An Update on Regional Angels*, rapport présenté à l'Agence de promotion économique du Canada atlantique (à paraître), 2000.

Farrell, A.E. *Informal Venture Capital Investment in Atlantic Canada: A Representative View of Angels*, rapport présenté à l'Agence de promotion économique du Canada atlantique, Moncton, 1998.

Farrell, A. E. *Does Representative Sampling Methodology Really Increase Angel Density?*, Proceedings of the 44<sup>th</sup> World Conference of the International Conference of Small Business, Italie, 1999.

Farrell, A. E. *Improving Sampling Procedures in Informal Investment Research: Towards a More Representative Angel*, Proceedings of the 42<sup>nd</sup> World Conference of the International Council on Small Business, San Francisco, 1997.

Gadbois. *Stimulating the Use of Private Sector Venture Capital Financing in Atlantic Canada*, Moncton, Agence de promotion économique du Canada atlantique, 1991.

Gannon, M. « Oh, Canada: The Growth of the Venture Capital Industry is Making Slow But Steady Progress in the Great White North », *Venture Capital Journal*, 1999, p. 41.

Harvey, D. « Closing the Regional Equity Capital Gap: The Role of Informal Venture Capital », *International Small Business Journal*, 1995, vol. 14, n° 1, p. 91.

\_\_\_\_\_. *Étapes vers le capital de croissance*, Ottawa, Industrie Canada, 1997.

Jeffrey Macintosh. *Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprise in Canada*, Toronto, University and TO Press, 1994.

Knight. « Financing High-Tech Firms », *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 1985, vol. 3, n° 1, pp. 5-17.

Knight et Ferguson. Success of Ontario's SPDC program, *Journal of Small Business*, 1984, vol. 2, n° 1.

Langevoort, D.C. « Angels on the Internet: The Elusive Promise of "Technological Disintermediation" for Unregistered Offerings of Securities », *JSEBL*, 1998, vol. 2, n° 1.

Lau, D. « Canada's Institutions Return to the Venture Capital Market », *Venture Capital Journal*, 1998, p. 1.

Lau, J. « Not Heaven, But Close », *Canadian Business*, 1998, vol. 71, n° 1, p. 19.

Lionais et Johnstone. *A Report on Informal Venture Capital in Cape Breton*, Sydney, Enterprise Cape Breton, 1999.

Macdonald, M. « Financing Innovation in the Private Sector », *Canada - United States Law Journal*, 1995, vol. 21, p. 195, 8p.

Macintosh, J. *Legal and Institutional Barriers to Financing Innovative Enterprise in Canada*, Toronto, University of Toronto Press, 1994.

Mahaffy, A.P. « Dream Makers », *CGA Magazine*, 2000.

McCallum, S. *Report to the Ontario Securities Commission, McCallum Task Force on Small Business Financing*, 1996.

Navarre, J. *Role of Match Making Networks in Financing Small Business*, rapport présenté au ministère des Finances et de l'Expansion industrielle et régionale, Ottawa, 1986.

Pavey, R.D. « Venture Capital and Private Equity: Financing Innovation in the Private Sector », *Canada-United States Law Journal*, 1995, vol. 21, p. 203, 16p.

Riding, A., Dal Cin, P., Duxbury, L., Haines, G. et Safrata, R. *Informal Investors in Canada: the Identification of Salient Characteristics*, rapport présenté au ministère de l'Industrie, des Sciences et de la Technologie et au ministère du Développement économique et du Commerce de l'Ontario, 1993.

Riding, A., Haines, G., Duxbury, L. et Safrata, R. *Informal Investors in Canada: The Identification of Salient Characteristics*, 1993.

Riding, A.L. et Orser, B. *Beyond the Banks: Creative Financing for Canadian Entrepreneurs*, Toronto, Wiley and Sons, 1997, p. 289.

Riding, A. et Short, D. M. « On the Estimation of the Investment Potential of Informal Investors: A Capture/Recapture Approach », *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 1988, vol. 5, n° 5, p. 26.

Riding, A. et Short, D. M. « Some Investor and Entrepreneur Perspectives on the Informal Market for Risk Capital », *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 1987, vol. 5, n° 2, p. 19.

Sharwood, G. « Financing Your Organization », *CMA - The Accounting Magazine*, 1996, vol. 70, n° 7, p. 9.

Short, D.M. et Riding, A.L. « Informal Investors in the Ottawa-Carleton Region: Experiences and Expectations », *Entrepreneurship and Regional Development*, 1989, vol. 1, pp. 99-112.

Suret, J.M., Arnoux, L. et Dorval, J.C. *L'investissement informel au Québec*, rapport présenté au Conseil de la science et de la technologie du Québec, 1995.

Venture Financing Seminar Series. Newfoundland and Labrador Chamber of Commerce, 1995.



## 6.2 PUBLICATIONS ET RAPPORTS AVEC COMITÉ DE LECTURE ANONYME OU UNIVERSITAIRES – ÉTRANGER

Aram, J.D. « Attitudes and Behaviours of Informal Investors Towards Early Stage-Investments, Technology-Based Ventures, and Co-Investors », *Journal of Business Venturing*, 1989, vol. 4, pp. 333-347.

Barney, J.B., Busenitz, L.W., Fiet, J.O. et Moesel, D. « Determinants of a New Venture Team's Receptivity to Advice from Venture Capitalists », *Frontiers in Entrepreneurship Research*. 1994, pp. 321-335.

Busenitz, L.W., Moesel, D.D. et Fiet, J.O. « The Impact of Post-Funding Involvement by Venture Capitalists on Long-Term Performance Outcomes », *Frontiers in Entrepreneurship Research*. Wellesley (Massachusetts), Babson College, 1997.

Binks, M. et Vale, P. *Entrepreneurship and Economic Change*, McGraw Hill Book Co., Londres, 1990.

Bygrave, W. « Rates of Return from Venture Capital », dans *Realising Investment Value*, sous la direction de W. Bygrave, M. Hay et J. Peeters, chap. 1., Londres, F.T.-Pitman, 1994.

Cable, D. et M., Shane, S. « A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships », *Academy of Management Review*, 1997, vol. 22, n° 1, pp. 142-176.

Coveney, P., Moore, K. et Nahapiet, J. « Business Angels: Tapping the Potential of Individual Investors in Britain », *The Oxford Executive Research Briefings*, pp. 1-24.

Fiet, J.O. « Risk Avoidance Strategies in Venture Capital Markets », *Journal of Management Studies*, 1995, vol. 32, n° 4, pp. 551-574.

Gartner, W.B. « Who Is an "Entrepreneur" is the Wrong Question », *American Journal of Small Business*, 1988, vol. 12, pp 11-32.

Gaston, R.J. et Bell, S. *Informal Risk Capital in the Sunbelt Region*, Knoxville, Applied Economics Group, 1986.

Gaston, R.J. *Finding Private Venture Capital for your Firm: A complete Guide*, New York, Wiley, 1989.

Harrison, R.T., Dibben, M.R. et Mason, C.M. « The Role of Trust in the Informal Investor's Investment Decision: An Exploratory Analysis », *Entrepreneurship: Theory and Practice*, été 1997, pp 63-81.

Harrison, R.T. et Mason, C.M. « International Perspectives on the Supply of Informal Venture Capital », *Journal of Business Venturing*, 1992, vol. 7, pp. 459-475.

Kelly, P. et Hay, M. « Serial Investors: An Exploratory Study », *Frontiers in Entrepreneurship Research*, 1996, pp. 329-343.

Mason, C.M., Harrison, J. et Harrison, R. *Closing the Equity Gap? An Assessment of the Business Expansion Scheme*, Londres, Small Business Research Trust, 1988.

Mason, C.M. et Harrison, R. « Promoting Informal Venture Capital: An Evaluation of a British Initiative », *Frontiers in Entrepreneurship Research*, Wellesley, Babson College, 1993.

Mason, C.M. et Harrison, R.T. « Business Angels in the UK: A Response to Stevenson and Coveney », *International Small Business Journal*, 1997, vol. 15, n° 2, n° 58, pp. 83-89.

Murray, G. « A Synthesis of Six Exploratory, European Case Studies of Successfully Exited, Venture Capital-Financed, New Technology-Based Firms », *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 1996, vol. 20, n° 4, pp. 41-60.

Muzyka, D., Bygrave, W., Leleux, B. et Hay, M. « Entrepreneurs Perceptions About Realising Enterprise Value: A Pan European Perspective », dans *Frontiers in Entrepreneurship Research 1993*, sous la direction de Churchill, N.C., Birley, S., Bygrave, W. D., Doutriaux, J., Gatewood, E.J., Hoy, F.S., et Wetzel Jr., W.E., Babson College, Wellesley (Massachusetts), 1993.

Porter, M.E. *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, New York, Free Press, 1989.

Relander, K E, Syrjanen, A P. et Miettinen, A. « Analysis of the Trade Sale as a Venture Capital Exit Route », dans *Realizing Investment Value*, sous la direction de Bygrave, W D , Hay, M. et Peters, J. B., Grande-Bretagne, Pitman Publishing, 1994.

Steier, L. et Greenwood, R. « Venture Capitalist Relations in the Deal Structuring and Post-Investment Stages of New Firm Creation », *Journal of Management Studies*, 1995, pp. 337-357.

Stevenson, H. et Coveney, P. *Survey of Business Angels*, Henley on Thames, Royaume-Uni, Venture Capital Report Ltd., 1994.

Sullivan, M. K. « Entrepreneurs As Informal Investors: Are There Distinguishing Characteristics », *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Wellesley (Massachusetts), Babson College, 1991.

Thompson, A.A. et Strickland, A.J. *Crafting and Implementing Strategy*, Boston, Irwin McGraw-Hill, 1998.

Tyejee, T.T. et Bruno, A.V. « A Model of Venture Capitalist Investment Activity », *Management Science*, 1984, vol. 30, n° 9, pp. 1051-1066.

Van Osnabrugge, M. *Comparison of Business Angels and Venture Capitalists, Financiers of Entrepreneurial Firms*, Said Business School, University of Oxford, Grande-Bretagne, 1998.

Westhead, P. et Wright, M. « Novice, Portfolio and Serial Founders: Are They Different? », *Frontiers in Entrepreneurship Research*, Wellesley (Massachusetts), Babson College, 1997.

Wetzel, W. E., Jr. « Taplin and Montle Development Fund: A Case Study in Finance », *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Wellesley (Massachusetts), Babson College, 1983.

Wetzel, W. E., Jr. « Informal Risk Capital: Knowns and Unknowns », dans *The Art and Science of Entrepreneurship*, sous la direction de Donald L. Sexton et Raymond W. Smilor, Cambridge (Massachusetts), A. Ballinger, 1986, pp. 85-108.

Wright, M., Robbie, K. et Chiplin, B. « The Monitoring of Venture Capital Firms », *Entrepreneurship: Theory and Practice*, été 1997, pp. 9-27.

Wright, M., Robbie, K. et Ennew, C. « Serial Entrepreneurs », *British Journal of Management*, 1997, vol. 8, pp. 251-268.

### **6.3 SITES WEB CANADIENS**

Mount Pearl CCIP Inc. – <http://w.w.w.mtpearl.nf.ca>

Association canadienne du capital de risque – <http://www.cvca.ca>

VC Firm – <http://www.torontovc.com>

Industrie Canada – <http://strategis.ic.gc.ca>

Halton Region, Business Development Centre – <http://www.haltonbusiness.com>

Ventures West Inc. – <http://www.ventureswest.com>

Conseil canadien de la PME et de l'entrepreneuriat – <http://www.ccsbe.org/>

Macdonald and Associates Limited – <http://canadavc.com/>

Angel Banker Club – <http://banakor.com/>

Carrefour Capital – <http://www.carrefour-capital.com/>

**7.1 INDEX**

Association canadienne des sociétés d'investissement en capital	15
Association canadienne du capital de risque	15, 30
Banakor Suisse	30
Banque de développement du Canada	44
Banque Royale	38
Canadian Coin Processors	40
Cap-Breton	14, 24, 29, 39
capital patient	44
Celtic House International Inc.	38
Centre canadien du marché du travail et de la productivité	43
Chambre de commerce de Terre-Neuve et du Labrador	26
Chambre de commerce du Canada	43
Chase Global Capital	34
Cody Slater	40
COIN	32
College Pro Painters	40
Colt Engineering Corporation	40
Conseil canadien de la PME et de l'entrepreneuriat	30
Conseil économique des provinces de l'Atlantique	16
Denzil Doyle	15, 40
Enterprise Funding Corporation	32
FACE	32
Foundation for the Advancement of Canadian Entrepreneurship	32
Greig Clark	40
Horatio Enterprise Fund	40
Industrie Canada	30
Internet	30, 34
Investment Opportunities Project	33
ISDN	40
Macaulay	24, 29, 49
Macdonald and Associates	30
Net Shepherd Inc.	40
Examen de la littérature et analyse de l'activité ayant trait aux investisseurs au Canada: Programme de recherche sur les investisseurs providentiels	60

Newbridge Networks .....	38
Nortel Networks Corp. ....	40
Ottawa-Carleton .....	13, 14
Page Manufacturing .....	40
PICC .....	30, 33
Plan d'investissement communautaire du Canada .....	33
Primaxis Technology Ventures Inc. ....	38
programme Action .....	44
provinces de l'Atlantique .....	14
provinces de l'Atlantique .....	20
Réseau des possibilités d'investissement au Canada .....	32
Rig-Rat .....	40
Ron Warris .....	40
Société d'expansion économique d'Ottawa-Carleton .....	16
sociétés provinciales de capital-risque .....	20
VC Firm .....	30
Ventures West Inc. ....	30

<sup>1</sup> La moyenne simple des investissements produit un montant supérieur à 75 000 \$. Cependant, comme l'échantillon contient un petit nombre d'investissements importants, il est impossible d'étendre les résultats à l'ensemble des investisseurs providentiels parce que les réponses ne suivent pas une courbe de distribution normale. Chaque réponse a été corrigée à l'aide d'une technique courante (logarithme) pour produire une courbe de distribution normale en vue d'obtenir une moyenne plus révélatrice après la reconversion des montants.

<sup>2</sup> Languedoc traite d'une étude réalisée conjointement par Rod McNaughton, alors étudiant à l'University of Western Ontario, pour le compte de l'Association canadienne des sociétés d'investissement en capital de risque (maintenant Association canadienne du capital de risque).

<sup>3</sup> Ducros (1993) traite d'une masse critique d'investisseurs connaissant les technologies de l'information.

<sup>4</sup> Pour une analyse approfondie récente des questions de délégation intervenant entre l'investisseur providentiel et le bénéficiaire de l'investissement, voir van Osnabrugge, 1998.

<sup>5</sup> Pour une biographie de Jim McCambly, le dirigeant syndical persuasif qui a convaincu les gouvernements de mettre en place des mesures d'incitation fiscales, voir Mayer, A. « A \$600 million man: It was labour leader Jim McCambly who persuaded Ottawa to launch a huge capitalist venture backed by tax credits », *The Toronto Star*, le 15 décembre 1996.

<sup>6</sup> Dans la plus récente thèse de doctorat traitant des investisseurs providentiels, van Osnabrugge (Oxford, 1998) fonde son analyse sur le processus décisionnel des capital-risqueurs (Tyebee and Bruno 1984), sans aborder les activités de recherche.

<sup>7</sup> Le compte rendu complet est signalé dans la bibliographie.

<sup>8</sup> Cette observation apparaît souvent dans les études réalisées à l'échelle mondiale.

<sup>9</sup> Traduction d'une citation de Ned Macaulay.

<sup>10</sup> Les étudiants à la maîtrise en administration des affaires à l'Université de Calgary ont, en moyenne six années d'expérience dans le domaine des affaires avant de s'inscrire au programme, ce qui laisse croire qu'ils sont relativement mûrs et plus expérimentés.

<sup>11</sup> L'auteur songe à faire de la littérature sur cette question le sujet d'une série de travaux de recherche futurs.

<sup>12</sup> Pour savoir comment les chercheurs ont dû procéder pour obtenir des renseignements précis sur le rendement d'investissements institutionnels de capital-risque, consulter l'étude de la déclaration de rendement des sociétés de capital-risque aux États Unis réalisée par Bygrave, Fast, Khoylan, Vinvent et Yue (1989).

<sup>13</sup> L'acquisition de Newbridge Networks par une société française de télécommunications, opération d'une valeur de 10 millions de dollars, a été annoncée durant la rédaction de ce rapport.

<sup>14</sup> Lors de la rédaction du présent rapport, les travaux de l'étude ayant rapport aux provinces de l'Atlantique ont été refaits pour raffiner les résultats, lesquels étaient très proches des résultats initiaux : environ un tiers des investisseurs ont financé un membre de leur famille; environ un tiers des investisseurs ont perdu la totalité de leur investissement en conséquence de la faillite ou de l'échec de l'entreprise; les femmes représentent environ 10 % des investisseurs providentiels; environ 15 % des entreprises créées dans la région avaient été financées par des investisseurs ne faisant pas partie de l'équipe de partenaires.

<sup>15</sup> Dans une certaine mesure, il n'est pas nécessaire d'être aussi exigeant. Il est généralement reconnu que les investisseurs institutionnels de capital-risque exigent un taux de rendement minimal aussi élevé parce qu'ils doivent compenser les pertes (faillites et échecs) et le mauvais rendement des morts vivants (entreprises viables qui ne produiront pas le rendement attendu).

<sup>16</sup> Conclusion du rapport du Comité de travail sur la petite entreprise intitulé *Franchir les obstacles : bâtir notre avenir*, signalée dans Peterson, R. « How is Entrepreneurship Different in Canada? », *The Financial Post*, le 4 mars 1998.

<sup>17</sup> Remarques individuelles dans l'étude de la confiance rapide de Mason et coll.

<sup>18</sup> Le théorème de la délégation traite de la relation qui existe entre l'investisseur providentiel et son agent, l'entrepreneur bénéficiant de l'investissement, et de ce qui motive ou incite l'agent à agir dans les meilleurs intérêts de l'investisseur.

<sup>19</sup> Selon un intermédiaire dans le domaine de l'investissement, Rick Norland, un entrepreneur doit prévoir affecter 85 % de son temps, durant six à douze mois, à la recherche d'un investisseur providentiel. Un des principaux éléments étudiés est la question de savoir qui doit surveiller l'exploitation de l'entreprise pendant que l'attention de l'entrepreneur est détournée (Riding, 1997).

<sup>20</sup> La thèse de doctorat de l'auteur contient une bibliographie d'environ 300 études d'universitaires portant sur l'évolution de l'investissement individuel et des investisseurs providentiels.

<sup>21</sup> Durant la rédaction de ce rapport, les résultats préliminaires d'une étude de suivi portant sur l'investissement individuel dans les provinces de l'Atlantique ont confirmé ceux d'une étude antérieure révélant qu'environ un tiers des investisseurs individuels perdent au moins une fois la totalité des capitaux d'un investissement.