

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC

MÉMOIRE PRÉSENTÉ À
L'UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À TROIS-RIVIÈRES

COMME EXIGENCE PARTIELLE
DE LA MAÎTRISE EN ADMINISTRATION DES AFFAIRES

PAR
WILLY XAVIER NOEL BANENI A DOOKOH

LA GOUVERNANCE DE LA RELATION SOCIÉTÉ DE CAPITAL-RISQUE
ET PETITES ET MOYENNES ENTREPRISES.
(ÉCHANTILLON AFRICAIN)

Avril 2015

Université du Québec à Trois-Rivières

Service de la bibliothèque

Avertissement

L'auteur de ce mémoire ou de cette thèse a autorisé l'Université du Québec à Trois-Rivières à diffuser, à des fins non lucratives, une copie de son mémoire ou de sa thèse.

Cette diffusion n'entraîne pas une renonciation de la part de l'auteur à ses droits de propriété intellectuelle, incluant le droit d'auteur, sur ce mémoire ou cette thèse. Notamment, la reproduction ou la publication de la totalité ou d'une partie importante de ce mémoire ou de cette thèse requiert son autorisation.

SOMMAIRE

Le présent travail s'inscrit dans le cadre des études sur la gouvernance des organisations en général, et de celle de la relation entre les sociétés de capital- risque et les PME en particulier. Son propos est d'identifier et de décrire les mécanismes mis en œuvre par la SCR pour assurer une bonne coordination de sa relation avec les PME africaines bénéficiant de ses financements.

En s'inspirant de la théorie de l'agence, l'étude montre, à partir de la méthode des cas appliquée à quatre (04) PME d'Afrique subsaharienne extraites du portefeuille ECP (Emerging Capital Partners), que les mécanismes de gouvernance de la relation SCR-PME rencontrés dans les firmes occidentales sont diversement appliqués en Afrique. Elle établit, par ailleurs, que la relation entre la SCR et la PME africaine n'est pas toujours aussi harmonieuse et synergique qu'on aurait pu l'imaginer ou le souhaiter.

En conséquence, elle suggère des pistes visant à améliorer ladite relation pour un meilleur accès de la PME africaine aux financements des SCR occidentales.

TABLE DES MATIERES

SOMMAIRE.....	II
LISTE DES TABLEAUX.....	VI
LISTE DES FIGURES.....	VIII
LISTE DES SIGLES ET ABRÉVIATIONS.....	IX
REMERCIEMENTS.....	X
INTRODUCTION.....	12
CHAPITRE 1 — INTRODUCTION ET PROBLEMATIQUE MANAGERIALE.....	15
1.1 LA PME, UN ACTEUR ECONOMIQUE MAJEUR DANS LES ECONOMIES AFRICAINES, MALGRE UNE PRECARITE FINANCIERE CERTAINE.....	15
1.1.1 L'importance croissante de la PME au sein des économies africaines.....	17
1.1.2 La précarité financière de la PME.....	18
1.1.2.1 Une surface financière généralement étroite.....	18
1.1.2.2 Une faible éligibilité au financement bancaire.....	19
1.1.2.3 L'absence ou l'insuffisance d'incitations.....	20
1.1.2.4 Le poids écrasant et pénalisant de l'informel.....	20
1.2 LES FACTEURS AGGRAVANT LA PRECARITE FINANCIERE DE LA PME	21
1.2.1 Une signalisation défavorable auprès des organismes de crédit.....	21
1.2.2 Une asymétrie informationnelle renforcée par une information financière inexistante ou peu probante.....	22
1.2.3 Un style managérial auto centré et faiblement formalisé.....	23
1.2.3.1 Le promoteur de la PME, un manager autocrate.....	23
1.2.3.2 L'improvisation comme modèle managérial par excellence.....	23
1.3 LA SOCIETE DE CAPITAL-RISQUE (SCR), UNE SOLUTION AUX DIFFICULTES DE FINANCEMENT DE LA PME.....	24
1.3.1 L'acceptation du risque comme spécificité de la SCR.....	24

1.3.2	La société de capital-risque et la PME.....	25
1.3.2.1	La SCR comme pourvoyeur de fonds à la PME.....	26
1.3.2.2	La relation PME-SCR.....	26
1.4	QUESTIONS ET OBJECTIFS DE RECHERCHE.....	27
1.5	PORTEE MANAGERIALE DE LA RECHERCHE.....	28
	CHAPITRE 2 —MISE EN EVIDENCE DE LA RELATION SCR-PME.....	29
2.1	LA SOCIETE DE CAPITAL-RISQUE (SCR), UN PRENEUR DE RISQUE.....	29
2.1.1	Le risque, une notion plurielle.....	30
2.1.2	Le statut juridique de la SCR.....	33
2.1.2.1	Le cadre légal de la SCR.....	33
2.1.3	Les fonctions de la SCR.....	37
2.1.4	Le poids de la SCR dans les économies africaines.....	39
2.1.5	La SCR aux côtés de la PME.....	40
2.2	LA MODELISATION DE L'INVESTISSEMENT DE LA SCR DANS LA PME.....	41
2.2.1	La prise en compte des spécificités de la PME.....	42
2.2.2	La diversification des portefeuilles.....	43
2.2.3	La prise en compte de la structure financière.....	44
2.2.4	La couverture juridique et financière du risque.....	45
2.2.5	L'analyse du cycle de vie.....	46
2.3	LA GESTION DE LA RELATION SCR-PME.....	48
2.3.1	La relation d'agence SCR-PME.....	48
2.3.2	Les risques induits par la relation d'agence SCR-PME.....	49
2.3.2.1	Le risque précontractuel, l'antisélection.....	49
2.3.2.2	Le risque post-contractuel, l'aléa moral.....	50
2.3.3	Les stratégies de gestion des risques dans la relation d'agence SCR-PME.....	51
2.3.3.1	Les stratégies normatives.....	51

2.3.3.2 Les Stratégies positives.....	53
CHAPITRE 3 — PROPOSITION DE TRAVAIL DE RECHERCHE.....	54
3.1 RAPPEL DE L’OBJECTIF ET DE LA QUESTION DE RECHERCHE.....	55
3.1.1 La théorie normative de l’agence, ou comment protéger le principal contre l’opportunisme de l’agent.....	56
3.1.2 La théorie positive ou le contrôle et la coordination de la relation d’agence dyadique.....	60
3.2 CADRE CONCEPTUEL.....	62
3.3 BASE DE PROPOSITION DE TRAVAIL.....	63
3.3.1 Les instruments relevant de l’approche descriptive.....	63
3.3.1.1 Les droits sur les cash-flows.....	64
3.3.1.2 Les droits de contrôle.....	64
3.3.1.3 Les droits de liquidation.....	64
3.3.2 Les instruments relevant de l’approche normative: La maîtrise des droits de contrôle.....	65
3.3.2.1 Le financement par étape.....	65
3.3.2.2 Les options de conversion.....	66
3.3.2.3 Le Conseil d’Administration.....	66
3.3.2.4 Le système d’information.....	67
3.3.3 L’approche cognitive de la relation SCR-PME : L’implication de la SCR comme levier de création de la valeur et de coordination.....	67
3.3.3.1 L’approche cognitive comme source d’opportunités productives pour la PME financée par la SCR.....	68
3.3.3.2 L’approche cognitive comme outil de coordination de la relation SCR-PME.....	69
3.4 PROPOSITION DE RECHERCHE.....	69

CHAPITRE 4 — METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE.....	71
4.1 CADRE GLOBAL DE LA RECHERCHE.....	71
4.1.1 Le modèle théorique.....	71
4.1.2 Nature de la recherche.....	73
4.2 LA STRATEGIE DE COLLECTE DES DONNEES.....	74
4.2.1 La population cible.....	74
4.2.2 L'échantillon utilisé: Des entreprises du portefeuille ECP.....	75
4.3 LE TRAITEMENT ET L'ANALYSE DES DONNEES.....	76
4.3.1 Les outils d'analyses utilisées.....	76
4.3.2 L'opérationnalisation des Concepts.....	77
CHAPITRE 5—RESULTATS ET DISCUSSION.....	82
5.1 PRESENTATION DES ENTREPRISES INTERVIEWEES.....	82
5.1.1 L'entreprise A.....	82
5.1.2 L'entreprise B.....	83
5.1.3 L'entreprise C.....	83
5.1.4 L'entreprise D.....	83
5.2 ECONOMIE DES ENTREVUES.....	84
5.2.1 La mise en œuvre des mécanismes de contrôle dans la gouvernance de la relation SCR-PME africaine.....	85
5.2.1.1 Les raisons du recours au SCR.....	85
5.2.1.2 La place des titres hybrides.....	88
5.2.1.3 Le contrôle du Conseil d'Administration.....	89
5.2.1.4 Le suivi du système d'information.....	90
5.2.2 L'utilisation des clauses contractuelles dans la gestion de la relation SCR-PME.....	91
5.2.2.1 Le contrôle des « cash flows » ou flux de trésorerie.....	91
5.2.2.2 Le droit de liquidation.....	92
5.2.3 Le rôle des instruments cognitifs dans la gestion de la relation SCR-PME.....	94

5.2.3.1	L'implication de la SCR dans la gestion de la PME.....	94
5.2.3.2	La modulation de l'implication de la SCR dans la gestion de la PME.....	95
5.3	SYNTHESE DES RESULTATS.....	96
5.3.1	Relativement à la première proposition de travail selon laquelle : « La SCR a recours à des instruments de contrôle pour gouverner sa relation avec la PME ».....	96
5.3.2	Relativement à la deuxième proposition de recherche selon laquelle « La SCR gouverne la relation avec la PME au moyen de clauses contractuelles ».....	98
5.3.3	Concernant la troisième proposition de recherche selon laquelle « La SCR mobilise des instruments cognitifs pour gouverner la relation avec la PME ».....	99
6	DISCUSSION DES RESULTATS : LA CONTRIBUTION MITIGEE DE LA SCR A LA PERFORMANCE ECONOMIQUE ET SOCIALE DE LA PME.....	101
6.1	SCR ET PERFORMANCE ECONOMIQUE DES PME ETUDIEES.....	101
6.2	PRESENCE DE LA SCR ET CLIMAT SOCIAL AU SEIN DE LA PME.....	103
	CONCLUSION.....	105
	RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES.....	111
	GUIDE D'ENTREVUE.....	120
	ANNEXES.....	122

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 — Les sources des capitaux de la SCR aux USA et en Europe.....	38
Tableau 2 —Opérationnalisation des concepts.....	75
Tableau 3 — Fiche signalétique.....	81
Tableau 4 — Le recours aux instruments de contrôle pour gouverner la relation SCR-PME.....	94
Tableau 5 — Mise en œuvre des clauses contractuelles.....	96
Tableau 6 — La mobilisation des instruments cognitifs dans la relation SCR-PME.....	97
Tableau 7 — Evolution des indicateurs de performance des PME depuis l'entrée de la SCR.....	99
Tableau 8 — Relation SCR-PME et climat social.....	101

LISTE DES FIGURES

Figure 1 — L'asymétrie de l'information et le financement des PME.....	20
Figure 2 — Mécanismes de gouvernance.....	71
Figure 3 — Mécanismes de gouvernance SCR- PME modifié.....	106

LISTE DES SIGLES ET ABRÉVIATIONS

BEAC : Banque des États de l'Afrique Centrale

FCFA : Unité Monétaire utilisée dans une partie de l'Afrique de l'Ouest et Centrale

GE : Grande Entreprise

ISO : Organisation Internationale de Normalisation

NTIC : Nouvelle Technologie de l'information et de la communication

OCDE : Organisation de coopération et de Développement Économiques

OHADA : Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires

PME : Petite et Moyenne Entreprise

S.A : Société Anonyme

SARL : Société à Responsabilité Limitée

SCR : Société de Capital-risque

TPE : Très Petite Entreprise

REMERCIEMENTS

Je remercie mon Dieu en qui je suis fidèle d'être toujours là pour moi et qui m'aide à surmonter toutes les épreuves de cette vie.

Mes remerciements vont une fois de plus à M. Théophile Serge Nomo pour avoir accepté de diriger avec enthousiasme et rigueur ce mémoire. Son dévouement, sa disponibilité, ses conseils et ses commentaires ont éclairé et orienté l'ensemble de cette recherche.

J'exprime aussi ma reconnaissance à mon père et ma mère, ainsi qu'à mon oncle Jean-Georges Abomba, mon frère, ma sœur et Souadou Cissoko qui ont toujours cru en moi, m'ont encouragé pendant les moments les plus difficiles et ont continuellement mis à ma disposition les ressources nécessaires pour aller au bout de mes ambitions. Pour cela je vous dédie ce mémoire

Je tiens également à remercier M. Ferdinand Ngon pour avoir mis à ma disposition des outils qui m'ont facilités l'accès aux dirigeants de quelques PME africaines.

Je ne peux oublier l'aide précieuse de M. Casimir Engala, de Julie Ngninkeu, de Franck Komguep et de Murielle Ouattara pour leur générosité, leur présence et leur soutien.

Finalement, je remercie tous ceux qui de près ou de loin m'ont encouragé et ont apporté une aide quelconque à la réalisation de ce travail en particulier: Micael Kendrick, M. & Mme Tankeu Jean Paul, Serge Medjo, Yerim, Mahamadou et la famille Cissoko.

INTRODUCTION

La mise en place de toute affaire conduit à combiner deux types de décisions financières complémentaires, qui sont souvent présentées, à elles toutes seules, comme la substance de toute la littérature financière. Il s'agit des décisions d'investissement et de celles relatives au financement.

Si la première catégorie de décisions renvoie à la manière dont les agents économiques placent leurs ressources dans les actifs afin d'en tirer un certain rendement espéré, dans le temps, la seconde traduit, quant à elle, les différents mécanismes à travers lesquels ces agents acquièrent les ressources nécessaires auxdits placements.

Parce qu'il conditionne l'investissement, le financement constitue une préoccupation essentielle de la vie des entreprises, qui mobilisent alors de nombreux efforts pour accéder aux sources de financement et mobiliser les ressources dont elles ont besoin.

A cet égard, l'accès au financement apparaît comme une activité hautement compétitive et sélective, dans laquelle les différents intervenants connaissent des sorts divers. C'est ainsi que, si en raison des atouts dont elles disposent les grandes entreprises bénéficient d'un meilleur accès au financement, il n'en est pas de même des petites et moyennes entreprises (PME) qui connaissent très souvent des difficultés d'accès au financement.

Comme alternative à cette situation, diverses initiatives ont vu le jour, pour soutenir la PME et l'accompagner sur son sentier d'expansion. Ainsi en est-il de la société de capital-risque (SCR), qui apparaît comme des initiatives les plus originales en la matière. Définies comme toute structure qui se dédie au financement des PME innovantes non cotées, en vue de les accompagner dans les premières phases de leur cycle de vie, les sociétés de capital-risque brillent par la diversité des formes qu'elles prennent.

A la différence des banques, les SCR partagent le risque entrepreneurial des PME dans lesquelles elles s'engagent, par le financement du haut de bilan, et ce, par l'acquisition des titres de propriété et/ou des titres hybrides.

En Afrique, en raison de la rareté des capitaux, la quête des financements est encore plus âpre, et conduit à une confrontation entre grandes entreprises et petites et moyennes, qui tournent, très souvent, en faveur des grandes entreprises.

De fait, les PME africaines sont très souvent caractérisées par un management auto centré, dans lequel il n'existe pas de démarcation entre le promoteur et l'entreprise, qui se fond pratiquement dans son patrimoine personnel. Elles brillent également par une opacité financière, qui résulte de l'absence d'information financière, ou d'une information financière peu fiable, alors même que leur surface financière est des plus étroites. La conjugaison de tous ces facteurs contribue à faire de la PME africaine un demandeur de crédit émettant une mauvaise signalisation en direction des banques, et qui est, en conséquence, presque exclu du financement bancaire.

Si la SCR, qui est apparue aux Etats-Unis dès la seconde moitié de la décennie 40 a eu le temps de se répandre en Amérique du Nord et en Europe de l'Ouest où elle a déjà réussi à lever un volume astronomique de capitaux au profit de plusieurs dizaines de milliers de PME, en Afrique, le phénomène est relativement nouveau, bien qu'ayant connu une forte progression au cours des deux dernières décennies.

En effet, les premières SCR investissant en Afrique sont apparues en Afrique du Sud. De quelques dizaines au milieu de la décennie 90, on en dénombrait plus d'une cinquantaine sur le continent africain en 2010¹. Cette forte progression conduit à faire de la SCR un protagoniste qui, bien qu'encore peu connu, occupera probablement une place de choix dans le paysage des affaires dans ce continent qui offre encore de nombreuses opportunités d'investissement.

Cependant, comme toute source de financement, le recours à la SCR n'est pas sans poser quelques problèmes de gouvernance, entre la SCR, apporteuse de capitaux et la PME qui en est bénéficiaire.

En effet, depuis les travaux fondateurs de Jensen et Meckling (1976), le conflit d'agence actionnaire-dirigeant est apparu comme la principale conséquence de la firme managériale de Berles et Means (1932). Dans le même ordre d'idées, De La Bruslerie (2004), affirme que les conflits entre actionnaires constituent le problème d'agence prédominant au sein des sociétés multi actionnariales.

Dans le cas spécifique de la relation SCR-PME, plusieurs travaux permettent de décrire et d'appréhender les mécanismes de gouvernance. Ils font état du recours à divers

¹ Jennifer CHOI (2012), Le capital investissement en Afrique, paru dans Repères, N°7

mécanismes de contrôle et de mécanismes cognitifs à travers lesquels la SCR encadre et régule le comportement des dirigeants de la PME.

Pourtant, si ces contributions sont aussi pertinentes les unes que les autres, elles présentent l'inconvénient de ne pas pouvoir être transposées de manière mécanique au cas des PME africaines, qui évoluent dans un contexte différent et présente des caractéristiques différentes.

Par ailleurs, la littérature sur la gouvernance de la relation SCR-PME en contexte africain demeure encore embryonnaire, étant donné le caractère relativement nouveau de la SCR en Afrique.

C'est dans ce contexte qu'il nous a paru important de nous intéresser à la gouvernance de la relation SCR-PME, avec une application aux PME africaines.

En effet, une telle étude présentait, à notre avis, un intérêt dual.

Dans un premier temps, elle ambitionnait de cerner les mécanismes de gouvernance mis en place par la SCR dans le cadre de la relation qui la lie à la PME, dans un contexte nouveau qui est celui des PME africaines.

Dans un second temps, l'étude vise à compléter la littérature existante sur les SCR africaines en permettant une meilleure appropriation de leur mécanisme de fonctionnement et de gouvernance.

CHAPITRE 1 —INTRODUCTION ET PROBLEMATIQUE MANAGERIALE

1.1 LA PME, UN ACTEUR ECONOMIQUE MAJEUR DANS LES ECONOMIES AFRICAINES, MALGRE UNE PRECARITE FINANCIERE CERTAINE

La Petite et Moyenne Entreprise (PME) est un modèle entrepreneurial à mi-chemin entre la Très Petite Entreprise (TPE) et la Grande Entreprise (GE). En raison de son champ d'action transversal, qui s'étend aussi bien aux secteurs primaire, secondaire, tertiaire que quaternaire, il est difficile de la rattacher à un domaine d'activité en particulier.

Cependant, la littérature et la pratique professionnelle ont pris l'habitude de la démarquer par des critères économiques, tels que la taille, le nombre de salariés, le chiffre d'affaires, ou encore la structure du capital. Ainsi, suivant le critère de la taille, la PME est présentée en France comme une entreprise employant moins de 250 salariés². Au Canada, le vocable s'applique aux entreprises employant moins de 500 salariés³.

Aux Etats-Unis d'Amérique, l'application du concept connaît une certaine flexibilité, étant donné qu'elle évolue d'un secteur d'activités à l'autre. C'est ainsi que la Small Business Administration (SBA) classe dans la catégorie de PME les industries manufacturières et minières employant moins de 500 personnes. Dans le secteur du commerce de gros, ce nombre passe à moins de 100 personnes.

En rapport avec le chiffre d'affaires, l'appartenance d'une entreprise à la catégorie dite des PME varie également d'un espace économique à l'autre. Sous ce prisme, une entreprise française réalisant un chiffre d'affaires annuel inférieur à 50 millions d'euros sera logée dans cette catégorie

Aux Etats Unis, la SBA introduit, une fois de plus, une modulation dans la classification des entreprises dans cette catégorie, suivant le critère du chiffre d'affaires. En effet, dans le secteur de la vente de détail, le plafond de chiffre d'affaires y relatif est de 7 millions de dollars US, contre 33, 5 millions de dollars US dans le secteur de l'industrie

²Décret d'application (n°2008-1354) de l'article 51 de la loi de modernisation de l'économie

³ Site officiel du Ministère canadien des Travaux Publics et des Services Gouvernementaux (tpsg)

lourde, 14 millions dans celui des entreprises spécialisées et 0,75 millions dans celui de l'agriculture.

Sous le prisme de la structure du capital, la PME est souvent caractérisée par la concentration du capital entre les mains d'une seule personne ou au sein de la même famille, qui en fait sa principale source de revenu, et un moyen de transmission du patrimoine entre ascendants et descendants.

Ce dernier état de chose conduit souvent à qualifier la PME « d'entreprise familiale » ou « patrimoniale ». Dans cet ordre d'idées, une des définitions de l'OCDE la présente comme « celle dans laquelle les chefs d'entreprises assument personnellement et directement les responsabilités économiques, financières, techniques, sociales et morales de l'entreprise, quelle que soit la forme juridique ».

Cette relativité dans la caractérisation économique de la PME s'étend également aux pays africains. Au Cameroun, par exemple, la loi N°2010/001 du 13 avril 2010 portant promotion des Petites et Moyennes Entreprises (PME) la présente comme une entreprise employant moins de 100 personnes et réalisant un chiffre d'affaires annuel inférieur à un milliard de FCFA.

Au plan fiscal, l'Administration fiscale camerounaise rattache aux Centres d'Impôts des Moyennes Entreprises (CIME) celles qui réalisent un chiffre d'affaires annuel compris entre 100 millions et 500 millions de CFA, tandis que les entreprises n'atteignant pas 100 millions de FCFA de chiffre d'affaires annuel sont considérées comme de petites entreprises et rattachées aux Centres Divisionnaires des Impôts (CDI)⁴.

Dans l'espace OHADA⁵, le législateur considère comme petites et moyennes entreprises celles réalisant un chiffre d'affaires annuel n'atteignant pas 100 millions de FCFA⁶.

Cependant, quelle que soit le prisme sous lequel elle est appréhendée, la PME est un acteur économique majeur dans l'ensemble des pays. Cette position est aussi bien due à sa

⁴ Direction Général des Impôts (DGI) du Cameroun, Circulaire portant organisation des services fiscaux

⁵ Abréviation de l'Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires (OHADA). Il s'agit d'un espace juridique regroupant 17 pays africains, essentiellement d'Afrique central et de l'ouest, d'expression francophone. La vocation de l'OHADA est de créer un référentiel juridique unique, permettant d'harmoniser le Droit des affaires dans les Etats membres, à la faveur des textes applicables dans tous ces Etats, appelés actes

⁶ Acte Uniforme OHADA portant Harmonisation des comptabilités, articles 11, 12 et 13.

représentativité dans la population des entreprises qu'au nombre de personnes qu'elle emploie. En effet, selon l'OCDE, entre 95 et 99% des entreprises au monde sont des PME.

Au Canada, la PME n'occupe pas une situation moins importante. En 2005 déjà, elle employait 70% de la main d'œuvre dans le secteur privé, et sa contribution au Produit Intérieur Brut (PIB) était estimée à 45%⁷.

Dans les pays en voie de développement, et en particulier ceux situés sur le continent africain, on assiste, ces dernières années, à une reconnaissance progressive du rôle que les PME sont susceptibles de jouer dans l'essor économique, et donc de leur importance (1). Cependant, cette importance contraste fortement avec la précarité financière qui semble être l'une des principales caractéristiques de la PME africaine (2).

1.1.1 L'importance croissante de la PME au sein des économies africaines

Les statistiques qui constatent l'écrasante primauté de la PME dans la population des entreprises à l'échelle mondiale peuvent, quasiment, être transposées à l'identique aux économies africaines et à l'ensemble des pays émergents.

À titre illustratif, au Cameroun, une enquête réalisée par l'Institut National de la Statistique (INS) (2009) établit à 90% la part de la PME dans la population des entreprises, pour une contribution de 34% à la formation du PIB. Au Nigeria, cette proportion est estimée à 95%, selon une étude conjointe OCDE-BAD (2005). À l'échelle des pays émergents, l'OCDE (2005) relève que la part de la PME dans la population des entreprises est passée de 12% à 65% sur les deux dernières décennies. L'importance de la PME dans ces économies se manifeste également dans la formulation de leurs stratégies de développement.

En effet, depuis quelques années, plusieurs de ces pays sont engagés dans la mise en œuvre des stratégies destinées à les conduire à l'émergence économique. C'est le cas, notamment, du Cameroun, où les Autorités ont adopté, en 2009, le Document de Stratégie pour la Croissance et l'Emploi (DSCE), qui traduit le sentier que ce pays envisage de suivre pour son émergence à l'horizon 2035.

⁷Statistique Canada, *Enquête sur la dynamique du travail et du revenu, 2005*

En République Démocratique du Congo (RDC) et en Côte d'Ivoire, des documents similaires ont été élaborés, avec pour cible, l'émergence économique en 2030 et 2025, respectivement.

En parcourant chacune de ces stratégies, il est loisible de relever qu'elles accordent toutes une place importante à l'essor de la PME locale, qu'elles considèrent comme un levier essentiel de l'émergence économiques des Etats concernés.

Au Cameroun par exemple, les Autorités placent de grands espoirs en la PME pour relever le grand défi de l'emploi⁸. Dans la même veine, elles comptent essentiellement sur celle-ci pour promouvoir l'auto emploi en accompagnant le développement des secteurs porteurs de croissance notamment dans le domaine rural, de l'artisanat et des services, avec pour cible, une contribution importante à la réduction à moins de 50% du sous-emploi visible et à la migration du secteur informel vers le secteur formel de l'économie⁹. Pour atteindre ces objectifs, de nombreuses initiatives de soutien à la PME ont été élaborées, et sont déjà mises en œuvre, pour plusieurs d'entre elles. C'est le cas de la création d'un Ministère des Petites et Moyennes Entreprises et de l'Economie Sociale, de la création, par l'Etat, de la Banque Camerounaise des PME (BCPME), de la création des Centres de formalités de création d'entreprises (CFCE), de la mise en place de Centres de gestion agréés (CGA) et de l'adoption, en 2010, d'une nouvelle législation en faveur du crédit-bail pour les équipements de production au profit des PME, et de la création d'un bureau de mise à niveau, du financement de la mise en place d'un outil de diagnostic pour les PME.

1.1.2 La précarité financière de la PME

En dépit de tout ce qui précède, la PME reste, de loin, le parent pauvre de l'entrepreneuriat en Afrique. En effet, quel que soit le secteur d'activité dans lequel elle intervient, la PME africaine est caractérisée par une réelle précarité financière. Cette dernière est tributaire de l'étroitesse de sa surface financière (1), de sa faible éligibilité au financement bancaire (2), et de sa faible capacité à réunir les incitations requises par les banquiers (3). L'importance de l'informel n'est pas en reste (4).

⁸ Gouvernement du Cameroun, Document de Stratégie pour la Croissance et l'Emploi (DSCE), P.19.

⁹ Idem

1.1.2.1 Une surface financière généralement étroite

La PME africaine est essentiellement constituée par un entrepreneur solitaire qui mobilise une épargne personnelle pour lancer ou entretenir son affaire. Elle peut également bénéficier du concours de la famille et de celui des amis du promoteur dans cette phase de son cycle de vie (Kaufmann, 2005)¹⁰. Cet état des choses l'empêche par essence, de mobiliser une épargne importante à son lancement, la condamnant ainsi à débiter avec une surface financière étroite.

Cette situation est entretenue et amplifiée par la forme juridique de ces entreprises qui, dans la plupart des cas, est individuelle, conduisant ainsi à les confondre, juridiquement, à leur promoteur (Kombou, 2006). L'inclination ainsi relevée de ces entrepreneurs à agir en cavalier solitaire a conduit le législateur, dans les pays membres de l'OHADA, à introduire la forme unipersonnelle des Sociétés Anonyme (SA) et à Responsabilité Limitée (SARL), pour les inciter à opter pour la forme sociétale, afin, notamment, de réduire les risques liés à ce modèle entrepreneurial¹¹.

1.1.2.2 Une faible éligibilité au financement bancaire

Si les capitaux propres de la PME africaine sont étroits, elle ne bénéficie pour autant pas d'un meilleur concours des banques. De fait, contrairement au Canada où le financement bancaire constitue la première alternative financière pour la PME (St- Pierre 2004), de nombreux travaux s'accordent pour constater que la PME africaine est quasiment exclue du financement bancaire (Joseph, 1998).

En Afrique centrale par exemple, outre la surliquidité bancaire qui contraste avec l'importance des besoins de financement de l'économie (BEAC¹², 2009, 2010, 2011), des études révèlent que moins de 10% du crédit accordé aux entreprises a été destiné aux PME en 2011, alors que celles-ci représentent plus de 90% de la population des entreprises (BEAC, 2011).

Pour pallier à cette insuffisance, la micro finance a été promue par les Autorités publiques de nombreux pays africains, où elle a été accueillie avec enthousiasme par les

¹⁰ Tiré du journal « Repères » n°7, mai 2005, P.2

¹¹ OHADA, Acte Uniforme portant harmonisation du Droit des Sociétés Commerciales, article 5.

¹² Banque des Etats de l'Afrique Centrale, Institut d'émission de 06 pays d'Afrique centrale, à savoir le Cameroun, la Centrafrique, le Congo, le Gabon, la Guinée Equatoriale et le Tchad

promoteurs de PME. Ces derniers espéraient, en effet, y trouver une réponse viable à leurs besoins de financement (Mayoukou, 2000). Pourtant, avec un peu de recul, il apparaît que l'apport de la micro finance pour le financement des PME africaines est, tout au plus, mitigé, lorsqu'il n'est pas, dans certains cas, une des causes de leur faillite (Mayoukou, 2000).

En conséquence, le recours aux sources de financement traditionnelles et informelles, sous le modèle de la tontine, demeure la première alternative à l'autofinancement, pour la majorité des PME africaines (Kauffmann, 2005 ; Bekolo-Ebe, 1996).

1.1.2.3 L'absence ou l'insuffisance d'incitations

La faible éligibilité au financement bancaire sus décrite est, en réalité, la manifestation de l'incapacité des PME africaines à réunir les incitations requises par les banques (Kauffmann, 2005). En effet, depuis les travaux de Stiglitz et Weiss (1981) sur le rationnement du crédit, la décision d'octroi du crédit est présentée comme un modèle à deux variables, dont les facteurs incitatifs qui, d'après ces auteurs, sont après les facteurs signalétiques, le déclencheur du crédit. Pourtant, dans le cas de la PME africaine, la faible surface financière, combinée à l'absence ou à la faiblesse des suretés et à la prépondérance de la forme entrepreneuriale individuelle constituent des facteurs qui font de celle-ci un mauvais candidat au financement bancaire (Joseph, 1999;Kauffmann, 2005; Mayoukou, 2000).

1.1.2.4 Le poids écrasant et pénalisant de l'informel

La précarité financière de la PME africaine est également favorisée par l'importance du secteur informel. Ce dernier, que l'on définit comme l'ensemble des entreprises exerçant en marge de la réglementation juridique et fiscale, constitue le premier employeur en Afrique subsaharienne (Kauffmann, 2005). Au Cameroun, par exemple, la troisième Enquête sur la Consommation des Ménages (ECAM3), réalisée par l'Institut National de la Statistique établit qu'en 2009, 80% de la main d'œuvre active en milieu urbain travaillait dans le secteur informel. En milieu rural, cette proportion tutoyait les 97% (ECAM3, 2009). Ces statistiques ne sont pas significativement différentes dans les autres pays de cette région du monde.

Si la majorité de ces personnes exercent dans le cadre de micros entreprises et de très petites entreprises, il reste vrai qu'un nombre non négligeable de PME vient grossir le rang du secteur informel, en raison, notamment, des entraves administratives, juridiques et fiscales qui freinent leur migration vers le secteur formel (Kauffmann, 2005). Cette situation renforce

la précarité financière de ces entreprises, qui, outre le fait d'être fortement pénalisées par la pauvreté qui frappe plus de 56% de leurs promoteurs, dont les revenus sont situés en dessous du seuil d'un dollar US par jour (ECAM3, 2009), sont systématiquement exclues du financement bancaire (Joseph, 2009) et n'ont, pour seuls recours, que les crédits tontiniers (Bekolo-Ebe, 1999) et certains établissements de micro finance dont les motivations ne sont pas toujours orthodoxes (Kombou, 2006).

1.2 LES FACTEURS AGGRAVANT LA PRECARITE FINANCIERE DE LA PME

Mais la précarité financière de la PME africaine est aggravée par diverses pratiques managériales exclusives, qui ne leur donnent ni les instruments d'une saine gestion en interne, ni les arguments d'un accès au crédit bancaire. Ainsi, à l'opposé de sa consœur allemande ou canadienne qui tutoie les grandes entreprises, exporte massivement à travers le monde et se fait coter en bourse (Chevalier, 2011), la PME africaine est victime d'une mauvaise signalisation financière (1), entretenue par une information financière inexistante ou peu probante (2) et un style managérial autocentré (3).

1.2.1 Une signalisation défavorable auprès des organismes de crédit

Les signaux sont des éléments informationnels qui permettent, par analyse et déduction, de contourner l'asymétrie informationnelle, en se faisant une idée de la situation dans laquelle se trouverait une personne. Bien que la notion de signalisation soit assez ancienne, notamment en sémiologie, c'est sous la plume d'Akerlof (1970) qu'elle a connu, pour la première fois, ses lettres de noblesse en finance. Dans leurs travaux sur le rationnement du crédit, Stiglitz et Weiss (1981) établissent l'importance de la signalisation dans la formation de la décision d'octroi du crédit. Pour ces auteurs, des informations telles que l'historique du compte bancaire, la qualité des rapports entre le demandeur du crédit et l'établissement de crédit, ou même la situation financière du demandeur approchée à partir de ses états financiers, contribuent fortement à réduire l'asymétrie informationnelle (Simon, 1957 ; Williamson, 1975), permettant ainsi au prêteur de réduire l'antisélection (Stiglitz et Weiss, 1981), (Milgrom et Roberts, 1982).

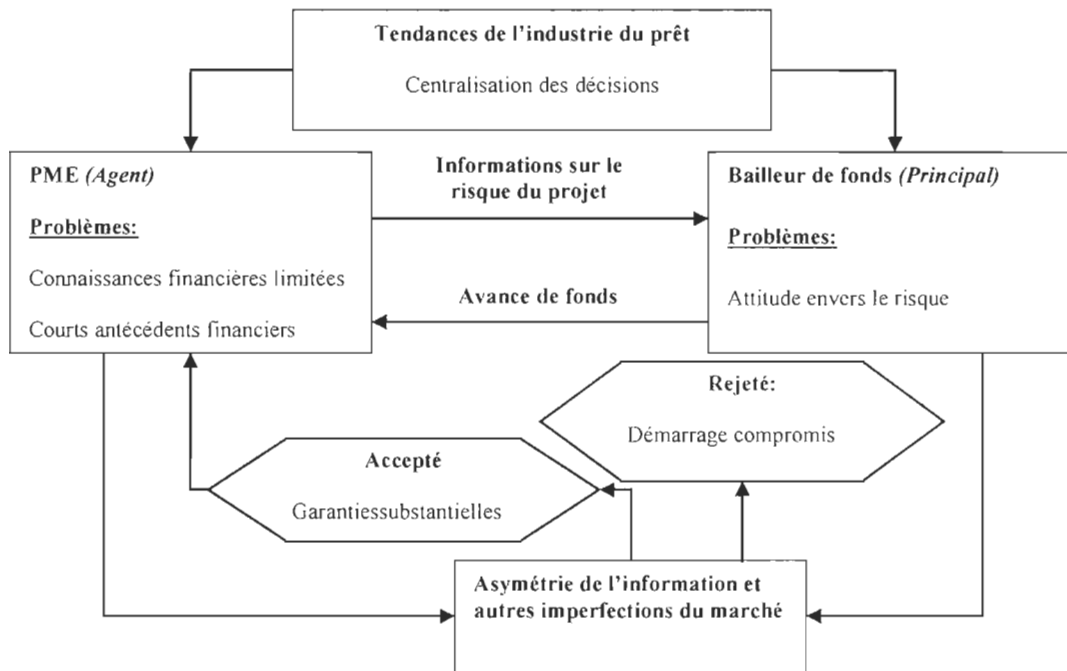
Pourtant, une des caractéristiques de la PME africaine est sa mauvaise signalisation financière. En effet, elle est mal perçue par les établissements de crédit, qui les considèrent comme des demandeurs très risqués (Kauffmann, 2005).

1.2.2 Une asymétrie informationnelle renforcée par une information financière inexistante ou peu probante

La mauvaise signalisation financière de la PME sus décrite est, pour l'essentiel, le fait de l'opacité financière de celle-ci. En effet, plusieurs travaux établissent que la plupart des PME africaines ne tient pas de comptabilité, ou produit une comptabilité peu probante (Kombou, 2006 ; Um Ngwem, et Ekonke, 2013). Celles-ci sont en conséquence des organisations dans lesquelles la littérature est essentiellement orale, avec pour mémoire principale le promoteur. Mieux, dans certains pays comme le Cameroun où le taux de bancarisation n'atteint pas 20% (COBAC¹³, 2011), de nombreuses PME ne disposent même pas d'un compte bancaire, base de toute relation avec un établissement de crédit (ECAM3, 2009). La conjugaison de ces facteurs réduit significativement leurs chances d'éligibilité au financement bancaire comme nous le montre la figure 1 ci-dessous.

Figure 1
L'asymétrie de l'information et le financement des PME

¹³ Commission Bancaire de l'Afrique Centrale, la COBAC a été créée au début des années 90 pour réguler l'activité bancaire en Afrique centrale. Elle est le bras séculier de la Banque des Etats de l'Afrique Centrale dans ce domaine



Source: adapté de Tucker et Lean (2003), tiré de St-Pierre (2004).

1.2.3 Un style managérial auto centré et faiblement formalisé

La PME africaine comme la plupart des PME au monde se démarque également par son modèle de gouvernement et de gouvernance atypique. En effet, le promoteur y occupe une place centrale (1), alors que l'improvisation dans le cas des PME africaines en est la démarche managériale par excellence (2).

1.2.3.1 Le promoteur de la PME, un manager autocrate

Le promoteur de la PME est au centre de la vie de celle-ci. Il y remplit souvent toutes les fonctions, de l'approvisionnement à la vente, en passant par l'administration, la production, le financement...

Très souvent unique actionnaire à bord, il concentre entre ses mains tous les pouvoirs de délibération et de surveillance, étant à lui seul l'Assemblée générale, le Conseil d'Administration et le Directeur Général (Um Gwem et Ekonke, 2013).

Cette omniprésence du promoteur a conduit à l'émergence d'une définition fonctionnelle de la PME, selon laquelle « Les petites et moyennes entreprises sont celles dans lesquelles les chefs d'entreprises assument personnellement et directement les responsabilités

économiques, financières, techniques, sociales et morales de l'entreprise, quelle que soit la forme juridique »¹⁴

1.2.3.2 L'improvisation comme modèle managérial par excellence

Si le promoteur de la PME apparaît comme un manager omniprésent aux pouvoirs hypertrophiés, il reste qu'il ne réunit pas toujours les outils nécessaires à une conduite performante de son affaire. Cette situation, plutôt marginale dans les pays développés, semble être la règle dans les pays en voie de développement, ou un nombre important de promoteurs de PME ne justifie d'aucune formation en management, et sont, dans certains cas, analphabètes. À titre illustratif, au Cameroun, une étude révèle que près de 40% des promoteurs de PME n'ont pas un niveau d'éducation excédant le Certificat d'Etudes Primaires (CEP), parchemin sanctionnant les six années d'éducation primaire dans ce pays¹⁵. Il découle de cette insuffisance que l'horizon de planification de la PME africaine excède difficilement le court terme, voire le mois. L'improvisation apparaît, dès lors, comme une des caractéristiques du style managérial dominant dans ces structures.

Au total, les développements qui précèdent établissent la mauvaise situation financière de la PME africaine qui est renforcée par divers facteurs qui contribuent à l'exclure des circuits de financement classique, en raison de son niveau de risque excessif. Il reste, en définitive, que la PME africaine est une organisation paradoxale, à la fois nécessaire à l'essor économique de ces pays, mais financièrement défavorisée.

Dans ces conditions, l'émergence d'un modèle de financement alternatif, basé sur l'acceptation du risque apparaît comme une solution à la crise de financement de la PME. C'est le cas de la société de capital-risque.

1.3 LA SOCIÉTÉ DE CAPITAL-RISQUE (SCR), UNE SOLUTION AUX DIFFICULTÉS DE FINANCEMENT DE LA PME

Sous sa forme contemporaine, le capital-risque est apparu aux États Unis en 1945 avant de connaître, sous l'appellation « venture capital », un essor à partir de 1950 (Tabourin,

¹⁴ Article 2 des Statuts de Charge Générale des PME françaises, repris par l'OCDE.

¹⁵ Ministère des Petites et Moyennes Entreprises et de l'Économie Sociale, Enquête sur la promotion de la PME au Cameroun (2013).

1990). Depuis lors, sa participation dans le financement des PME en phase de lancement ou de développement n'a cessé de croître, le positionnant, de ce fait, comme une réponse viable aux difficultés de financement de ces entreprises. Ce statut est découlé de sa philosophie de base, qui repose sur l'acceptation du risque (1), laquelle lui permet, d'intervenir auprès de la PME à diverses phases de son cycle de vie (2).

1.3.1 L'acceptation du risque comme spécificité de la SCR

La Société de capital-risque (SCR), encore appelée « venture-capital » ou capital-risqueur est une structure d'investissement, dont l'activité consiste à apporter du capital, ainsi que ses réseaux et expériences à la création et aux premières phases de développement d'entreprises innovantes ou de technologies considérées comme à fort potentiel de développement et de retour sur investissement (Paoli-Gangin et Lalande, 2003).

Pour Tabourin (1990), le capital-risque constitue un apport en fonds propres dans une PME naissante ou en développement, présentant des perspectives aléatoires de croissance. D'après cet auteur, le capital-risqueur se démarque du banquier classique par le fait qu'il est, pour l'entreprise à laquelle il apporte des capitaux, un véritable partenaire qui partage le risque entrepreneurial, à la phase de lancement, de développement ou de maturité, en prenant part aux pertes et aux bénéfices éventuels.

En France, les SCR ont été définies par l'article 1 de la Loi du 11 Juillet 1985 modifiée par la Loi 2000-1352 du 30/12/2000. Aux termes des dispositions de cet article, elles sont des sociétés d'investissement dont la situation nette comptable doit être représentée de façon constante à concurrence d'au moins 50 % de parts, actions, obligations convertibles ou titres participatifs de sociétés françaises dont les actions ne sont pas admises à la cote .

Bien que les définitions sus présentées tendent à la présenter comme un investisseur classique, il convient de relever que le capital-risqueur se démarque de cette catégorie d'investisseurs par la nature même de son activité. En effet, si l'investisseur classique peut être amené, pour divers arguments liés à sa stratégie financière, à prendre des participations durables dans les entreprises dans lesquelles il investit, le capital-risqueur, quant à lui, n'a pas vocation à prendre de telles positions (Battini, 1985).

Dans cette perspective, la loi sus évoquée limite, en France, la prise de participation de la SCR dans une affaire à 40 %, l'idée étant d'éviter qu'elle soit utilisée à des fins de contrôle de sociétés. De plus, pour éviter une focalisation du risque, une SCR ne peut pas employer en titres d'une même société plus de 25 % de son capital.

De tout ce qui précède, il apparaît que, indépendamment du domaine d'activité dans lequel elle investit et de la phase du cycle de vie de l'entreprise dans lequel elle intervient, l'acceptation du risque constitue une constance par laquelle la SCR se démarque. Elle peut dès lors, accompagner la PME dans sa quête de financement.

1.3.2 La société de capital-risque et la PME

Depuis son apparition, la SCR s'est positionnée comme partenaire de la PME dans sa quête de financement. À la faveur des fonds dont elle l'approvisionne (1), il s'est établi, entre SCR et PME une relation qui prend diverses déclinaisons (2).

1.3.2.1 La SCR comme pourvoyeur de fonds à la PME

En raison de la conjugaison de divers facteurs, la PME est présentée comme un agent chroniquement à besoin de financement, dont le niveau de risque, cependant, ne facilite pas l'accès aux capitaux. Aussi, la SCR, en raison de sa disposition à prendre des risques, s'adresse-t-elle principalement à elle.

Ainsi, bien qu'il ne soit pas possible de dire avec précision le volume des fonds investis par les SCR au sein des PME, diverses statistiques avancées suggèrent, néanmoins, l'importance desdites sommes. Aux Etats Unis par exemple, ces sommes excédaient déjà deux milliards de dollars à l'aube de la décennie 80, alors qu'en France, elles étaient estimées, à la même époque, elles étaient estimées à trois milliards de francs (soit environ 500 millions d'euros) (Tabourin, 1990).

1.3.2.2 La relation PME-SCR

Plusieurs travaux se sont penchés sur la relation entre la PME et la SCR, et, notamment, sur la démarche de constitution du portefeuille de cette dernière et la gouvernance de sa relation avec la PME.

Sur le premier point, Tabourin (1990), établit que la décision de sélection repose sur un arbitrage risque-rentabilité, par lequel la SCR porte son choix sur les PME présentant un meilleur rendement anticipé, pour un niveau de risque qu'elle accepte de courir. Cette démarche, qui emprunte à la théorie du portefeuille (Markowitz, 1952) débouche, pour cette dernière, sur la constitution d'un portefeuille jugé efficient. Dans la même veine, Tabourin (1990), qui associe l'intervention de la SCR à la phase du cycle de vie dans laquelle la PME se trouve, montre qu'en France, les SCR ont tendance à privilégier les PME en phase de croissance, qui obtiennent un avis favorable dans 65% des cas, au détriment de celles en phase de lancement, qui elles n'obtiennent que 17,65% d'avis favorable. En rapport avec le secteur d'activités, le secteur secondaire emporte la préférence des SCR françaises. Les variables relatives au promoteur de la PME ne sont pas non plus laissées en reste. En effet, Bessis (1987) affirme que celles-ci sont tellement déterminantes pour l'issue de la demande qu'au bout du compte, c'est le promoteur qui est jugé, plutôt que le projet dont il est porteur. Pour sa part, Lebret (2007) établit que la logique de constitution des portefeuilles des capital-risqueurs consiste à combiner des actifs de sorte les pertes éventuelles subies sur les uns, soient couvertes par les gains importants générés par les autres dont la rentabilité anticipée est élevée.

Sur le second point, les études montrent que la gouvernance de la relation SCR-PME est modulée par le statut juridique de la première dans la seconde. En effet, la SCR peut investir dans la PME en qualité d'actionnaire, en souscrivant des titres de créances ou des titres hybrides, dans le cadre des opérations dites de mezzanine (Tabourin, 1990). Ainsi, si son implication sera plus étroite dans le cas de l'actionnariat, avec, notamment, une participation à la gestion, dans le cas de la souscription des créances, elle sera plutôt marquée par le suivi de la liquidité et de la solvabilité de la PME (Tabourin, 1990).

Mais bien que les contributions qui précèdent apportent de précieux éclairages pour la compréhension de la démarche de sélection des PME par la SCR, d'une part, et sur la gouvernance de la relation entre ces deux entités, il reste qu'elles sont toutes tirées des PME européennes ou nord-américaines, dont les caractéristiques managériales et financières sont très différentes de celles de la PME africaine. En particulier, cette dernière brille par une opacité financière qui amplifie l'asymétrie informationnelle, accroît l'antisélection et renforce l'aléa moral (Stiglitz et Weiss, 1981).

Du reste, si le capital-risque est une pratique relativement ancienne dans ces économies, en Afrique, elle demeure encore peu connue, marginale, alors que les besoins de financement des PME sont très importants. Enfin, la littérature consacrée à la SCR en générale, et à la gouvernance de la relation qu'elle établit avec les bénéficiaires de ses financements reste encore peu développée, en comparaison à certains champs de recherche en finance. Aussi serait-il utile d'apporter, sans aucune prétention, notre contribution au développement de ce champ de recherche relativement récent. Au regard de ce qui précède, la question de la gouvernance de la relation SCR-PME dans le cas de la PME africaine demeure entière.

1.4 QUESTIONS ET OBJECTIFS DE RECHERCHE

L'objectif de notre étude est d'identifier et de décrire les mécanismes de gouvernance de la relation entre la PME africaine et la SCR qui la finance.

Spécifiquement, il s'agit :

- ✓ d'identifier les différents mécanismes de contrôle mis en place par la SCR pour encadrer la PME qu'elle finance ;
- ✓ de décrire la manière dont la SCR gouverne sa relation avec la PME par des clauses contractuelles ;
- ✓ de cerner les modalités de l'implication de la SCR dans la gestion de la PME financée par ses concours ;
- ✓ d'apprécier la pertinence du niveau de risque comme variable modératrice du degré d'implication de la SCR dans la PME africaine.

En d'autres termes, nous nous proposons de répondre à la question de savoir quels sont les mécanismes de gouvernance mis en place par les SCR apportant des concours au PME situées en Afrique ?

Pour ce faire, la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976 ; Ross, 1973) et l'approche cognitive de la gouvernance d'entreprise (Charreaux, 2002 ; Stevenot, 2005 ; Stephany, 2003) ont été mobilisés.

1.5 PORTEE MANAGERIALE DE LA RECHERCHE

Sans avoir la prétention d'élucider toute la question de la gouvernance de la relation SCR-PME, les résultats obtenus pourraient contribuer à mieux comprendre comment celle-ci est gouvernée, dans le cas des PME africaines et donc, à compléter la littérature sur ce sujet. Ils permettront ainsi de suggérer des propositions destinées à l'améliorer, pour la rendre plus performante et favoriser une meilleure création de valeur par la PME africaine.

CHAPITRE 2 —MISE EN EVIDENCE DE LA RELATION SCR-PME

Le chapitre précédent a constitué une introduction à la relation PME-Société de capital-risque. À ce titre, il a permis une lecture conceptuelle de ces deux notions qui sont apparues, en fin de compte, comme complémentaires, dans la mesure où la société de capital-risque constitue une réponse innovante aux difficultés de financement de la PME, et ce, à divers stade de son cycle de vie. Ainsi, il se crée, entre la Société de capital-risque et la PME, une relation découlant du financement de la seconde par la première.

Une telle relation, qui traduit un transfert des droits décisionnels, en partie ou en totalité, sur les fonds appartenant à la société de capital-risque aux dirigeants de la PME, peut opportunément être comprise comme une relation d'agence (Ross, 1973 ; Jensen et Meckling, 1976). Elle implique en conséquence de nombreux risques, dont la gestion, en amont et en aval génère des coûts d'agence (Williamson, 1975 ; Stiglitz et Weiss, 1981), étant donné qu'elle entraîne la mise en place d'un modèle de gouvernance.

À la suite du chapitre 1, le présent chapitre propose une lecture théorique de la relation entre la PME, acheteuse ou demandeuse de capitaux, et la société de capital-risque, vendeuse ou offreuse de capitaux. Pour ce faire, il s'ouvre sur une présentation de la nature de ladite société (1), se poursuit par l'analyse des modèles de sélection des investissements

susceptibles d'être mobilisés par elle (2), et se réfère sur une exploration des modalités de gouvernance de la relation entre ces deux entités (3).

2.1 LA SOCIÉTÉ DE CAPITAL-RISQUE (SCR), UN PRENEUR DE RISQUE

L'existence de la société de capital-risque est intimement liée à la notion de risque (1). Elle constitue en effet une réponse aux difficultés de financement des PME en phase de lancement ou d'expansion, dont le risque perçu ou réel est très élevé. C'est dans cet ordre d'idées que le statut juridique (2) et les fonctions (3) de la SCR peuvent significativement varier, suivant le mode d'intervention qu'elle aura retenu. En conséquence, au fil des années, la SCR apparaît comme une autre alternative viable à la crise de financement de la PME africaine, avec un volume de capitaux apportés en nette expansion (Choi, 2004) qui lui confère un rôle grandissant (4).

2.1.1 Le risque, une notion plurielle

Le risque est une notion très répandue dans le langage courant, en général, et dans la littérature financière, en particulier, bien que sa définition ne soit pas aussi aisée.

En effet, plusieurs définitions sont proposées pour restituer son sens. Ainsi, d'après le Dictionnaire Larousse, le risque est l'éventualité d'un péril, la possibilité d'occurrence d'un événement malheureux.

Selon le référentiel ISO 73, « le risque est l'effet de l'incertitude sur les objectifs¹⁶ ». Pour Bernoulli (1738) le risque est défini comme l'espérance mathématique d'une suite d'événements. Pour les physiciens et les ingénieurs, il est le barycentre des conséquences des événements pondérés par leurs probabilités d'occurrence (Huygens, 1880).

Au plan juridique, le code civil français définit le risque comme l'éventualité d'un événement futur, incertain ou d'un terme indéterminé, ne dépendant pas exclusivement de la volonté des parties, et pouvant causer un préjudice comme la perte d'un objet ou tout autre dommage.

¹⁶ISO Guide 73 –Vocabulaires du Management des risques

Par la diversité de leurs auteurs, les définitions qui précèdent montrent l'intérêt des différentes sciences à traiter du risque qui, au bout du compte, apparaît comme une notion véritablement universelle.

Mais au-delà de tout intellectualisme, le risque est d'abord une notion humaine, naturelle, intuitive et instinctive, qui fédère l'ensemble du règne animal. Hommes et animaux éprouvent, en effet, la sensation de peur, qui exprime la conscience qu'ils ont du danger qui les guette à certaines occasions.

Dans la littérature financière, la théorie du risque a connu ses contributions séminales sous la plume de Daniel Bernoulli (1738)¹⁷, mathématicien qui écrivit un article dans lequel il proposa une réponse au paradoxe de St-Petersburg.

Mais c'est à Knight (1921) et Keynes (1923) que la théorie économique et financière doit les développements les plus retentissants de la théorie du risque.

En effet, d'après Knight, il importe de distinguer la notion de risque de celle d'incertitude. En effet, affirme-t-il « (...) la différence pratique entre les deux catégories, le risque et l'incertitude, est que, s'agissant de la première, la distribution du résultat parmi un ensemble de cas est connue (soit par le calcul a priori, soit par des statistiques fondées sur les fréquences observées). Tandis que ceci n'est pas vrai de l'incertitude en raison de l'impossibilité de regrouper les cas, parce que la situation à traiter présente un degré élevé de singularité (...)»¹⁸.

Ainsi, pour cet auteur, l'incertitude est considérée comme un cas unique, qui ne saurait en conséquence, être assimilé à un groupe de cas similaires, à partir desquels on pourrait objectivement conjecturer des chances d'occurrence a priori d'un événement, sur la base d'une probabilité fréquentiste (à partir d'un nombre de fois ou un phénomène se répète), ou mathématique (suivant le ratio cas favorables/cas possibles), car, de telles situations ne permettent pas l'usage des probabilités.¹⁹

¹⁷ Bernoulli, Daniel; "Specimen theoriae novae de mensurasortis" in *Commentarii Academiae Scientiarum Imperialis Petropolitanae* 5 (1738)

¹⁸ Frank H. KNIGHT (1921), "profit, risk and uncertainty, quarterly journal of economics", P.233

¹⁹ Frank H KNIGHT (1921), cité par DIEMER A (2013), « *Théorie du risque et de l'incertitude (Cours de)* », Université Blaise Pascal.

Cette position est confortée par Keynes (1936) qui proclame la souveraineté de l'incertitude, en affirmant que les décisions affectant le quotidien des hommes sont trop complexes pour être résumées par un trivial calcul de probabilité, étant donné que la base de réalisation d'un tel calcul n'existe tout simplement pas.

Par ailleurs, la littérature introduit une nuance au sein même de la notion de risque, consacrant ainsi les concepts de « risque pure » et de « risque spéculatif » (Knight, 1921 ; Keynes, 1923).

Le risque pur est ainsi présenté comme celui associé à des événements qui ne peuvent avoir que des conséquences négatives (Knight, 1921). Il est le fait de l'existence, de la nature, de l'environnement, des actes posés par les agents économiques, ainsi que de toutes les autres formes d'externalités. Ces risques affectent à divers degrés l'utilité des affaires, qui sont, de leur fait, exposées à d'importantes pertes.

Ainsi, du fait par exemple des facteurs environnementaux, les entreprises sont exposées aux conséquences des catastrophes naturelles (ouragans, séisme, typhon, cyclone, tempêtes, inondations, éruptions volcaniques, sécheresse et canicule, gelées, foudre, grêle ...) qui pourraient s'avérer préjudiciables pour leurs intérêts.

Dans la même veine, le risque pur peut prendre la forme d'une guerre, d'un attentat (World Trade Center en 2001), d'un incendie, d'un piratage informatique ou de toute autre forme d'agression susceptible d'affecter négativement les intérêts d'une entreprise.

Sur un plan purement industriel, ce risque découle logiquement des actes posés par les entreprises (acquisition d'un équipement, activité de transformation des biens, acheminement des biens, production de l'énergie, manipulation d'objets dangereux, actions des firmes concurrentes, ...).

Au total, il apparaît que, sous sa forme pure, le risque peut prendre plusieurs déclinaisons, et affecter diversement les intérêts des organisations. Toutefois, d'après Keynes (1936), une constance demeure, c'est son caractère involontaire, *subi*.

A l'opposé du risque pur se trouve le risque spéculatif. Ce dernier a la particularité d'être intentionnel, voulu, accepté par l'agent économique qui le prend dans l'espoir de réaliser des gains supérieurs à ce qu'il risque de perdre si les paris qu'il fait sur l'avenir

venaient à ne pas se réaliser (Keynes, 1936). Dans cette perspective, la notion de risque spéculatif se trouve intimement liée à celle de rendement, qui en devient la justification (Markowitz, 1952).

Ainsi, s'il peut avoir une déclinaison négative, il est surtout frappant d'observer que le risque spéculatif peut tout aussi bien déboucher sur une issue favorable, en rapportant à celui qui accepte de le courir un gain.

La manifestation la plus accomplie de cette approche duale du risque est le recours à l'écart type comme instrument de mesure du risque (Markowitz, 1952). En effet, ce dernier étant une caractéristique de dispersion autour de la moyenne, il intègre aussi bien les écarts en trop que ceux en moins, compilant de ce fait des gains et des pertes.

Parce qu'elle se consacre au financement des PME, agents économiques à la vulnérabilité notoire, la SCR est, par essence, un preneur de risque. A ce titre, elle fait face volontairement et involontairement à une somme de risques connus et inconnus, qui sont susceptibles d'affecter sa rentabilité.

Dès lors, sous quel habillage juridique intervient –elle ?

2.1.2 Le statut juridique de la SCR

La SCR est un modèle entrepreneurial particulier, qui se caractérise par sa vocation exclusive à effectuer des placements financiers, en acquérant des titres émis par d'autres sociétés, généralement en situation financière vulnérable. Cette spécificité de son objet social a conduit le Législateur, dans divers pays, à lui aménager un encadrement juridique dont le niveau de coercition peut varier d'un pays à l'autre (1). Cette prise de participation implique un certain statut à l'égard des entreprises dont elle a acquis les titres (2).

2.1.2.1 Le cadre légal de la SCR

L'encadrement juridique du Capital-risque peut être plus ou moins rigide, suivant l'espace où l'on se trouve. Ainsi, en France par exemple, en raison du rôle central de l'Etat dans son expansion, l'activité du capital-risque est strictement codifiée (Cotton, 2004). De fait, aux termes de la Loi 2000-1352 du 30/12/2000 qui l'y encadre, le capital-risque est défini comme « toute activité de prises de participation, temporaires et minoritaires dans des entreprises non cotées afin de dégager ultérieurement des plus-values lors des reventes de ces

participations ²⁰». Elle est exercée par des sociétés dotées d'un capital-actions, qui peuvent ainsi être constituées sous la forme d'une société anonyme (SA), d'une société en commandite par action (SCA) ou d'une société par action simplifiée (SAS).

En rapport avec son cycle d'exploitation, le capital-risque apparaît comme une appellation générique, qui s'applique à plusieurs types de sociétés, dont la codification juridique est souvent antérieure à la Loi 2000-1352 du 30/12/2000 (Tabourin, 1990).

Dans cet ordre d'idées, on distingue les FCPR (fonds communs de placement à risques), les Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI), les SFI (sociétés financières d'innovation), les FCIMT (Fonds Communs d'Investissement sur les Marchés à Terme), les FCPE (Fonds Communs de Placement Entreprise), les FIP, et les sociétés de capital-risque stricto sensus.

Les FCPR (Fonds Communs de Placement à Risques) sont encadrés par la loi du 3 janvier 1983. Ils consistent en l'investissement pour au moins 50 % en titres de sociétés non cotées. Au plan fiscal, ils offrent l'avantage d'être exonérés de toutes taxes (sauf prélèvements sociaux) si les fonds restent bloqués au moins 5 ans.

En ce qui les concerne, les FCPI (Fonds Communs de Placement dans l'Innovation) sont investis pour au moins 60 % dans des actions de sociétés cotées ou non, mais innovantes. Il s'agit très souvent d'entreprises appartenant à des secteurs de pointe tels que l'informatique, Internet, les télécommunications, la biotechnologie. Elles peuvent également être issues des secteurs de pointe des industries traditionnelles.

Les Sociétés Financières d'Innovation (SFI) ont été créées par la loi du 11 Juillet 1972 à l'effet de faciliter la mise en œuvre industrielle de la recherche technologique et l'exploitation d'inventions. Elles bénéficient, sous certaines conditions, d'avantages fiscaux et financiers.

Les FCIMT (Fonds Communs d'Investissement sur les Marchés à Terme) interviennent quant à eux sur les marchés à terme non organisés. Ils constituent des produits très risqués.

²⁰Loi 2000-1352 du 30/12/2000 organisant l'activité de capital risque

Les FCPE (Fonds Communs de Placement Entreprise) sont, en ce qui les concerne, dédiés aux salariés d'une entreprise et mis en place dans le cadre d'un accord de participation ou d'un plan d'épargne salariale (PEE, PEI, Perco). Il peut s'agir soit de FCPE « diversifiés » (composés d'un panier de valeurs, sans qu'aucune valeur ne soit surreprésentée), soit de FCPE "d'actionnariat salarié" (composés pour plus d'un tiers en titres de l'entreprise).

Les FIP (Fonds d'Investissement de Proximité) se consacrent quant à eux au soutien des PME située dans une région déterminée. Ils sont, à ce titre une émanation de la politique de décentralisation introduite en France, à travers laquelle l'Etat apporte un appui aux régions, notamment en accordant des avantages fiscaux à ceux qui désirent investir.

Aux termes de la Loi 2000-1352 du 30/12/2000 organisant l'activité de capital-risque en France, une FCPR investissant dans les titres non cotés de PME peut prétendre à la qualité de FIP s'il respecte certaines conditions supplémentaires, notamment celles relatives à l'activité exercée en « majeure partie » sur quatre régions au plus, et, à ce titre, bénéficier d'un dispositif d'incitation fiscale largement similaire à celui des FCPI.

D'après Cotton (2010) l'appellation des SCR varie également suivant le stade du cycle de vie où il intervient. On pourra ainsi parler de seed capital, capital-risque, Capital création, Capital post création, Capital développement, ou encore de Capital-Transmission (LBO, LMBO), pour ne citer que ces cas.

Le seed-capital ou capital-amorçage est l'intervention d'une SCR au stade le plus précoce de la mise en place d'une PME. Il s'agit de finaliser un projet en cours d'élaboration, de financer des recherches pour valider une technologie. Ce sont des dépenses préalables à la création.

En revanche, on parle de capital-risque au sens strict lorsque l'entreprise a déjà franchi une première étape de son développement. Ce type de capital regroupe donc les financements de création et post création.

Le capital création se consacre quant à lui au financement d'entreprises en phase de création ou au tout début de leur activité. Il est donc consacré au développement initial d'un projet où le capital est requis pour démontrer la viabilité du projet.

Cependant, lorsqu'une entreprise déjà implantée a besoin de financement pour démarrer la fabrication ou la commercialisation de ses biens ou services, on parle de capital post création.

Le financement de la phase de croissance interne et externe de l'entreprise se fera quant à lui grâce au capital développement.

À l'opposé de la France où il est impulsé par l'Etat, le développement du capital-risque aux Etats Unis est essentiellement le fait de l'initiative privée (Cotton, 2004). Cet état de chose explique son faible encadrement juridique dans ce pays où il a pourtant vu le jour, à l'initiative d'un immigrant français nommé Georges Doriot (Ante, 2012).

C'est avec la création de l'American Research and Development Corporation, en 1946, que la pratique du capital-risque a connu un début de formalisation aux USA, plusieurs années après son apparition dans ce pays, bien avant la deuxième guerre mondiale²¹.

La mission principale assignée à cet organisme était de favoriser l'investissement à risque, en rapprochant les créateurs, riches en idées mais pauvres en capitaux, et les investisseurs, qui eux sont dans la situation inverse. Mais il a fallu attendre 1958, pour qu'une Loi, la Small Business Investment Act codifie les pratiques jusqu'alors disparates des Venture Capital Companies et établisse les Small Business-Investment Companies (SBIC), auxquelles un certain nombre d'avantages financiers et fiscaux ont été concédés (Cotton, 2010). Aux termes de cette Loi, le capital-risque (venture-capital), est l'apport en fonds propres dans une PME naissante ou en développement, présentant des perspectives aléatoires de croissance.

En Afrique, bien que le capital-risque ait connu une réelle expansion au cours de la dernière décennie (Choi, 2012), très peu d'Etats lui ont déjà aménagé un cadre juridique spécifique. Leur activité est le plus souvent régie par les dispositions de droit commun relatives aux sociétés commerciales et aux établissements de crédit.

Cependant, dans ceux des Etats qui ont adopté un tel cadre, on peut observer une nette proximité avec les dispositifs réglementaires en vigueur en France ou dans les pays anglo-saxons (Etats Unis et Angleterre), suivant les liens historiques entretenus avec l'un ou les autres de ces pays.

Au Togo par exemple, la Loi Uniforme 2009-23 du 14 octobre 2009 relative aux entreprises de capital fixe est le référentiel légal en vigueur pour l'activité de capital-risque. Aux termes des dispositions de l'article 2 de cette Loi, « sont considérées comme entreprises

²¹ www.start-up.com Le livre du Start-Up, juillet 2013

d'investissement à capital fixe (...) les entreprises qui font profession habituelle de concourir, sur ressources propres ou assimilées, au renforcement des fonds propres et assimilés d'autres entreprises ». Au-delà des différences terminologiques apparentes, il est loisible d'observer l'importante similitude entre cette définition et celle donnée du capital-risque par la Loi 2000-1352 du 30/12/2000 en vigueur en France.

Quatre (04) types d'entreprises sont alors identifiées comme relevant de cette catégorie. Il s'agit :

- ✓ des établissements financiers de capital-risque;
- ✓ des sociétés de capital-risque;
- ✓ des établissements financiers d'investissement en fonds propres ;
- ✓ des sociétés d'investissement en fonds propres.

Au sens de la susdite Loi, les deux premières catégories de sociétés sus énumérées constituent des entreprises de capital-risque. En revanche, les deux dernières citées forment une deuxième catégorie désignée sous l'appellation « entreprises d'investissement en fonds propres ». Mais la SCR s'illustre également par la diversité de ses fonctions au sein de l'économie.

2.1.3 Les fonctions de la SCR

D'après la littérature le succès rencontré par la SCR tient, sans aucun doute, à ses multiples fonctions qui en font à la fois un véritable levier financier et un puissant facteur d'innovation.

En tant que levier financier, la SCR constitue une réponse pertinente aux difficultés de financement des projets réputés risqués, dans un contexte trop souvent marqué par l'aversion des investisseurs aux risques (Kauffman, 2005 ; Stephany, 2011).

Parce qu'elles ont pour activité principale d'accepter et de courir des risques que les autres ne sont pas disposés à prendre, les SCR sont devenues, au fil des années, le premier recours des entreprises exclues des circuits de financement classique.

Par ailleurs, en raison de la pluralité et de la diversité des placements qu'elles réalisent, les SCR constituent un puissant outil d'allocation de ressources pour les agents économiques à excédents de financements, grâce auquel ces derniers peuvent, dans certains cas, tirer une rentabilité suffisamment élevée pour justifier l'importance des risques qu'ils ont courus. Ainsi, si les apporteurs de fonds et autres Business angels²² sont utiles pour les capitaux qu'ils mettent dans la SCR et les autres entreprises qu'ils financent, il reste que celles-ci leur offrent des opportunités d'affaires qui n'auraient certainement pas été possibles en leur absence.

Dès lors, qu'il s'agisse des particuliers, des fonds de pension, des sociétés financières, des compagnies d'assurance ou même des sociétés non financières, l'investissement dans le capital-risque constitue une alternative financière attractive, pouvant générer des gains supérieurs à ceux rapportés par des investissements moins risqués, dans des secteurs d'activités classiques.

Dans cet ordre d'idées, les études montrent qu'au plus fort de la crise financière entre 2008 et 2009, la performance des SCR a été globalement supérieure à celle des autres entreprises, qui interviennent dans des secteurs d'activité classique.

Ainsi, en France par exemple, en 2009, le chiffre d'affaires des SCR n'a reculé que de 5,9% en moyenne, contre 6,8% pour les entreprises du CAC40. En 2010, le chiffre d'affaires des SCR a cru de 8,9% contre 6,9% pour les entreprises du CAC40²³. Ces statistiques ne sont pas significativement différents dans les autres économies ayant recours au capital-risque.

Ces bonnes performances de la SCR expliquent probablement la grande diversité des sources de financement dont elles profitent. Une étude réalisée par Paulre (2003) établit en effet qu'aux Etats Unis, 46,7% des fonds placés dans les SCR proviennent des fonds de pension, 10% proviennent des sociétés financières et compagnie d'assurance, 10,6% des particuliers ou des familles et 11% des sociétés non financière. Comme le montre le tableau ci-dessous, ces statistiques sont sensiblement les mêmes en Europe.

Tableau I

²² Cette expression est utilisée aux USA pour désigner des apporteurs de capitaux qui interviennent dans la phase de lancement ou de développement d'un projet, permettant à celui-ci de voir le jour, et devenant par la même occasion, des sauveurs (ange) aux yeux des promoteurs.

²³ Association Française pour l'investissement dans la croissance (AFIC) (2011), livre blanc, P.10

Les sources des capitaux de la SCR aux USA et en Europe

	USA (%)	EUROPE (%)
Fonds de Pension	46,7	21
Société financières et compagnies d'assurance	10	40,9
Sociétés non financières	11	7,5
Individus et familles	10,6	4,9
Sous total	78,4	74,2
Autres	21,6	25,9

Source : Bernard PAULRE (2003), « le capital-risque aux Etats Unis » P. 7

En tant que facteur d'innovation, la SCR s'illustre particulièrement par son action aux côtés des firmes innovantes du domaine des Technologies de l'Information et de la Communication, des Biotechnologies et, dans une certaine mesure, de l'industrie alimentaire (Cotton, 2004).

Ainsi, aussi bien les start-ups à succès françaises, que l'ensemble des grandes réussites qui font à la fois la magie et le prestige de la « silicon valley » aux USA, et bien d'autres entreprises qui sont présentées comme des modèles de réussite, sont la preuve des effets de synergie susceptibles de découler du rapprochement entre les créateurs et les apporteurs de capitaux, grâce au capital-risque . C'est d'ailleurs à ce titre que le premier organisme américain qui a été créé pour encadrer le capital-risque, à savoir l'American Research and Development Corporation (ARDC), s'est vu attribuer pour mission principale d'encourager l'innovation en apportant un concours financier à ceux qui ont la « témérité de créer » (Ante, 2012). Tout ce qui précède laisse une importante marge de progression à la SCR en Afrique.

2.1.4 Le poids de la SCR dans les économies africaines

L'Afrique est généralement présentée comme un continent présentant un réel contraste entre ses potentialités de croissance et la faible capacité de financement de ses entreprises qui n'arrivent pas à saisir, pour ce fait, les différentes opportunités qui s'offrent à elles.

En effet, en 2011, six des vingt économies les plus dynamiques du monde étaient situées sur le continent africain (FMI, 2011), et le taux de croissance moyenne annuel de ses économies était estimé à 5%, contre 3% pour l'ensemble des économies de l'OCDE (FMI, 2011). Pourtant, le financement a toujours été le parent pauvre des entreprises africaines, en

particulier, celles qui en sont encore à leur phase de lancement ou de développement, ou, qui de façon générale, présentent une certaine vulnérabilité financière (Kauffman, 2005).

Dans ce contexte, le continent africain est apparu au cours des deux dernières décennies comme une destination favorable aux capitaux-risqueurs. Cette tendance s'est accélérée à la faveur de la dégradation des rendements, consécutivement à la crise des subprimes et aux scandales qui ont ébranlé les grandes places financières occidentales à l'aube de la décennie 2000 (Choi, 2012).

Ainsi, bien que sa part relative dans le volume des fonds investis par les capitaux-risqueurs demeure encore faible, en comparaison à celle des autres pays émergents tels que le Brésil, l'Inde la Chine et la Russie²⁴, il est établi qu'en termes absolus, le volume de capitaux investis par les capital-risqueurs, en Afrique, n'a cessé de croître au cours de la dernière décennie. Ainsi, entre 2006 et 2008, lesdits capitaux ont atteint six (06) milliards de dollars US, alors qu'entre 2000 et 2005, ils ne s'élevaient qu'à deux (02) milliards de dollars US (EMPEA, 2011)²⁵. En 2010, la part des fonds investis par les capitaux-risqueurs en Afrique subsaharienne a même connu un bond pour atteindre, à elle seule, 6% dans l'enveloppe globale investie dans les pays émergents (Choi, 2012).

De l'autre côté, le nombre de sociétés de capital-risque opérant sur le continent a lui aussi connu une progression fulgurante. Après un démarrage timide en Afrique du Sud, immédiatement après la fin du régime de l'apartheid, vers la moitié de la décennie 90, les opérations de capital-risque se sont étendues à l'ensemble de l'Afrique. C'est ainsi qu'en 2010, on dénombrait déjà plus d'une cinquantaine de fonds d'investissement en capital-risque sur le continent (Choi, 2012).

D'après les analystes, cette tendance devrait se poursuivre au cours des prochaines années, en se diversifiant en direction d'un nombre plus élevé de pays (Empea, 2011). De fait, d'après une étude réalisée par Coller-Capital et Empea (2010), aux Etats Unis, 67% des Sociétés de capital-risque jugent l'Afrique attractive, et 39% d'entre elles prévoient investir dans des fonds subsahariens ou y poursuivre leurs investissements, pour celles qui y ont déjà investi.

²⁴ Ces quatre (04) pays forment en groupe désigné sous l'acronyme BRIC, soit Brésil, Russie, Inde, Chine, qui forment les économies les plus dynamiques du monde à l'heure actuelle.

²⁵ EMPEA :Emerging Markets Private Equity Association

2.1.5 La SCR aux côtés de la PME

La PME est un acteur économique majeur dans de nombreux pays (Kauffman, 2005), (OCDE, 2008). Pourtant, elle en est aussi un des plus vulnérables, en raison de ses difficultés d'accès au financement (Kombou, 2006 ; Bekolo-Ebe, 1996).

Mais en réalité, cette grande vulnérabilité financière n'est pas fortuite. Elle est une des conséquences du profil de risque de la PME qui, d'après de nombreuses études, est particulièrement défavorable à l'attractivité des capitaux (OCDE, 2004). Ainsi, plus que toute autre structure entrepreneuriale, la PME a besoin d'être soutenue par des agents économiques riskophiles, qui acceptent le risque comme corollaire logique et indissociable de la rentabilité (Markowitz, 1952).

Dès ses premières heures, la SCR s'est adressée aux PME dont elle apparaît, après l'apport du promoteur, de sa famille, et de ses amis, comme le principal pourvoyeur de fonds²⁶. La création, en 1946, aux Etats Unis, de la Research and Development Corporation (RDC), entité spécialisée dans l'accompagnement de l'innovation et de la création d'entreprises, en constitue une preuve éloquent.

En France par exemple, en 2012, plus de 80% des entreprises financées par les sociétés de capital investissement, étaient des PME, pour une moyenne de plus de six (06) milliards d'euros de capitaux investis par an. Sur l'ensemble de la période 1999-2010, près de 10 000 PME ont bénéficié des concours financiers des quelques 270 structures de capital investissement existant dans le pays²⁷. Pour être à même de réaliser de tels investissements, la SCR mobilise un ensemble d'outils d'aide à la décision.

2.2 LA MODELISATION DE L'INVESTISSEMENT DE LA SCR DANS LA PME

Les SCR sont des agents économiques aux confluent de l'achat et de la vente des capitaux (Paulre, 2002). En tant qu'acheteurs de capitaux, elles s'approvisionnent auprès de

²⁶ Agence Française d' Investissement pour la Croissance (AFIC) (2012), Le livre blanc du capital investissement, P.8.

²⁷Ibid, P12.

diverses sources qui attendent, les unes autant que les autres, une rémunération conséquente, qui soit à même de justifier les risques courus et les coûts supportés²⁸.

Pour garantir cette rémunération, les SCR doivent jouer efficacement leur rôle de vendeurs des capitaux, en les investissant dans des projets suffisamment rentables pour satisfaire les différentes sources de financement.

L'investissement, qui est l'art et la science de vendre ses capitaux à un coût suffisamment élevé pour rémunérer le risque couru et les différentes sources de financement (Vernimen, 2002), apparaît dès lors comme la seconde phase de l'activité de la SCR, par laquelle elle doit justifier la première.

Dans le cas de la PME, l'investissement de la SCR repose sur une démarche intégrant diverses variables et stratégies telles que les spécificités de la PME qui apparaît comme un modèle entrepreneurial particulier (1), la diversification du portefeuille (2), et la structure financière de la PME (3). Elle s'appuie également sur des instruments juridiques pour atténuer son exposition au risque (4) autant que sur l'analyse du cycle de vie de la PME (5).

2.2.1 La prise en compte des spécificités de la PME

La PME est un modèle entrepreneurial caractérisé par un certain nombre de traits qui en font une organisation particulière. Aux nombre de ceux-ci, le style managérial, la surface financière et la culture de l'information financière constituent probablement les plus marqués.

En effet, Le promoteur de la PME est au centre de la vie de celle-ci. Il y remplit souvent toutes les fonctions, de l'approvisionnement à la vente, en passant par l'administration, la production, le financement...

Très souvent unique actionnaire à bord, il concentre entre ses mains tous les pouvoirs de délibération et de surveillance, étant à lui seul l'Assemblée générale, le Conseil d'Administration et le Directeur Général (Um Gwem et Ekonne, 2013).

Cette omniprésence du promoteur a conduit à l'émergence d'une définition fonctionnelle de la PME, selon laquelle « Les petites et moyennes entreprises sont celles dans

²⁸ D'après l'Agence Française d'Investissement pour la Croissance (AFIC), les capitaux investis par les SCR proviennent de diverses sources, telles que les banques, les compagnies d'assurance, ou encore les ménages. Bernard PAULRE (2002) montre que ces sources sont quasiment les mêmes aux USA.

lesquelles les chefs d'entreprises assument personnellement et directement les responsabilités économiques, financières, techniques, sociales et morales de l'entreprise, quelle que soit la forme juridique »²⁹.

Au plan financier, la PME est très souvent victime d'une surface financière étroite, voire inexistante, dans certains cas extrêmes. Cette situation est exacerbée par l'attitude paternaliste des promoteurs qui ne sont pas toujours enclins à ouvrir le capital de « leur affaire » à d'autres investisseurs.

Cette dernière tendance des promoteurs de la PME débouche, dans la plupart des cas, sur une mauvaise culture de l'information financière, et donc, de la reddition des comptes (Um Gwem et Ekonke, 2013). Ainsi, la majorité des PME, en particulier celles situées dans les pays en voie de développement, ne tient pas de comptabilité, et lorsqu'elles en tiennent une, celle-ci a rarement valeur probante.

Tous les facteurs qui précèdent ont pour conséquence de faire de la PME un demandeur de capitaux très risqués, dont le niveau d'attractivité est très faible (Kauffman, 2005).

Pourtant, c'est justement cette donnée qui fait la spécificité de la SCR comme structure de financement ouverte à la PME en particulier, et, en général aux structures risquées présentant un fort potentiel de croissance.

En effet, alors que les autres sources de financement, à l'exemple des banques classiques s'efforcent de rationner le crédit en éliminant les actifs ou les demandeurs les plus risqués (Stiglitz, Weiss, 1981), les SCR admettent le risque comme données déterministes. Ce faisant, elles évacuent la question de la sélection des actifs peu risqués pour se concentrer sur celle de la maîtrise et de la rémunération du risque, à partir des investissements réalisés dans des secteurs à fort potentiel (Ante, 2012).

Ainsi, pour une SCR désireuse d'investir dans une PME, si la question du risque n'est point occultée, il s'agit davantage de le coupler avec un niveau de rentabilité anticipé, pour apprécier la mesure dans laquelle il peut être accepté.

²⁹ Article 2 des Statuts de la Charte Générale des PME françaises, repris par l'OCDE.

2.2.2 La diversification des portefeuilles

Parce qu'elle est une organisation spécifiquement créée pour la prise de participations, la SCR a vocation à constituer un portefeuille d'actifs, à partir des différents investissements qu'elle réalise.

Dans la littérature, l'idée de la formation d'un portefeuille d'actifs a été formalisée pour la première fois par Harry Markowitz (1952). Partant de l'adage selon lequel on ne met pas tous ses œufs dans le même panier, Markowitz a élaboré une théorie connue sous l'appellation « théorie du portefeuille ». Il y montre qu'il est possible de constituer un portefeuille d'actifs dont le risque global serait inférieur à la combinaison linéaire des risques de chacun des actifs qui le constituent. Un tel portefeuille, qui est dit diversifié, est plus performant que ne l'aurait été chacun des actifs s'ils avaient été pris séparément. Un autre enseignement de la théorie du portefeuille est la corrélation positive entre le risque d'un portefeuille et son rendement espéré. Ainsi, plus le risque accepté par l'investisseur est élevé, plus il anticipe un rendement important.

La théorie du portefeuille est d'un intérêt certain pour le choix des projets au sein des SCR. D'après Tabourin (1990) et Stephany (2011), la stratégie de sélection consiste à constituer un portefeuille d'actifs tel que les pertes subies sur certains actifs soient compensées par les gains enregistrés sur d'autres, compte tenu d'un niveau de risque que le capital-risqueur accepte de courir.

2.2.3 La prise en compte de la structure financière

Les PME sont, notamment, caractérisées par une structure financière déséquilibrée. Celle-ci est expliquée par l'insuffisance des ressources stables, face à un besoin en fonds de roulement et des investissements souvent importants à financer. En conséquence, la SCR intervient exclusivement pour financer le haut de bilan, et, préférentiellement, en renforçant les capitaux propres (Cotton, 2004 ; Stephany, 2011).

2.2.4 La couverture juridique et financière du risque

Bien qu'elle se positionne clairement comme une structure d'acceptation du risque, la SCR ne lui en est pas, pour autant, indifférente. Aussi a-t-elle recours à divers artifices

juridiques destinés à réduire son exposition à celui-ci. Au nombre de ceux-ci figurent les financements mezzanine et la prise de contrôle de la PME.

Les financements mezzanines, qui consistent en l'acquisition de titres hybrides, telles que les Obligation remboursables en Action (ORA), les Obligations Convertibles en Action (OCA) ou encore les Obligations avec Bons de Souscription (OBSA), pour ne citer que ces cas, permettent à leurs acquéreurs de se positionner comme créancier, tout en gardant la possibilité de devenir actionnaire (Vernimen, 2002).

En acquérant ce genre de titres, la SCR garde la possibilité de rester dans la position du créancier, et donc de ne pas courir le risque entrepreneurial, ou de devenir actionnaire, et assumer ce risque (cas particulier de l'OCA). Ce faisant, elle acquiert une option sur les bénéfices futurs de l'entreprise.

Cependant, si ce type de montage juridique et financier est possible dans les PME cotées et donc autorisées à faire appel public à l'épargne (APE), Il ne peut en être ainsi lorsque la PME n'est pas cotée. La prise de contrôle de la PME par la SCR constitue, dans ce cas, une alternative pouvant être exploitées pour gérer certains risques post contractuels.

En effet, les insuffisances managériales de la PME et sa mauvaise culture de l'information financière constituent des facteurs aggravant de son profil de risque (Kauffman, 2005). Pourtant, en leur qualité d'investisseurs, les apporteurs de capitaux ont aussi bien besoin d'atténuer leurs risques précontractuels que leurs risques post-contractuels (Stiglitz et Weiss, 1981).

C'est pourquoi, en effectuant une entrée majoritaire dans le capital de la PME, la SCR en prend le contrôle et installe son manager aux commandes. Elle peut ainsi modifier le style managérial, en agissant, entre autres, sur la qualité de l'information financière produite. Mais la SCR n'a pas vocation à le faire.

Cette pratique qui, pendant longtemps a semblé caractériser les seules SCR américaines s'est progressivement étendue aux SCR situées dans d'autres pays. Ainsi, même les SCR françaises au sein desquelles on a longtemps observé une stratégie consistant à saupoudrer les investissements, en y prenant une participation qui atteignaient difficilement 25% du capital des PME, se confinant ainsi au rôle d'investisseurs passifs (Tabourin, 1999),

ont progressivement adopté le modèle américain, en passant d'une attitude de participation passive pour une attitude active (hands on).

Dans ce contexte, Choi (2012) a établi que l'insuffisance de managers de haut niveau, capables de conduire les investissements des sociétés de capital-investissements, contribue, entre autres, à expliquer la part marginale que l'Afrique subsaharienne reçoit dans l'enveloppe des investissements des SCR. De fait, avec 47% de déficits de gérants jugés suffisamment expérimentés pour anticiper les risques environnementaux, cette région du monde est la plus défavorisée sur ce critère, loin devant le moyen orient et l'Afrique du nord, qui suivent avec un déficit de 39%³⁰.

2.2.5 L'analyse du cycle de vie

En sciences de gestion, la théorie du cycle de vie a été formalisée pour la première fois en marketing. Appliquée à l'analyse du marché, elle permet de concevoir des stratégies contingentes, qui s'appliquent à chacune des quatre (04) étapes de « la vie » d'un produit, que sont le lancement, la croissance, la maturité et le déclin.

Depuis lors, elle s'est largement affranchie du marketing, pour s'appliquer à d'autres domaines des sciences de gestion, tels que la stratégie³¹ ou encore la théorie de l'investissement.

Dans cet ordre d'idées, plusieurs auteurs (Tambourin, 1990 ; Cotton, 2010 ; Stephany, 2011 ; Choi, 2012) ont pris l'habitude de découper la trajectoire d'une PME en séquences consécutives, qui constituent les étapes de son cycle de vie. Bien que ni le nombre, ni la nature desdites étapes ne soit arrêté, on peut néanmoins relever des constances.

Ainsi, pour Tabourin (1990), cinq (05) étapes caractérisent la vie d'une PME, à savoir la conception, la naissance, la croissance, le décollage et la maturité.

La conception se caractérise par le financement de semences, le "seedfinancing" ou "seed money". Le "venture capitalist" investit alors sur un projet, une équipe. L'on montre que c'est à ce stade de la vie de la PME que le risque est toujours le plus élevé.

³⁰ EMPEA/Collier *Capital EmergingMarket Capital-investissement Survey, 2011*

³¹ A titre d'exemple, le Boston Consulting Group a élaboré une matrice d'analyse des portefeuilles d'activités (Domaine d'Activité Stratégique, DAS) qui intègre le cycle de vie du produit ou du DAS dans la réalisation du diagnostic stratégique

L'étape de la naissance correspond au financement de création, le "start up", qui va de la mise en œuvre de la production jusqu'à la mise sur le marché. En cas de succès, suit alors la phase de croissance, l'entreprise connaît alors un besoin important de fonds propres pour financer son développement.

Le décollage correspond en général à la dernière augmentation de capital avant l'introduction en Bourse. L'entreprise a atteint une taille largement suffisante mais doit renforcer sa structure financière avant de faire appel prochainement au marché financier (on parle parfois de phase de la mezzanine).

Enfin, la période de maturité peut correspondre à une introduction en Bourse. L'entreprise se doit alors de préserver ses acquis. Cette étape correspond au retrait de l'apporteur de capital-risque qui cède ses parts.

À chacune de ces étapes correspond un niveau de risque que le capital-risqueur est disposé à courir, ou non. Dans cet ordre d'idées, des études ont établi que la SCR ne s'engage pas indifféremment à une étape ou à une autre du cycle de vie de la PME (Empea-Coller, 2012).

En France par exemple, on note une nette préférence de la SCR pour le financement de la phase du développement, avec 65% du volume global des capitaux investis, contre 17, 5% pour celle de décollage qui vient en seconde position (Tabourin, 1990).

En Afrique, ces statistiques sont de 28% des capitaux investis dans la phase de développement, contre 10% dans la phase de lancement (Empea-Coller, 2011).

Outre les outils qui précèdent, la SCR accorde une grande importance au secteur d'activité. Les entreprises situées dans des secteurs innovants, à l'image des Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication (NTIC), des biotechnologies et de l'industrie agroalimentaire emportent ainsi sa préférence (Tabourin, 1999).

En somme la décision d'investissement de la SCR apparaît comme un processus rigoureux, hautement sélectif, dans lequel plusieurs outils sont mobilisés pour choisir, parmi un nombre quasiment illimité de demandeurs de capitaux, un nombre restreint de PME qui recevront les financements.

Mais comment se déroule la relation entre la SCR et la PME, une fois le financement apporté ?

2.3 LA GESTION DE LA RELATION SCR-PME

En apportant ses capitaux à la PME, la SCR établit avec elle un contrat d'agence (1) qui, à l'image de tous les contrats similaires, comporte des risques à gérer (2).

2.3.1 La relation d'agence SCR-PME

Le concept d'agence a été introduit par Ross (1973) qui le présente comme un contrat par lequel une première personne, appelée « principal », transfère à une seconde appelée « agent », les droits décisionnels qu'elle détient sur l'actif. Il s'établit donc entre le principal et l'agent, une relation appelée « relation d'agence » ou mandat.

Bien qu'introduite par ROSS, c'est probablement à Jensen et Meckling (1976) que le concept d'agence doit sa notoriété. En effet, analysant la relation entre les dirigeants et les actionnaires, ces auteurs établissent qu'il s'agit d'une relation d'agence dans laquelle les seconds ont cédé aux premiers les droits décisionnels qu'ils détiennent sur les actifs de la société.

Il en est également de même entre un prêteur et un emprunteur, dans la mesure où, à travers le contrat de crédit qui les lie, le premier transfère au second, suivant certaines modalités, les droits décisionnels qu'il détient sur son argent (Stiglitz, Weiss, 1981).

Dans le cas de la SCR et de la PME, la relation d'agence peut prendre l'une ou l'autre des formes sus décrites, suivant la nature des titres émis par la PME, et acquis par la SCR.

Ainsi, lorsque la PME émet des titres de propriété, la SCR fait son entrée dans le capital et devient ainsi actionnaire. Ce faisant, elle cède aux dirigeants de la PME les droits

décisionnels détenus sur les capitaux qu'elle a investis. Il se crée alors, entre les deux, une relation d'agence de type actionnaires-dirigeants (Jensen, Meckling, 1976).

Cependant, dans la quasi-totalité des cas, bien qu'ayant fait son entrée dans le capital de la PME, la SCR n'est pas seul actionnaire à bord. Elle doit cohabiter avec d'autres actionnaires, en qualité d'actionnaire majoritaire ou d'actionnaire minoritaire, suivant l'importance de la participation qu'elle a prise. Il se crée dès lors, entre les deux groupes d'actionnaires une relation d'agence de type actionnaires majoritaires-actionnaires minoritaires, étant donné qu'à la faveur des droits de vote, les majoritaires prennent le contrôle de la PME et décident, de ce fait, du sort des capitaux investis par tous les actionnaires, dont les minoritaires (De La Bruslerie, 2004 ; Latrous, 2006).

Si la PME émet des titres de créances, notamment sous la forme des financements mezzanines, la SCR les acquiert et devient ainsi créancière, tout au moins, en attendant la conversion desdits financements en titres de propriété. Il se crée en conséquence, entre les deux structures, une relation d'agence de type prêteur-emprunteur (Stiglitz, Weiss, 1981).

Quelle que soit la forme qu'elle prend, la relation d'agence SCR-PME comporte pour le principal, à savoir la SCR, des risques qui méritent d'être connus, dans la perspective de leur gestion.

2.3.2 Les risques induits par la relation d'agence SCR-PME

La relation d'agence entre la SCR et la PME est porteuse de divers risques, qui peuvent se manifester aussi bien en amont du contrat (1) qu'en aval de celui-ci (2).

2.3.2.1 Le risque précontractuel, l'antisélection

L'antisélection désigne la possibilité qu'une personne appelée à choisir entre différents contractants possibles se trompe, et porte son choix sur un mauvais candidat (Stiglitz, Weiss, 1981). Il est donc un risque situé en amont du contrat, car il peut se manifester avant que le contrat n'ait été signé.

Formulée par Stiglitz et Weiss (1981), l'antisélection est entretenue et amplifiée par l'asymétrie informationnelle (Williamson, 1975 ; Simon, 1957) qui conduit à rendre les contrats incomplets (Hölström, 2003).

Devant opérer un choix entre plusieurs PME sollicitant des financements, la SCR est particulièrement exposée à l'antisélection. En effet, malgré les efforts qu'elle peut fournir dans la collecte de l'information, notamment par l'étude d'un business plan plus ou moins renseigné, il demeure toujours, une part de l'information qui échappe aux analystes de la SCR et pourrait de ce fait, les conduire à porter leur choix sur les mauvais candidats.

Comme structure ayant pour activité d'investir, la SCR est par essence portée vers la spéculation. Les décisions qu'elle prend comportent ainsi des risques spéculatifs (Knight, 1921), dans la mesure où elle est appelée à anticiper des rendements et les états futurs d'un environnement souvent turbulent et complexe. C'est ainsi que des projets qui avaient pourtant rencontré un grand enthousiasme auprès des analystes se sont, a posteriori révélés être de cuisants échecs, alors que plusieurs autres, qui n'avaient bénéficié d'aucun crédit de la part des analystes, sont devenus de grands succès. Dans cet ordre d'idées, des études montrent que trois (03) start-up sur quatre (04) ayant pourtant bénéficié des financements des SCR échouent³².

Même postérieurement à la sélection d'un candidat, la SCR continue d'être exposée à des risques découlant de la relation qu'elle a établie avec la PME.

2.3.2.2 Le risque post-contractuel, l'aléa moral

L'aléa moral ou risque post-contractuel est celui qui se manifeste après que la sélection ait été faite, et que le contrat ait été signé (Simon, 1957). Il découle des facteurs internes ou externes aux parties au contrat.

Au nombre des facteurs internes aux parties, figure l'opportunisme qui traduit la volonté de l'une des parties de parvenir à ses fins par la ruse, la manipulation (Williamson, 1975). Les facteurs externes quant à eux sont relatifs à l'environnement de l'investissement.

Postérieurement à la signature du contrat, la SCR demeure exposée à des risques d'agence. Ces derniers s'expriment aussi bien lorsqu'elle investit dans la PME en qualité d'actionnaire qu'en qualité de créancier.

³²www.Start-up.com « Le livre de la start-up », juin 2013

En tant qu'actionnaire, la SCR s'expose à l'opportunisme des dirigeants de la PME, qui peuvent détourner les actifs sociaux à leur profit, ou développer des stratégies d'enracinement.

En tant qu'actionnaire, lorsqu'elle est minoritaire, la SCR s'expose aux détournements des bénéfices privés de contrôle susceptibles d'être perpétrés par les actionnaires majoritaires (De La Bruslerie, 2004). Ces détournements prennent la forme d'avantages indus que les majoritaires peuvent s'octroyer (recrutement de personnels à leurs soldes, avantages en nature excessifs, influence en vue de l'attribution de contrats à des entreprises contrôlées, désignation de dirigeants sociaux à leurs soldes, ...).

Au regard de l'importance des risques ainsi induits par la relation d'agence SCR-PME, il importe que des stratégies de gestions conséquentes soient développées.

2.3.3 Les stratégies de gestion des risques dans la relation d'agence SCR-PME

La relation d'agence est porteuse de divers risques qui prennent l'appellation risque d'agence. Aussi différentes stratégies ont-elles été élaborées pour les prévenir. Lesdites stratégies reposent aussi bien sur des normes de gouvernance (1) que sur des mécanismes positifs d'incitation (2).

2.3.3.1 Les stratégies normatives

Dans le cadre de la gestion des risques d'agence, les stratégies normatives désignent celles découlant des normes de gestion, ayant un caractère légal ou non. La mise en œuvre desdites stratégies induit un certain nombre de coût appelés couts d'agence. Ceux-ci comprennent la mise en place d'une comptabilité, le recours au Commissaire aux comptes, et le Conseil d'Administration.

Depuis les scandales qui ont secoué les marchés financiers (ENRON, WORLD.COM, PARMALAT, ...) à l'aube de la décennie 2000, l'on a assisté à un renforcement de la surveillance de l'information financière et des risques, notamment à la faveur de la Loi SARBANE-OXLEY (SOX), aux Etats Unis, et de la Loi de Sécurité Financière (LSF), en France. Ce renforcement s'est notamment traduit par l'apparition du Comité d'audit, dont la présence a été rendue obligatoire dans certaines formes d'entreprises.

En tant qu'outil privilégié de reddition des comptes, la comptabilité est le premier coût d'agence. A cet égard, les Etats ont adopté, directement ou à travers des Organismes auxquels ils ont concédé ce droit, des règles obligeant les entreprises à élaborer et à publier des états financiers.

Dans son rôle d'auditeur légal, le Commissaire aux comptes remplit une fonction de surveillance, pour le compte des Actionnaires. A cet égard, il est appelé à formuler une opinion motivée sur la mesure dans laquelle les comptes produits par les Dirigeants sociaux donnent une image fidèle du patrimoine et des performances de l'entreprise. Il est également investi, par plusieurs référentiels, du Droit d'alerte, par lequel il peut saisir les Organes sociaux, voire les juridictions compétentes, en cas d'occurrence d'un événement susceptible de compromettre la continuité d'exploitation.

Le Conseil d'Administration est probablement l'Instrument normatif le plus connu, pour le contrôle de la gestion du Dirigeant, dans le cadre de la relation d'agence Actionnaire-Dirigeant.

En effet, outre le fait d'être compétent pour la prise des décisions stratégiques affectant la vie de l'entreprise, le Conseil d'Administration examine et approuve le budget et les comptes sociaux. Il nomme, en son sein, un administrateur appelé à assurer la direction de l'entreprise³³.

Le Comité d'audit est le dernier né de l'architecture normative de surveillance des risques d'agence. Placé sous le Conseil d'Administration, il traduit la volonté des Législateurs nord-américains et européens de mettre la gestion des risques au centre des préoccupations managériales, en renforçant les compétences et l'indépendance de l'audit interne.

Dans le cadre de la relation SCR-PME, les uns et les autres de ces instruments normatifs sont mobilisés, pour prévenir les risques d'agence.

Au-delà de ces stratégies qui ont un caractère coercitif, se trouvent des stratégies positives.

³³ Les dispositions qui précèdent sont celles de l'OHADA (Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires) organisation rassemblant 17 Etats africains, et se consacrant à l'élaboration des textes de Lois régissant la pratique des affaires dans ces Etats. Ces textes prennent l'appellation Actes Uniformes, et sont uniformément appliqués dans ces pays. A ce jour, plusieurs Actes Uniformes ont été élaborés, dont ceux portant harmonisation du Droit des Sociétés Commerciales et des comptabilités.

2.3.3.2 Les Stratégies positives

A l'opposé des stratégies normatives qui sont imposées par des dispositions de la Loi, les stratégies positives de gestion des risques d'agence relèvent d'une démarche propre aux entreprises. Il s'agit d'un ensemble d'incitations par lesquelles les actionnaires tentent d'aligner les intérêts du dirigeant, en l'amenant à réaliser ses propres objectifs en même temps qu'il réalise ceux de l'entreprise dont la charge lui a été confiée.

Plusieurs incitations sont ainsi envisagées, qui vont d'une rémunération intéressante à l'intéressement sur les bénéfices sociaux, en passant par une panoplie d'avantages en nature, l'octroi des stock-options, l'actionnariat salarié, et bien d'autres formules d'incitation.

En somme, le propos de ce chapitre aura été d'explorer la relation SCR-PME. Il en ressort que la SCR est une alternative pertinente, qui répond aux besoins de financements de la PME, qui, en raison de ces caractéristiques financières et managériales, apparaît comme un demandeur de capitaux très risqué. Ce faisant, la SCR joue, aux côtés de la PME, un rôle économique dont l'importance est grandissante, aussi bien dans les pays occidentaux qu'en Afrique.

Mais la relation d'agence née de l'entrée de la SCR dans le capital de la PME n'en est pas pour autant exempte de tout risque. En effet, tant en amont qu'en aval, ladite relation comporte des risques qui doivent être gérés grâce au recours à diverses stratégies, qui peuvent aussi bien être normatives que positives.

Mais dans le cas spécifique de la relation entre la PME africaine et la SCR, quelles sont les modalités de cette gestion ? Quels sont les outils les plus mobilisés ? Ces derniers sont-ils uniformes ou contingents à l'environnement dans lequel on se trouve ?

Le propos des chapitres qui suivent est d'apporter une réponse à ces interrogations.

CHAPITRE 3 —PROPOSITION DE TRAVAIL DE RECHERCHE

Le chapitre précédent a été consacré à l'étude du contenu théorique de la relation SCR-PME. Il a permis de constater que cette relation, qui peut être considérée comme un contrat d'agence entre ces deux parties (Jensen, Meckling, 1976) comporte des risques qui doivent être gérés (Charreaux, 1999), d'où la nécessité de sa gouvernance.

Le présent chapitre, qui est le premier de la partie empirique de ce travail, a pour propos de présenter les propositions de recherche qui devront être soumises à réfutation (Grawitz, 2001), et ce faisant, déterminer la méthodologie qui sera suivie dans la suite du travail.

En effet, la littérature épistémologique distingue trois (03) approches méthodologiques, suivant, que l'on envisage d'appliquer un énoncé de portée générale à un cas particulier, ou que l'on souhaite partir d'un cas particulier pour formuler, par inférence, des énoncés de portée générale (Grawitz, 2001) ou destinés à un cas précis. Ces approches correspondent respectivement à la déduction, à l'induction et à l'abduction.

Si l'induction s'impose dans le cadre des études exploratoires, en raison de l'absence ou de l'insuffisance d'une littérature capable de fournir des réponses a priori, la déduction est indiquée lorsque l'on s'intéresse à un sujet ayant déjà connu des contributions antérieures, susceptibles de servir de base à la formulation de conjectures qui seront inférées par généralisation à une (Grawitz, 2001). Pour sa part, l'abduction est un procédé qui permet de formuler des conjectures qui, après vérification, aboutiront à des conclusions pouvant s'appliquer à des situations précises (Thiétard, 2001).

Dans le cadre de cette étude, c'est la démarche abductive qui s'impose. En effet, la gouvernance d'entreprise constitue une notion relativement ancienne en science de gestion. Depuis les travaux de Jensen et Meckling (1976), elle a fait l'objet d'une abondante littérature, qui continue, du reste, à être alimentée. Cependant, étant donné la taille restreinte de l'échantillon étudié, qui oblige à recourir à l'étude de cas, les conclusions obtenues n'ont pas vocation à être inférées à l'ensemble des PME en relation avec les SCR.

Dès lors, il existe des travaux à partir desquels des esquisses de réponses provisoires à notre question de recherche peuvent être formulées. Lesdites réponses constituent des propositions de travail, alors que les travaux qui permettent de les formuler sont des bases de proposition de recherche (Thietard, 1999), dans le cas d'une étude de cas.

Le chapitre rappelle l'objectif et la question de recherche de notre travail (1) avant d'en présenter le cadre conceptuel (2). Les propositions de recherche (4) et les bases desquelles elles découlent (3) seront exposées en dernier lieu.

3.1 RAPPEL DE L'OBJECTIF ET DE LA QUESTION DE RECHERCHE

En lui apportant des fonds, la SCR établit avec la PME une relation qui comporte tous les attributs d'un contrat d'agence. En effet, il s'opère, à travers ce financement, un transfert des droits décisionnels détenus par les SCR vers la PME, qui acquiert ainsi le droit d'utiliser les capitaux à elle apportés à des fins qu'elle aura définies (Jensen, Meckling, 1976).

Bien que l'intervention de la SCR auprès de la PME se fasse essentiellement par apport des capitaux propres (Tabourin, 1990 ; Cotton, 2004), il reste que d'autres modes de financement, sous forme de prêt en général, et de titres mezzanines en particulier, sont recensés (Paulre, 2002). Ainsi, en intervenant auprès de la PME comme actionnaire et comme créancier, la SCR se trouve impliquée dans une triple relation d'agence.

D'abord, en participant au capital de la PME, la SCR transfère au dirigeant de celle-ci les droits décisionnels qu'elle détient sur l'usage de ses capitaux. Il en résulte une relation d'agence de type actionnaire-dirigeant, à l'image de celle décrite par Jensen et Meckling (1976).

Ensuite, dans de nombreux cas, la participation de la SCR au capital de la PME est minoritaire (Cotton, 2004 ; Tabourin, 1990). Il en a longtemps été ainsi au sein des SCR françaises, sous l'égide de la Loi du 11 Juillet 1985 qui limitait le taux de leur participation au capital de la PME à 25%. Dans un tel contexte, le contrôle des PME dans lesquelles les SCR investissaient était assuré par d'autres investisseurs, qui la relayaient en situation de minoritaire.

Cette participation minoritaire de la SCR au capital de la PME crée une seconde relation d'agence, de type actionnaire majoritaire- actionnaire minoritaire (De La Bruslerie, 2004 ; Latrous, 2004). De fait, parce qu'ils ne disposent pas d'un droit de vote suffisant, les actionnaires minoritaires cèdent aux majoritaires, qui prennent le contrôle de la société, les droits décisionnels qu'ils détiennent sur celle-ci (De La Bruslerie, 2004). A travers le contrôle qu'ils exercent, les actionnaires majoritaires acquièrent le droit de décider des orientations présentes et futures de la PME (Charreaux, 1999).

Enfin, lorsque la SCR choisit d'intervenir au sein de la PME en qualité de créancier, elle lui transfère les droits décisionnels qu'elle détient sur les capitaux prêtés, dans le cadre d'un contrat de crédit. Il se crée, par ce biais, une troisième forme de relation d'agence, de type créancier-prêteur (Stiglitz, Weiss, 1981).

Depuis les travaux de Jensen et Meckling (1976) une abondante littérature s'est attelée à l'étude de la relation d'agence et partant, aux risques qui en découlent. De fait, par le biais de l'opportunisme (Williamson, 1975), de l'asymétrie informationnelle (Simon, 1957) et de l'incomplétude des contrats (Holström, 2003), les parties impliquées dans la relation d'agence s'exposent mutuellement à des risques.

Suivant que l'on se positionne dans une lecture à sens unique ou dyadique de ces risques, deux familles de théories ont été développées. Il s'agit respectivement de la théorie normative de l'agence (1), qui postule un risque à sens unique et de la théorie positive de l'agence (Charreaux, 1999), qui considère qu'aussi bien le principal que l'agent sont exposés aux risques d'agence (2).

3.1.1 La théorie normative de l'agence, ou comment protéger le principal contre l'opportunisme de l'agent

La théorie normative de l'agence, encore appelée relation agent-principal (Charreaux, 2004) est la forme séminale de la relation d'agence (Jensen, Meckling, 1976, 1992). Elle repose sur l'opposition de travail d'un rapport conflictuel entre le principal et l'agent, le premier ayant le bon rôle, tandis que le second, jugé opportuniste (Williamson, 1975), est suspect et doit être contrôlé (Charreaux, 1999). Ainsi, dans le contrat qui les lie, seul le principal est exposé au risque d'agence.

Si cette relation a été initialement appréhendée sous le seul angle actionnaire-dirigeant (Jensen, Meckling, 1976), il convient cependant de relever que, depuis lors, la théorie de l'agence s'est enrichie de plusieurs contributions qui permettent de l'appréhender sous d'autres prismes (Simon, 2007).

C'est le cas, notamment, de la relation entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires, d'une part (De la bruslerie, 2004 ; Charreaux, 1999 ; Charlieret Lambert, 2008), et de la relation créancier- débiteur, d'autre part (Stiglitz, Weiss, 1981).

Sous l'angle actionnaire –dirigeant, les contributions enregistrées visent, dans leur majorité, à protéger l'actionnaire, face à un dirigeant supposé opportuniste, (Simon, 1957 ; Williamson, 1975) mu par des intérêts qui ne sont pas toujours ceux de l'actionnaire, ou compatibles avec ces derniers. Les risques d'agence deviennent donc la limite essentielle de la firme managériale, dont les mérites ont pourtant été soulignés par Berle et Means (1932).

Dans ce contexte, un ensemble de mécanismes visant à encadrer la vie des affaires a été élaboré dans la quasi-totalité des pays. D'après Charreaux (1997, 2004), ces mécanismes, qui forment le gouvernement d'entreprise, sont constitués d'un ensemble de normes coercitives auxquelles le dirigeant doit se plier pour garantir aux actionnaires sa bonne foi³⁴.

Lesdits mécanismes, qui appartiennent à un ensemble plus large prenant l'appellation coûts d'agence (Charreaux, 2004), peuvent prendre la forme de coût de surveillance engagés par les actionnaires pour contrôler le dirigeant (Conseil d'administration, Conseil de surveillance, commissariat aux comptes, comité d'audit, ...), de coût de dédouanement engagés par le dirigeant pour montrer sa bonne foi aux actionnaires (mise en place d'une comptabilité, commissariat aux comptes, ...) et de coûts résiduels découlant de la divergence d'intérêts des parties.

Dans cet ordre d'idées, Fama (1983), Beasley et Petroni (2001) et Lennox (2005) montrent qu'un conseil d'administration indépendant est un organe efficace de prévention des risques de la relation d'agence actionnaire-dirigeant. Dans la même veine, Ledentu (2008)

³⁴Le système de gouvernement d'entreprise recouvre selon Charreaux (1997), l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui « gouvernent » leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire. »

indique qu'à la suite du rapport de Candbury en 1992, plusieurs pays ont édicté des codes de bonne conduite destinés à encadrer le comportement des dirigeants.

Sous l'angle de la relation entre actionnaires majoritaires et actionnaires minoritaires, la théorie normative de l'agence met en évidence l'importance des risques auxquels les seconds sont exposés du fait de l'action des premiers (De La Bruslerie, 2004 ; Facio et Lang, 2002).

En effet, plusieurs études montrent que, usant abusivement de leurs positions, les actionnaires majoritaires peuvent extraire des bénéfices privés de contrôle, au détriment des minoritaires (Harris et Raviv, 1998 ; Aghion et Bolton, 1992 ; Hamon, 2001).

Si ces bénéfices, que Dyck et Zingales (2004) définissent comme des avantages réservés exclusivement aux actionnaires majoritaires peuvent également prendre une forme non monétaire, c'est sous leur forme monétaire qu'ils sont les plus dévastateurs (Jonhson et Al, 2000). Ainsi, Hamon (2001) indique que sous cette dernière forme, ces bénéfices pourraient prendre diverses déclinaisons, telles que :

- ✓ un vol pur et simple ;
- ✓ une cession d'actif à un prix sous-évalué à une entité juridique totalement contrôlée par les majoritaires ;
- ✓ un achat de biens et services surfacturé par une entité contrôlée par les Majoritaires ;
- ✓ la rémunération de personnes non qualifiées, mais proches des majoritaires ;
- ✓ la sur-rémunération des personnes compétentes et proches des majoritaires ;
- ✓ le surinvestissement dans des projets ne maximisant pas la richesse de l'ensemble des actionnaires.

Pour sa part, De labruslerie (2004) qualifie ces bénéfices de « prédatons » et souligne qu'ils peuvent déboucher sur un abus de bien social.

Les bénéficiaires privés de contrôle peuvent également déboucher sur une gestion stratégique du résultat (Skipper, 1999). Plusieurs études montrent ainsi que les actionnaires majoritaires peuvent manipuler les résultats comptables de la société pour dissimuler la présence de bénéficiaires privés de contrôle (Leuz et Al, 2003 ; Bhattacharaya et Al, 2003 ; Liu et Lu, 2002 ; Latrous, 2006).

L'importance de ces risques entre inside-shareholders (majoritaires) et outside-shareholders (minoritaires) (Jensen et Meckling, 1976) est telle que Laporta et Al (2000) affirment que l'objectif principal de la gouvernance d'entreprise est la protection des actionnaires minoritaires contre les actes opportunistes des majoritaires.

Sous l'angle créancier-débiteur (Jensen et Meckling, 1976 ; Stiglitz et Weiss, 1981) la théorie normative s'intéresse aux mécanismes de rationnement et de surveillance du crédit. En effet, il est établi que l'octroi du crédit expose le créancier au moins à deux risques, à savoir le risque précontractuel (ou sélection adverse) (Milgrom, et Roberts, 1982) et le risque post contractuel (ou aléa moral) (Simon, 1957 ; Williamson, 1975 ; Stiglitz et Weiss, 1981).

Si le rationnement du crédit s'intéresse essentiellement à la sélection des demandeurs (Stiglitz et Weiss, 1981), la surveillance s'inscrit davantage dans le cadre de la gouvernance de la relation née entre le créancier et le débiteur du fait de l'octroi du crédit (Milgrom et Roberts, 1982).

De fait, en raison de son opportunisme (Barney, Busnet et Fiet, 1994), le bénéficiaire d'un crédit pourrait, a posteriori, se détourner de l'objet pour lequel le crédit lui a été accordé (Sahlman, 1999 ; Norton, 1995), ou même s'engager dans une politique d'investissement sous optimale (Sapienza et Gupta, 1994 ; Amit, Gosten et Muller, 1994).

Dans la même veine, Cornelli et Yosha(1997) établissent que le débiteur peut aller jusqu'à manipuler les comptes, les enjolivant pour qu'ils montrent une rentabilité à court terme et suscitent l'adhésion du prêteur.

En conséquence, dans le cadre de la théorie normative de l'agence, la gouvernance de la relation créancier-débiteur consiste à encadrer le comportement du débiteur. Pour ce faire,

le créancier élabore des contrats comportant des conditionnalités plus ou moins strictes (Cornelli et Yosha, 1997 ; Stiglitz et Weiss, 1981).

Au total, la théorie normative apparaît comme une théorie de l'encadrement coercitif de l'action de l'agent, qui est présenté comme le premier facteur de risque auquel le principal est confronté.

Mais face aux limites des instruments normatifs, une théorie positive a été élaborée.

3.1.2 La théorie positive ou le contrôle et la coordination de la relation d'agence dyadique

D'après Charreaux (2004), la théorie positive de l'agence traite du contrôle et de la coordination des rapports entre le principal et l'agent. Contrairement à ce que postule la théorie normative, il ne s'agit plus ici d'admettre une relation d'opportunisme à sens unique, dans laquelle le principal, qui tient le bon rôle, est une victime potentielle de l'agent qui est peint sous de sombres desseins (Charreaux, 2004).

Inaugurée par Jensen et Meckling (1976), la théorie positive considère qu'entre agent et principal, il n'existe pas de relation de subordination dans laquelle l'un devrait nécessairement rendre des comptes à l'autre (Jensen et Meckling, 1976). Il y a plutôt coopération entre les deux parties. Dès lors, le problème est, pour chacune des parties, de trouver la formule qui inciterait à coopérer efficacement avec l'autre (Charreaux, 2004).

Dans cet ordre d'idées, Jensen et Meckling (1976) établissent le rôle disciplinaire de l'endettement sur le comportement du dirigeant, dans la relation qui le lie à l'actionnaire. De même, Jensen et Fama (1977) établissent le rôle positif du marché financier sur le comportement du manager de la firme cotée.

A la suite de ces contributions séminales, divers mécanismes d'incitation de l'une ou de l'autre des parties à mieux coopérer ont été formulées. Ainsi, Schleifer et Vishny (1989) indiquent que dans le cadre de la relation actionnaire-dirigeant, le second pourrait développer des stratégies d'enracinement, par lesquelles il empêcherait habilement le premier à le remplacer, notamment en investissant dans des actifs spécifiques.

Dans la même veine, il est loisible d'observer que de nombreux travaux font état de la mobilisation des instruments de la théorie positive de l'agence à des fins de gouvernance des grandes entreprises. Ainsi en est-il de l'attribution des stock-options ou de l'intéressement des dirigeants aux bénéficiaires (Loederer et Martin, 1997 ; Kaplan et Stromberg, 2001), la promotion de l'actionnariat salarié, pour ne citer que ces cas.

Au total, les développements qui précèdent proposent une économie des principales théories qui traitent de la relation d'agence, appréhendée sous différents prismes. Toutefois, si elles sont loin de manquer de pertinence, ces théories traitent essentiellement de la gouvernance dans le cadre de la grande entreprise américaine, ou, de façon générale, occidentale.

En cela, elles ne permettent pas d'opérer une transposition mécanique au cas de la petite et moyenne entreprise (PME) en général, et à la gouvernance de la relation entre elle et la Société de capital-risque qui la finance, en contexte africain, en particulier.

Par ailleurs, bien qu'elle soit très prometteuse, la littérature sur la gouvernance appliquée à la société de capital-risque reste encore limitée (Stephany et Pouget, 2002). Aussi nous semble-t-il pertinent de contribuer à l'amélioration des connaissances dans ce domaine.

Au regard de ce qui précède, l'objectif de notre étude est d'identifier et de décrire les mécanismes de gouvernance de la relation entre la PME africaine et la SCR qui la finance.

Spécifiquement, il s'agit :

- ✓ d'identifier les différents mécanismes de contrôle mis en place par la SCR pour encadrer la PME qu'elle finance ;
- ✓ de décrire la manière dont la SCR gouverne sa relation avec la PME par des clauses contractuelles ;
- ✓ de cerner les modalités de l'implication de la SCR dans la gestion de la PME financée par ses concours;
- ✓ d'apprécier la pertinence du niveau de risque comme du degré modérateur d'implication de la SCR dans la PME africaine.

En d'autres termes, nous nous proposons de répondre à la question de savoir quels sont les mécanismes de gouvernance mis en place par les SCR apportant des concours au PME situées en Afrique ?

3.2 CADRE CONCEPTUEL

Etant un contrat entre la SCR, qui apporte ses capitaux, et la PME qui les reçoit, la relation PME-SCR présente tous les attributs d'une relation d'agence. A ce titre, la SCR, qui fait office de principal, est exposée, du fait de son investissement, à des risques qui doivent être anticipés et encadrés, grâce, notamment, à des mécanismes de gouvernance. En effet, d'après Stephany et Pouget, (2002), cette relation vérifie les propositions de travaux d'asymétrie informationnelle, d'incomplétude contractuelle et d'opportunisme qui sont caractéristiques des contrats d'agence.

En conséquence, en tant que corpus analysant les différentes formes que peut prendre la relation d'agence, les risques y subséquents et les modalités de leur gestion ou de leur gouvernance, la théorie de l'agence est pertinente pour l'analyse de la relation entre PME et SCR. Ainsi, pour Stephany et Pouget, (2002), la gouvernance de cette relation constitue le principal déterminant de la création de la valeur pour la SCR ayant investi dans la PME.

Toutefois, un certain nombre d'études remettent en cause la perfection et l'exhaustivité de la théorie de l'agence comme instrument de couverture des risques d'agence, notamment, dans le cadre de la relation entre une société de capital-risque et les entreprises auxquelles elle apporte des capitaux (Stevenot, 2005).

En effet, au-delà du cadre normatif ou incitatif proposé par cette théorie, Stevenot (2005) souligne, à la suite de Charreaux (2002), l'émergence d'une approche cognitive de la gouvernance de la relation entre ces deux entités. Dès lors, l'entreprise n'est plus perçue comme un nœud de contrats entre diverses parties prenantes, mais plutôt comme un répertoire de connaissances (Charreaux, 2002). Pour favoriser la création de la valeur, la SCR, ou de façon générale, l'apporteur de capitaux, ne se limite plus à encadrer le comportement de la PME par des règles et incitations. Il peut mettre à sa disposition un ensemble de connaissances, ainsi que son réseau relationnel, se plaçant ainsi dans la position d'un actionnaire-accompagnant (Certhoux, Zenou, 2007).

En conséquence de ce qui précède, la théorie de l'agence et l'approche cognitive de la gouvernance d'entreprise constituent le cadre conceptuel retenu pour notre étude.

3.3 BASE DE PROPOSITION DE TRAVAIL

La gouvernance est la principale conséquence de la relation d'agence. A cet égard, plusieurs définitions ont été formulées pour en préciser le sens. Bien qu'il soit loisible d'observer qu'elles convergent toutes vers la gestion des conflits d'agence, on relève cependant de légères nuances, qui sont tributaires du courant auquel leurs auteurs penchent.

Ainsi, pour Schleifer et Vishny (1989), la gouvernance désigne l'ensemble des moyens par lesquels les fournisseurs de capitaux et les investisseurs s'assurent de la rentabilité de leur investissement. Pour Charreaux (2004), il s'agit de l'ensemble des mécanismes de contrôle et de coordination de la relation entre le principal et l'agent. Pour Al et Laporta (2000), la gouvernance d'entreprise est l'ensemble des mécanismes par lesquels les actionnaires minoritaires se protègent contre les actions opportunistes des actionnaires majoritaires.

Dans le cadre de la relation SCR-PME, les risques d'agence sont nombreux et appellent la mise en place des mécanismes de gouvernance. Plusieurs travaux se sont, dès lors, intéressés à ces mécanismes.

D'après Stephany et Pouget (2002), les différentes théories traitant de la gouvernance de la relation entre la SCR et la PME se démarquent selon qu'elles participent d'une approche descriptive (1) ou normative (2). Par ailleurs, la prise en compte du transfert de compétence de la SCR vers la PME permet d'explorer des outils cognitifs de gouvernance (Charreaux, 2004) (3).

3.3.1 Les instruments relevant de l'approche descriptive

L'approche descriptive désigne un ensemble de contributions théoriques qui se consacrent à décrire les différentes modalités de financement par capital-risque et la répartition des droits entre les différents intervenants (Stephany et Pouget, 2002).

Dans cette veine, il identifie trois (03) catégories de droits qui doivent être repartis, à l'occasion d'un contrat établi entre une SCR et un entrepreneur. Il s'agit des droits sur les cash-flows, les droits de contrôle, et les droits de liquidation.

3.3.1.1 Les droits sur les cash-flows

La répartition des cash-flows entre l'entrepreneur et la SCR est un facteur essentiel de régulation du comportement de ce dernier. D'après Baker et Gompers (1999), il existe une relation négative entre la présence d'une SCR et la rémunération du dirigeant de la PME.

Ainsi, lorsqu'ils détiennent une participation importante dans le capital, les dirigeants des PME bénéficiant des concours financiers d'une SCR ont une rémunération moindre, en comparaison à ceux des PME ne bénéficiant pas de ces concours.

En ce qui les concerne, Kaplan et Stromberg (2001) mettent en évidence le rôle incitatif des éléments de rémunération du dirigeant de la PME (système de primes, stock-options, ...) financé par une SCR sur les performances de la PME. Dans le même ordre d'idées, Repullo et Suarez (1998), montrent qu'une rémunération incitative du manager permet d'aligner son comportement sur les intérêts de la SCR.

3.3.1.2 Les droits de contrôle

La répartition des droits de contrôle est précisée par le contrat entre la SCR et l'entrepreneur (Stephany et Pouget, 2002). D'après Gompers (1999), cette répartition, qui est indépendante des droits financiers, serait tributaire de la performance de l'entreprise (Kaplan et Stromberg, 2001). A partir d'une étude réalisée sur un échantillon de 200 PME, ils établissent que la répartition des droits de contrôle est d'autant plus concentrée entre les mains de l'investisseur (SCR) que l'entreprise se porte mal, et inversement.

3.3.1.3 Les droits de liquidation

Les droits de liquidation occupent une place centrale dans la décision d'investissement d'une SCR dans une PME. En effet, afin de réduire les barrières à la sortie, les SCR doit, pouvoir s'aménager une issue, en contrôlant les droits de liquidation de la PME. Il est en effet établi que le promoteur de cette dernière a tendance à s'enfermer dans une attitude

paternaliste, en s'attachant à son projet, même si celui-ci n'est pas rentable (Cornelli et Yosha, 1997).

A ces instruments proposés par les théories d'obédience descriptive s'ajoutent ceux de portée normative.

3.3.2 Les instruments relevant de l'approche normative : La maîtrise des droits de contrôle

L'approche normative explique la portée des mécanismes de contrôle sur la gouvernance de la relation entre la SCR et l'entrepreneur. S'inspirant de la théorie de l'incomplétude des contrats, elle se propose d'optimiser les rapports entre ces deux parties (Stephany et Pouget, 2002).

A cet égard, plusieurs instruments, désignés par Stephany et Pouget(2002) comme leviers de contrôle, sont recensés pour encadrer le comportement de l'entrepreneur qui a bénéficié des concours financiers de la SCR. C'est notamment le cas du financement par étape (1), des options de conversion (2), de la prise de contrôle du Conseil d'Administration (3) et du système d'information (4).

3.3.2.1 Le financement par étape

Encore appelé financement séquentiel (Stephany, 2002), le financement par étape consiste, pour la SCR, à mettre les fonds progressivement à la disposition de l'entrepreneur. On parle également de tour de table (Paulre, 2002)

D'après Sahlman (1989), cette approche confère au capital-risqueur une option réelle sur son investissement, dans la mesure où elle lui permet de conditionner le prochain financement (tour de table) à des préalables susceptibles d'aligner l'entrepreneur sur ses intérêts.

Pour Almadi et Pfeilderer (1990), le financement par étape est une solution optimale au problème du surinvestissement. Ils montrent ainsi qu'il existe un effet de signalisation positif induit par le passage de la SCR à un prochain tour de table. Le financement par étape apparaît dès lors comme un moyen permettant de protéger la SCR contre le risque de hold-up susceptible d'être perpétré par l'entrepreneur.

3.3.2.2 Les options de conversion

En vue de se préserver des différents risques liés au financement de la PME, la SCR peut avoir recours aux titres hybrides (obligations convertibles en actions, en particulier). De tels titres, qui sont situés à mi-chemin entre les capitaux propres et les dettes, offrent à leurs détenteurs la possibilité de devenir actionnaire, ou de demeurer créanciers, suivant l'évolution de la situation de l'entreprise. Ils prennent également l'appellation « financement mezzanine ».

Ainsi, si la SCR est souvent définie comme un apporteur de capitaux propres à une PME innovante en phase de développement, de nombreuses études attestent, cependant, de la part prépondérante des titres hybrides dans son portefeuille (Kaplan et Stromberg (2000), Bascha (2000, 2001), Cumming (2000a, 2000b, 2000c ...)).

Le recours à ces titres n'est pas fortuit. Ils permettent, en effet, de réduire le risque court-termiste et l'habillage du bilan par l'entrepreneur (Cornelli et Yosha, 1997). De fait, pour ces auteurs, la dette convertible permet à la SCR de contourner le signal de l'entrepreneur et de s'engager dans le financement.

Dans le même ordre d'idées, Bascha et Walz (2001) montrent que le recours aux titres hybrides permet de formuler des contrats optimaux, tout en constituant une incitation pour l'entrepreneur.

3.3.2.3 Le Conseil d'Administration

En tant qu'organe de surveillance du dirigeant (Charreaux, 1997), le Conseil d'Administration est au cœur des décisions stratégiques de l'entreprise. Parce qu'il est constitué des représentants des actionnaires, au prorata de la géographie du capital, c'est lui qui nomme le dirigeant, fixe sa rémunération, définit les orientations stratégiques de l'entreprise, prend les grandes décisions financières (Stephany, 2002 ; Fama et Jensen, 1983).

La prise de contrôle du Conseil d'Administration de la PME apparaît dès lors, pour la SCR, comme une stratégie efficace de gestion des risques. Dans cet ordre d'idées, Baker et Gompers (1999) montrent que la SCR joue un rôle actif au sein du Conseil d'Administration des PME, et, ce, en en modelant la convenance et la structure pour jouer un contrepoids sur le rôle du dirigeant.

3.3.2.4 Le système d'information

La mise en place d'un système d'information adapté à ses besoins d'informations est un instrument très usité par le capital-risqueur pour contrôler l'entrepreneur. En particulier, il s'emploiera à mettre en place un dispositif lui permettant d'accéder à toute l'information financière et comptable de la PME (Falcner et Alii, 1995, 1997).

Dans cet ordre d'idées, Sweeting (1991), Mitchell, Reid et Terry (1995, 1997) montrent que suivant la nature et la fréquence des informations dont il a besoin, le capital-risqueur peut engager des moyens spécifiques (ressources humaines ou moyens techniques).

D'après les mêmes auteurs ces informations se traduisent essentiellement par l'élaboration d'un tableau de bord dont le contenu est défini par le capital-risqueur et des documents et par la confection d'états financiers prévisionnels.

En somme, les développements qui précèdent montrent la diversité d'outils mobilisés par la SCR pour réduire les coûts d'agence dans le cadre de leurs relations avec la PME.

Au-delà de ces outils, l'implication du capital-risqueur dans la gestion de la relation avec la PME apparaît comme une variable essentielle pour la réussite du partenariat. Cet état des choses traduit l'approche cognitive.

3.3.3 L'approche cognitive de la relation SCR-PME : L'implication de la SCR comme levier de création de la valeur et de coordination

Au-delà du cadre normatif ou incitatif proposé par la théorie de l'agence, Stevenot (2005) souligne, à la suite de Charreaux (2002), l'émergence d'une approche cognitive de la gouvernance de la relation entre ces deux entités. Celle-ci analyse le rôle des connaissances mises à la disposition de l'agent par le principal dans la réduction des coûts d'agence.

Dans cet ordre d'idées, plusieurs études montrent que par un apport en ressources cognitives, l'actionnaire contribue à la création de la valeur au sein de l'entreprise (Stevenot, 2005 ; Amblard, Bernoux, Herero, Livian, 2001).

Selon Charreaux (2003), l'approche cognitive de la gouvernance de la relation entre actionnaire et dirigeant est à la fois un mode d'invention offrant de nouvelles opportunités positives (1) et un moyen de facilitation de la coordination (2) entre ces deux protagonistes.

3.3.3.1 L'approche cognitive comme source d'opportunités productives pour la PME financée par la SCR

D'après Charreaux (2002), en plus d'être un nœud de contrats, l'entreprise est devenue un répertoire de connaissances. En conséquence, l'analyse du gouvernement d'entreprise doit porter un intérêt essentiel à la construction de compétences, d'innovations, de connaissances, ainsi qu'à la perception des nouvelles opportunités d'investissement et de création de valeur (Certhoux et Zenou, 2007).

Dans cet ordre d'idées, des études montrent que le développement d'une relation de coopération entre la SCR et l'entrepreneur est nécessaire pour la réussite de l'entreprise (Sheperd et Zacharakis, 2001). En effet, grâce à une bonne communication, une bonne entente et son expertise, le capital-risqueur contribue plus à la création de la valeur par la PME que la famille ou les amis du promoteur (Sheperd et Sacharakis, 2001).

Dans la même veine, (Fernandez et Cobas, 1998; Sapienza et alii, 1995, 1996; Stephany, 1994; Mac Millan et alii, 1988; Maier et Walker, 1987; Gorman et Sahlman, 1989) indiquent que le suivi effectué par le capital-risqueur a un impact positif sur l'organisation de la PME. De même, Hellman et Puri (1999) montrent que le financement par capital risque réduit le délai entre la date de création de l'entreprise et celle de mise en vente des produits, accélérant de ce fait la sécrétion des cash-flows.

Aussi l'intervention du capital-risqueur auprès de la PME prend-elle diverses déclinaisons, tant formelles (conseils, partage de réseaux techniques, commerciaux, ...) qu'informelles (réputation auprès des différentes parties prenantes) (Stephany, 2003).

À cet égard, des études indiquent que l'implication du capital-risqueur auprès de la PME facilite l'accès de celle-ci aux financements (Baryet alii, 1990; Sapienza et alii, 1996; Fernandez et Cobas, 1998).

3.3.3.2 L'approche cognitive comme outil de coordination de la relation SCR-PME

Bien que la littérature leur ait consacré l'essentiel de ses développements, les conflits d'intérêts ne constituent pas les seuls points de divergence entre le principal et l'agent. En effet, des conflits de connaissance et/ou de valeurs, dont les effets peuvent être encore plus nocifs peuvent subsister entre les deux parties (Charreaux, 2002), (Wirtz, 2002).

Dans un tel contexte, le partage de connaissances, à la faveur de l'implication effective de l'investisseur, apparaît comme un outil efficace de coordination grâce auquel les différences de valeurs et de connaissances peuvent être aplanies (Stevenot, 2005).

Dans cet ordre d'idées, Certhoux et Zenou (2007) affirment que, grâce à une coopération forte avec l'entreprise qu'il a financée, le Business angel développe avec l'entrepreneur une relation de coopération bâtie sur la confiance.

Au total, l'approche cognitive montre l'apport de l'implication effective du capital-risqueur dans la gouvernance de la relation entre SCR et entrepreneur.

3.4 PROPOSITION DE RECHERCHE

Au regard des développements qui précèdent, nous formulons les propositions de recherche ci-après.

P1 La SCR a recours à des instruments de contrôle pour gouverner sa relation avec la PME

P.1.1 La SCR met en place un financement par étape pour contrôler la PME

P.1.2 La SCR a recours aux titres hybrides dans le cadre de la relation avec la PME

P.1.3 La SCR prend le contrôle du Conseil d'Administration de la PME dans laquelle elle investit

P.1.4 La SCR intervient dans la mise en place du système d'information de la PME dans laquelle elle a investi

P.2 La SCR gouverne la relation avec la PME au moyen de clauses contractuelles

P.2.1 La SCR inclut dans son contrat avec la PME des clauses encadrant les cash-flows

P.2.2 La SCR s'arroge le droit de liquidation de la PME

P.3 La SCR mobilise des instruments cognitifs pour gouverner la relation avec la PME

P.3.1 La SCR s'implique dans la gestion de la PME qu'elle finance

P.3.2 Le niveau d'implication de la SCR dans la gestion de la PME est positivement corrélé au niveau de risque de la PME : Il est plus élevé pour les PME situées en Afrique subsaharienne, et moins élevée pour celle située en Afrique du nord.

CHAPITRE 4 —METHODOLOGIE DE LA RECHERCHE

Le chapitre précédent a permis de mettre en évidence les propositions de travail qui devront être vérifiées à l'aune de la pratique de la relation SCR-PME. En cela, il l'a clairement positionnée comme relevant d'une recherche de type hypothético-abductive (Grawitz, 2001).

Selon Grawitz (2001), une telle recherche nécessite que les hypothèses ou propositions de recherche formulées, qui sont des réponses a priori à la question de recherche, et qui découlent de la mobilisation d'une base théorique (Thietart, 1999), soient par la suite confrontées à l'épreuve des faits, pour être confirmées ou infirmées, à l'échelle des données disponibles, et suivant une méthodologie précise.

Le propos du présent chapitre est dès lors de décrire la démarche méthodologique qui a été mobilisée pour tester les propositions formulées précédemment. A cet effet, il rappelle le cadre global de la recherche (1), présente la stratégie de collecte des données mobilisée (2), et décrit la démarche de leur analyse (3).

4.1 CADRE GLOBAL DE LA RECHERCHE

Le cadre global de la recherche est entendu ici comme la philosophie générale ayant guidé l'étude. Celle-ci se traduit par la spécification du modèle théorique associé à l'étude (1) et par sa nature (2).

4.1.1 Le modèle théorique

Le modèle théorique est la représentation schématique du problème à élucider par la recherche. Il représente les différentes variables en présence et met en évidence les liens existant entre eux, ou ceux que l'on cherche à démontrer. Dans le cas de la présente étude, l'objectif principal est d'identifier et de décrire les mécanismes de gouvernance de la relation entre la PME africaine et la SCR qui la finance.

En effet, la littérature indique que la relation entre la SCR et la PME comporte les caractéristiques d'une relation d'agence créancier-dirigeant (Jensen et Meckling, 1976 ; Al et Laporta, 2000 ; Charreaux, 2004), ainsi que celles d'une relation actionnaire majoritaire-actionnaire minoritaire (De la Bruslerie, 2002 ; Larous, 2004). Aussi présente-elle, à l'image de ces dernières, des risques d'agence qu'il convient de gérer par des mécanismes de gouvernance appropriés.

A cet effet, trois familles de mécanismes de gouvernance de la relation entre SCR et PME sont identifiés par les auteurs. Inspirés par la théorie de l'agence, lesdits mécanismes constituent respectivement l'approche descriptive de la relation SCR-PME, l'approche normative (Stephany, 2002) et l'approche cognitive (Charreaux, 2004 ; Stevenot, 2005 ; Certhoux et Zenou, 2007).

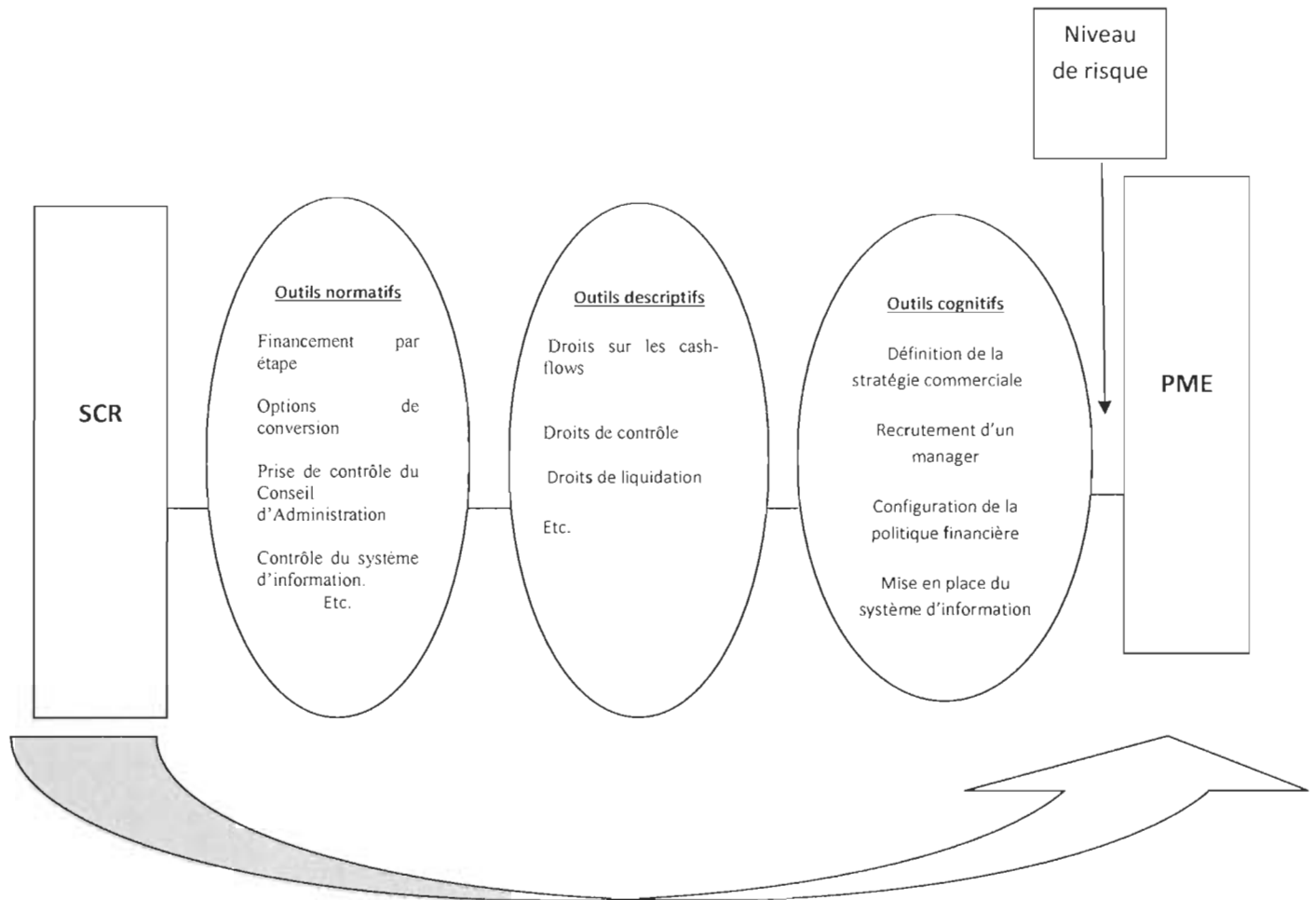
Si les approches descriptive et normative s'inscrivent respectivement dans le cadre de la théorie positive et normative de l'agence, qui sont relativement anciennes, l'approche cognitive quant à elle constitue un courant nouveau, qui met en évidence le rôle du partage de connaissances comme outil d'amélioration de la performance de la PME et d'aplanissement des conflits entre le principal et l'agent (Charreaux, 2004 ; Stevenot, 2005).

Dans le cadre de la relation SCR-PME, l'approche cognitive établit l'importance de l'implication de la SCR dans la gestion de la PME financée. Plusieurs études montrent ainsi que grâce à son implication multiforme (conseils, partage de réseaux techniques, commerciaux, réputation auprès de diverses parties prenantes, ...), la SCR contribue à l'amélioration de la performance de la PME et de son crédit auprès des sources de financement (Stephany, 2003 ; Sapienza et alii, 1996 ; Fernandez et Cobas, 1998).

Toutefois, cette implication est modulée par le niveau de risque perçu par la SCR. Dans cet ordre d'idées, Choi (2012) montre qu'en raison du déficit de cadres de haut niveau, l'implication de la SCR dans la gestion des PME situées en Afrique subsaharienne est plus forte que dans celles situées en Afrique du nord où le déficit de cadres est moins prononcé.

Les développements qui précèdent permettent de représenter notre étude comme suit :

Figure 2
Mécanismes de gouvernance SCR-PME



4.1.2 Nature de la recherche

La formulation des propositions de travail en vue de la réalisation de notre étude permet de la positionner comme une recherche de type hypothético-abductive. En effet ce type de recherche consiste, à partir de la littérature, à formuler des hypothèses ou des propositions de travail, réponses provisoires, qui seront, par la suite, soumises à la vérification empirique et inférées à des cas précis.

En particulier, l'étude s'inscrit dans le cadre d'une démarche qualitative, par étude de cas, dans la mesure où elle se penche en profondeur sur une population restreinte de PME africaines, et qui ont été traitées par analyse de contenu.

Cette démarche méthodologique qui s'impose lorsque la taille de la population observée est restreinte, comme dans le cas de la présente étude, conduit à une étude en profondeur des différents individus, en vue d'une meilleure description du phénomène étudié.

4.2 LA STRATEGIE DE COLLECTE DES DONNEES

La stratégie de collecte des données désigne la démarche mise en œuvre pour obtenir les données, matières premières dont le traitement permet d'obtenir l'information recherchée. D'une façon générale, les données peuvent être issues des sources primaires ou des sources secondaires. Le recours aux sources primaires consiste à identifier des personnes auprès desquelles les données seront collectées, à l'occasion d'entrevues ou d'enquêtes par questionnaire. En revanche, les sources secondaires sont constituées de l'ensemble des supports dans lesquels les données recherchées sont préexistantes.

Dans le cas de notre étude, c'est aux sources primaires que nous avons eues recours. À cet effet, il a fallu, au préalable, identifier la cible de l'étude (1) avant de spécifier la base de données au sein duquel la collecte a été effectuée (2).

4.2.1 La population cible

La population cible est l'ensemble des individus concernés par l'étude. Dans le cas d'espèce, il s'agit de l'ensemble des PME ayant bénéficié des concours d'une SCR. Cependant, compte tenu de ce que la littérature propose déjà des études sur la relation PME-SCR, dans le cas des firmes occidentales, et que celle-ci semble presque inexistante en ce qui concerne ladite relation en contexte africain, il nous a semblé pertinent de restreindre notre cible aux seules PME africaines bénéficiant des concours de la SCR.

En effet, bien que la littérature mobilisée soit de portée générale, le propos de notre étude est d'identifier et de décrire les modalités de gestion de la relation SCR-PME, dans le cas spécifique des PME situées sur le continent africain.

4.2.2 L'échantillon utilisé: Des entreprises du portefeuille ECP

A ce jour, il est difficile de savoir avec précision le nombre de PME africaines bénéficiant des financements des SCR, tant l'information est souvent opaque en Afrique, et ce, en particulier lorsqu'il est question de finance.

De fait, bien qu'une étude réalisée par Choi (2012) indique qu'en 2011, on dénombrait plus d'une cinquantaine de sociétés de capital-risque sur le continent africain pour une capitalisation globale estimée à plus de six milliards de dollars US en 2008 (Empea, 2011), il reste qu'accéder à l'information sur lesdites sociétés relève d'une véritable gageure, tant en raison de l'indisponibilité des données les concernant sur la place publique qu'à cause d'une culture de l'information financière particulièrement opaque qui prévaut en Afrique.

Toutefois, quatre (04) entreprises situées en Afrique subsaharienne et appartenant au portefeuille ECP (Emerging Capital Partners) ont accepté de mettre à notre disposition les renseignements nécessaires à la réalisation de l'étude.

Ce portefeuille, qui présente la particularité d'être dédié à l'Afrique a été créé en 2000 par quatre promoteurs nord-américains, à savoir Thomas Gibian, Hurley Doddy, Vincent Le Guennou et Carolyn Campbell. Avec un investissement cumulé de plus de 1,8 milliards de dollars USD placés dans des PME africaines à travers sept (07) fonds, ECP figure parmi les leaders du capital risque en Afrique.

Le portefeuille d'ECP se veut suffisamment diversifié. Les PME qui le constituent interviennent dans un large éventail de domaines généralement privilégiés des SCR. Il s'agit des NTIC, de l'agriculture, de la recherche médicale, des biotechnologies, de l'agroalimentaire et des prestations de service. De même, elles sont localisées aussi bien en Afrique subsaharienne qu'en Afrique du nord.

Par son expérience sur le continent africain et l'importance du portefeuille détenu, ECP apparaît comme une SCR ayant développé une expertise certaine dans la gestion des relations avec les PME africaines, dont les caractéristiques en font des cas atypiques, à bien d'égards.

Compte tenu de ce qui précède, les entreprises issues de ce portefeuille nous ont semblé appropriées pour la réalisation de notre étude.

4.3 LE TRAITEMENT ET L'ANALYSE DES DONNEES

Le traitement et l'analyse des données consistent à mettre en œuvre les techniques et les outils quantitatifs et/ou qualitatifs appropriés (1) pour extraire l'information recherchée. Elle suppose, au préalable, que les différents concepts mobilisés soient opérationnalisés (2).

4.3.1 Les outils d'analyses utilisées

Etant donné la taille restreinte de la population étudiée (4 entreprises), les données collectées ont fait l'objet d'une analyse de contenu visant à caractériser les PME concernées, à partir d'un ensemble de critères de gouvernance de la relation SCR-PME et ce, conformément à la méthode de l'étude de cas.

Précisément, étant donné que toutes les PME de l'échantillon étudié sont situées en Afrique, il s'est agi, sur la base d'un guide d'entrevue, de collecter par téléphone, auprès de leurs différents responsables, des renseignements susceptibles de caractériser leur relation avec la SCR dont elle bénéficie des financements.

Les rendus des entrevues ainsi menées ont été retranscrits pour être analysés afin d'en extraire les informations sur la gouvernance de la relation SCR-PME, dans chacun des cas.

Les entrevues réalisées à cette occasion ont été articulés en six (06) points, qui sont les suivants :

- ✓ la prise de connaissance de l'entreprise et de ses relations avec la société de capital-risque ;
- ✓ la mise en œuvre des mécanismes de contrôle dans le cadre de la relation entre l'entreprise et la SCR qui l'accompagne ;
- ✓ les clauses contractuelles dans le cadre de la relation avec la SCR ;

- ✓ le rôle des instruments cognitifs dans le cadre de la relation entre l'entreprise et la SCR qui l'accompagne ;
- ✓ l'évaluation de l'apport de la SCR à la performance de l'entreprise;
- ✓ l'appréciation du climat de travail avec la SCR

Outre l'entrevue, certains renseignements ont été collectés à partir d'une enquête par questionnaire réalisée auprès des mêmes responsables. Pour ce faire, les questionnaires ont été envoyés par courriers électroniques aux répondants, qui les ont retournés dans la même voie, après les avoir renseignés.

Les données collectées dans ce dernier cas étaient essentiellement quantitatives et destinées à capter des données chiffrées relatives au lien entre la présence de la SCR et l'évolution de la performance de la PME qu'elle finance.

4.3.2 L'opérationnalisation des Concepts

Les différents concepts mobilisés dans l'étude sont résumés dans le tableau ci-dessous :

Tableau2
Opérationnalisation des concepts

GROUPE	DESIGNATION	SIGNIFICATION	VALEURS POSSIBLES	SOURCE
Outils descriptifs	Financement par étape	Pourcentage du capital libéré par la SCR à chaque tour de table	(0, 100)	Almadi et Pfeilderer (1994) ; Sahlman (1990)
	Option de conversion	Pourcentage des titres convertibles dans le volume du financement apporté à la PME	(0, 100)	Kaplan et Stromberg (2000) ; Bascha(2000, 2001) ; Cumming(2000a, 2000b, 2000c ...) ; Bascha et Walz(2001)
	contrôle du CA	Pourcentage du capital de la PME détenu par la SCR	(0, 100)	Hellman et Puri (2000) ; Baker et Gompers, 1999)
	Contrôle du système d'information	Fréquence mensuelle des activités dereporting en faveur de la SCR Intervention de la SCR dans la mise en place du système d'information	(0, n) (oui, non)	FalcneretAlii (1995, 1997); Sweeting (1991); Mitchell, Reid et Terry (1995, 1997)

Outils normatifs	Droits sur les cash flows	Présence d'une clause contractuelle indexant la rémunération du dirigeant de la PME sur les performances réalisées	(oui, non)	Baker et Gompers (1999); Kaplan et Stromberg (2000); Repullo et Suarez (1998)
	Droits de contrôle	Pourcentage du capital détenu par la SCR Présence d'une clause contractuelle permettant à la SCR de diligenter des actions de contrôle sur la PME	(oui, non)	Gompers (1999); Kaplan et Stromberg (2000)
	Droits de liquidation	Présence d'une clause contractuelle laissant à la SCR la latitude de décider de la liquidation ou de la cession des titres détenus par la PME	(oui, non)	CornellietYosha (1997)
Outils cognitifs	définition de la stratégie commerciale de l'entreprise	Intervention de la SCR dans la définition de la stratégie commerciale	(oui, non)	Stephany (2003)
	développement	Intervention de la		Stephany (2003)

des produits	SCR dans le développement des produits	(oui, non)	
recherche de nouveaux marchés pour l'entreprise	Intervention de la SCR dans la recherche de nouveaux marchés ou contrat	(oui, non)	Stephany (2003)
recherche de nouveaux distributeurs	Intervention de la SCR dans la recherche ou le recrutement des nouveaux distributeurs	(oui, non)	Stephany (2003)
remplacement des membres de l'équipe managériale	Intervention de la SCR dans le recrutement des Cadres supérieurs	(oui, non)	Rosenstein et alii (1993) ; Stephany (2003)
Mise en place de nouvelles politiques de rémunération	Installation d'une nouvelle équipe dirigeante à la demande/discrétion de la SCR	(oui, non)	Stephany(2003)
développement de budgets	Modification de la politique de rémunération à la demande/discrétion de la SCR	(oui, non)	Baker et Gompers (1999a) ; Kaplan et Stromberg (2000)
Conseils	Intervention de la SCR dans l'élaboration ou l'adoption du	(oui, non)	Sweeting (1991); Mitchell, Reid et Terry (1995, 1997)

		budget de la PME		
	Réseaux relationnels	Existence d'une activité de conseil de la SCR au profit de la PME	(oui, non)	Stephany (2003)
	Nouvelles sources de financement	Mise à la disposition de la PME du réseau relationnel de la SCR	(oui, non)	Stephany (2003)
	Risque élevé	Intervention de la SCR dans la quête de nouvelles sources de financement au profit de la PME	(oui, non)	Bary et alii (1990) ;Sapienza et alii (1996) ; Fernandez et Cobas (1999).
Niveau de risque		Localisation de la PME	Afrique Subsaharien ne (plus)	Sapienza (1992) ; Sapienza et alii (1994b) ;Ehrlich et alii (1994) ; Choi (2011)

CHAPITRE 5—RESULTATS ET DISCUSSION

Le propos de la présente étude est de décrire les mécanismes de gouvernance de la relation SCR-PME. A cet effet, le chapitre précédent a présenté la méthodologie utilisée. Celle-ci, qui a emprunté à la démarche qualitative, a consisté en une étude de cas réalisée sur un groupe de quatre (04) entreprises africaines ayant bénéficié des financements des sociétés de capital-risque, et auprès desquelles les données ont été collectées par le biais d'entretiens téléphoniques avec leurs promoteurs.

Dans le même fil, les données collectées ont été analysées par la méthode de l'analyse de contenu. Celle-ci a consisté à retranscrire par écrit les entretiens téléphoniques avec les promoteurs sus visés, et à les relire les documents ainsi obtenus pour y repérer les éléments de corroboration ou d'infirmité des propositions de travail qui ont été initialement formulées.

Ce chapitre présente les entreprises constitutives de l'échantillon (1), rend compte des entrevues effectuées (2), synthétise (3), discute les résultats obtenus au terme de cet exercice (4) et apprécie la portée du recours à la SCR comme source de financement de la PME (5).

5.1 PRESENTATION DES ENTREPRISES INTERVIEWEES

Quatre (04) entreprises du portefeuille ECP, toutes implantées en Afrique subsahariennes ont constitué l'échantillon de l'étude. Par souci d'anonymat, celles-ci ont été désignées (A), (B), (C) et (D), respectivement.

5.1.1 L'entreprise A

Constituée en 2001 sous la forme d'une société anonyme, A est une entreprise camerounaise spécialisée dans la production et la distribution de l'eau minérale. Elle est titulaire d'une licence d'exploitation qui lui a été délivrée par les Autorités camerounaises, en vertu de laquelle elle exploite une source d'eau naturelle située dans la région anglophone du Sud-ouest Cameroun.

La production de l'eau minérale constitue en réalité une diversification du portefeuille d'activité de cette entreprise qui s'est d'abord illustrée par sa présence dans le secteur de l'hôtellerie, à travers un hôtel éponyme situé dans la ville balnéaire de LIMBE, localité de la même région. Sa relation avec la SCR, qui détient 21% de son capital date d'environ huit (08) ans.

5.1.2 L'entreprise B

Seule entreprise non camerounaise de l'échantillon, l'entreprise B est une société anonyme ivoirienne fondée en 1980 pour satisfaire une demande de produits agroalimentaires en forte augmentation en Côte d'Ivoire et dans les pays d'Afrique de l'Ouest. Ayant bénéficié d'une forte croissance depuis l'arrivée de la SCR, l'entreprise B emploie à ce jour 550 salariés. Elle en est à sa deuxième collaboration avec une société de capital-risque, qui a été choisie pour la qualité du réseau d'affaire qu'elle lui apporte. Au moment de l'étude, 30% de son capital était détenu par les SCR.

5.1.3 L'entreprise C

L'entreprise C est une société anonyme de droit camerounais spécialisée dans l'industrie pharmaceutique. Ses principales cibles sont les structures hospitalières publiques camerounaises, à travers le Centre National d'Approvisionnement en Médicaments (CENAME) et les formations médicales privées implantées au Cameroun et dans la sous-région Afrique centrale. Elle collabore depuis 2008 avec deux (02) SCR, en l'occurrence ECP et EIP. Toutefois, une de ces SCR prévoit une sortie prochaine.

Son recours à ces SCR est justifié par les conseils qu'elle en attend et le besoin des ressources pour financer son fonds de roulement et son développement.

5.1.4 L'entreprise D

Créée en 2006, l'entreprise D est une Société à Responsabilité Limitée (SARL) camerounaise évoluant dans le secteur agroalimentaire. Employant 34 salariés à ce jour, elle a connu une véritable expansion de ses effectifs et de sa rentabilité depuis l'arrivée de la société de capital-risque. Son capital est à présent contrôlé à 60% des sociétés de capital-risque qui ont été sollicitées en raison de leurs conseils, leur réseau relationnel et leur appui financier.

La fiche signalétique ci-dessous résume les caractéristiques de ces quatre (04) sociétés :

Tableau 3
Fiche signalétique

Entreprise	A	B	C	D
Forme Juridique	SA	SA	SA	SARL
Date de création	2002	1980	2001	2006
Motivation du recours à la SCR	-Financer le développement	-Financer le développement -Bénéficiaire de l'expertise -bénéficiaire du réseau de la SCR	Financer le développement -Bénéficiaire de l'expertise -bénéficiaire du réseau de la SCR	Financer le développement -Bénéficiaire de l'expertise -bénéficiaire du réseau de la SCR
Profil du principal Dirigeant	Diplômé universitaire en management des affaires (comptabilité et finance)	Diplômé universitaire en Administration des affaires	Diplômé universitaire en ingénierie et marketing	Diplômé universitaire en marketing, ingénierie, finance et audit

5.2 ECONOMIE DES ENTREVUES

Conformément à la démarche hypothético - abductive, l'analyse des données effectuée avait pour finalité de vérifier l'effectivité des propositions de travail formulées.

Il s'agissait, en conséquence d'appréhender la mise en œuvre des mécanismes de contrôle dans le cadre de la relation SCR-PME africaine (1), de cerner la manière dont les

clauses contractuelles y sont mobilisées (2), de comprendre le recours aux instruments cognitifs (3) pour la gouvernance de ladite relation.

5.2.1. La mise en œuvre des mécanismes de contrôle dans la gouvernance de la relation

SCR-PME africaine

La gouvernance de la relation entre la SCR et la PME conduit le premier, en sa qualité d'apporteur de fonds, à avoir recours à des mécanismes de contrôle. La littérature indique que ces derniers peuvent prendre la forme d'un financement par étape, (1), d'émission de titres hybrides (2), d'une prise de contrôle du Conseil d'Administration (3) ou d'une gestion du système d'information (4).

Les entrevues effectuées ont permis de vérifier le recours à chacune de ces modalités de contrôle dans le cadre de la gouvernance de la relation SCR-PME en contexte africain.

5.2.1.1 Les raisons du recours au SCR

Le financement par étape ou tour de table est un mécanisme de contrôle consistant, pour la SCR, à débloquer progressivement les fonds apportés à la PME, suivant un échéancier et des modalités déterminées (Stephany, 2002), (Paulre, 2002).

Les entrevues révèlent que, pour l'ensemble des sociétés étudiées, la SCR a systématiquement eu recours au financement par étape.

En effet, les propos suivants ont été enregistrés :

✓ **Pour le promoteur de l'entreprise A**

« Nous avons sollicité le concours de la société de capital-risque pour nous accompagner dans le développement de notre affaire. En effet, notre marque d'eau minérale est très vulgarisée. Cependant, vu que les capacités de production ne nous permettaient pas de répondre à la demande la concurrence s'installait et en tirait profit. Nous avons donc eu recours à la SCR pour nous accompagner dans le développement des capacités de production.

Nous envisageons également de tirer pleinement avantage de notre source d'eau qui est l'une des meilleures du Cameroun, voire de l'Afrique centrale en diversifiant notre offre en proposant d'autres produits.

Par ailleurs notre souhait est de réduire nos coûts en produisant nous-mêmes les bouchons et les emballages.

Cependant, tout cela ne peut se faire en une seule fois. Pour le moment, l'apport de la SCR a permis de renforcer l'outil de production et d'accompagner l'entreprise vers une certification ISO (...) »

✓ **Pour le promoteur de l'entreprise B**

« (...) A ce jour nous avons déjà eu des relations avec deux Sociétés de capital- risque. Pour l'essentiel, le recours à ces sources de financement a été justifié par les difficultés d'accès au financement bancaire, en particulier quand on est une PME locale.

Nos besoins étaient multiples et comprenaient aussi bien le financement de notre besoin en fonds de roulement que le renouvellement et l'extension de nos équipements.

La SCR avec laquelle nous sommes actuellement en relation a choisi de commencer par le financement du besoin en fonds de roulement qui lui semblait moins risqué, car de faible maturité et d'un montant moins élevé.

Pour soutenir la demande existante, le renouvellement de certains équipements a été programmé et engagé deux années plus tard. Mais il n'était pas question d'envisager l'extension des capacités tant que la production ne lui semblait pas tirée de manière évidente par une demande robuste. (...) ».

✓ **Pour le promoteur de l'entreprise C**

(...) Notre entreprise intervient dans le secteur de l'industrie pharmaceutique. Notre principal problème financier résidait dans l'insuffisance de nos fonds propres qui affectait notre fonds de roulement.

Le plus gros client de l'entreprise C étant le Centre National d'Approvisionnement en Médicaments (CENAME) ; structure étatique placée sous la tutelle technique du Ministère camerounais en charge de la Santé publique. Nous devrions faire face au financement d'un besoin en

fonds de roulement important induit par le volume des stocks à approvisionner.

A l'origine, la satisfaction de cette demande ne posait pas de problème dans la mesure où nous bénéficions d'une avance de 30% de l'Etat sur le montant de la commande, ce qui nous apportait un certain volant de trésorerie.

La révision par l'Etat de cette modalité de financement a été le départ de nos tensions de trésorerie. En effet, les avances avaient été supprimées, et désormais, il fallait non seulement financer les stocks à livrer, mais également financer les créances dont les délais d'encaissement sont très longs.

Nous nous sommes donc adressés à la SCR pour accroître nos ressources permanentes afin de financer notre besoin en fonds de roulement.

Le capital-risqueur a effectué une première levée de fonds. Ensuite, compte tenu de la diversification de son portefeuille, il a procédé à un financement par prêts courant à la société (...).

✓ **Pour le promoteur de l'entreprise D**

(...) D'une manière générale, je décrirais comme contrastée la relation entre notre entreprise et la Société de capital-risque qui l'accompagne. Si cette collaboration a eu de nombreux points positifs, il reste que dans certains cas, elle pourrait être améliorée, et notamment, en ce qui concerne la mise en place des financements.

La SCR est certes appelée, par essence à être prudente, comme cela devrait toujours être le cas en affaires. Mais celle qui nous accompagne semble l'être un peu trop.

Elle gradue systématiquement les financements qu'elle nous apporte, et s'assure qu'elle a préalablement mis en place des points de contrôle permettant de les diriger exactement vers l'objet convenu. Par exemple,

pour financer des stocks à l'importation, elle souscrit un crédit documentaire irrévocable auprès d'une banque de la place ou de son correspondant à l'étranger (...) ».

5.2.1.2 *La place des titres hybrides*

Le recours aux titres hybride est présenté dans la littérature comme mécanisme de contrôle mobilisé par la SCR pour réduire son exposition au risque entrepreneurial (Kaplan et Stromberg (2000), Bascha (2000, 2001), Cumming (2000a, 2000b, 2000c ...). (Cornelli et Yosha, 1997).

Pour vérifier l'utilisation de cet outil dans le cadre du financement des PME africaines par les sociétés de capital-risque, les entrevues effectuées se sont intéressées aux modalités de financement de ces entreprises par la SCR.

De ces entrevues, il est ressorti que les SCR n'utilisent pas ou peu les titres hybrides en contexte africain. Ce qui semble contradictoire compte tenu du risque entrepreneurial très élevé. Pourquoi ? Parce que l'innovation financière n'est pas assez développée en Afrique. Le financement se fait soit par souscription d'actions ordinaires, soit par prêt. Cependant le financement par souscription d'actions ordinaires semble prédominant, alors que l'octroi des prêts pour financer le cycle d'exploitation est plutôt marginal.

Les lignes qui suivent restituent les déclarations des responsables des entreprises interviewées sur ce point :

✓ **Pour l'entreprise A**

Notre capital est constitué à 100% d'actions ordinaires, dont une partie détenue par la SCR (...)

✓ **Pour l'entreprise B**

« (...) Les SCR nous apportent des financements en entrant dans le capital. Leur stratégie est de revendre leurs actions plus tard. A ce jour 30% de notre

capital est entre leurs mains (...). Il n'y a pas d'autres financements apportés par la SCR (...))»

✓ **Pour l'entreprise C**

« (...) Notre société est constituée sous la forme d'une société anonyme avec un capital reparti en actions toutes ordinaires. 21% de ce capital est détenu par les SCR. Pour le reste elles effectuent des prêts courants pour financer le cycle d'exploitation (...) ».

✓ **Pour l'entreprise D**

« (...) Nous avons trois principaux actionnaires dans la société, dont deux (02) SCR qui sont les principaux fournisseurs de capitaux.

Les SCR qui nous accompagnent ont progressivement pris le contrôle de l'entreprise D, au fur et à mesure de leur entrée dans son capital. La première SCR a acquis 39% du capital. La deuxième en détient 21%. Ainsi, à ce jour, les SCR exercent le contrôle de la société avec un total de 60% du capital détenu (...). L'innovation financière n'étant pas développée en Afrique, le capital social n'est constitué que d'actions ordinaires (...))».

5.2.1.3 Le contrôle du Conseil d'Administration

Les SCR siègent dans les Conseils d'Administration de chacune des sociétés auprès desquelles les interviews ont été réalisées. Cependant son poids au sein de celui-ci est variable, parce que tributaire de son niveau de participation dans le capital.

Ainsi, une (01) entreprise sur les quatre (04) interviewées a un Conseil d'Administration contrôlé par la société de capital-risque.

Les extraits ci-dessous restituent la substance des entretiens réalisés sur ce point avec les responsables de chacune des entreprises.

✓ **Dans le Conseil d'Administration de L'entreprise A**

« (...) La loi en vigueur fixe à un minimum de trois (03) et à un maximum de douze (12) le nombre d'Administrateurs dans une société anonyme avec Conseil

d'Administration. La SCR est bien présente au sein du Conseil d'Administration, avec (02) représentants. Les échanges y sont très agréables, l'ambiance du Conseil est cordiale. Nous en avons désigné quatre (04), ce qui fait un total de six (06) membres au conseil d'administration ».

✓ **Dans le Conseil d'Administration de l'entreprise B**

« (...) Notre Conseil d'Administration est constitué de huit (08) membres. Nous en avons désigné cinq (05) nous-mêmes. Trois (03) représentent la SCR ».

✓ **Dans le Conseil d'Administration de l'entreprise C**

« (...) le Conseil d'Administration comprend huit (08) membres. La SCR y est représentée par trois (03) membres. (...) »

✓ **Dans le Conseil d'Administration de l'entreprise D**

« (...) le Conseil d'Administration de l'entreprise D est constitué de cinq (05) membres, dont quatre (04) placés par les Sociétés de capital-risque (...) ».

5.2.1.4. Le suivi du système d'information

La mise en place et le suivi du système d'information de la PME sont présentés par la littérature comme mécanisme de contrôle dans le cadre de la relation d'agence SCR-PME (Falcner et Alii, 1995, 1997), Sweeting (1991), Mitchell, Reid et Terry (1995, 1997).

Les entrevues effectuées révèlent que la SCR s'implique systématiquement dans la mise en place et le suivi du système d'information de la PME. Cependant, les modalités appliquées varient souvent d'une PME à l'autre. En effet, les déclarations suivantes ont été enregistrées :

✓ **Pour l'entreprise A**

« Depuis l'arrivée de la SCR, il y a un système de reporting efficace mis en place par la SCR. Il me donne pleine satisfaction (...). »

✓ **Pour l'entreprise B**

« (...) à l'arrivée de la SCR, nous n'avions pas de commissaire aux comptes. Sa première exigence a été d'en prendre un. Nous n'avions pas non plus un

système de contrôle de gestion. La SCR a exigé la mise en place d'un système de tableau de bord avec des renseignements précis (...) ».

✓ **Pour l'entreprise C**

« (...) le système d'information s'est nettement amélioré depuis l'entrée des SCR dans notre capital. Les reportings se font suivant une périodicité mensuelle et trimestrielle. Un Comité de suivi a même été mis en place (...) ».

✓ **Pour l'entreprise D**

« (...) Depuis l'arrivée des SCR, notre système d'information s'est beaucoup amélioré. Sur le plan financier, nous avons un meilleur reporting. Nous devons produire des états mensuels et trimestriels, en plus des états financiers prévus. (...) ».

En somme, les entretiens ont mis en évidence le recours à divers mécanismes de contrôle, dont les manifestations varient d'une PME à l'autre.

La littérature fait également état de l'utilisation des clauses contractuelles dans la gouvernance de la relation SCR-PME. Ce dernier aspect a également été exploré lors des entretiens.

5.2.2 L'utilisation des clauses contractuelles dans la gestion de la relation SCR-PME

Plusieurs auteurs évoquent le recours aux clauses contractuelles comme mécanismes de contrôle dans le cadre de la gouvernance de la relation SCR-PME (Stephany et Pouget, 2002), D'après Gompers (1999), (Kaplan et Stromberg, 2001). Pour ces auteurs, ces mécanismes consistent à contrôler les cash-flows (1) et se réserver un droit de liquidation (2).

5.2.2.1 Le contrôle des « cash-flows » ou flux de trésorerie

Les flux de trésorerie sont très utilisés en contexte de PME africaine. Est-ce à ce niveau qu'on voit la mesure du risque entrepreneurial ? Les entretiens effectués révèlent que les SCR introduisent systématiquement des clauses encadrant l'utilisation des flux de trésorerie dans la relation avec la PME. Les modalités de ces clauses connaissent cependant des variations d'une PME à l'autre.

Les propos suivants ont en effet été recueillis :

✓ **Auprès de l'entreprise A**

« La SCR doit être certaine que les flux de trésorerie sont bien retracés. Elle siège au Conseil d'Administration et participe à l'adoption du budget. Les reporting effectués permettent de suivre les cash-flows. (...) ».

✓ **Auprès de l'entreprise B**

« (...) évidemment, il y a toujours un budget à la base de tout. C'est lui qui prévoit l'évolution des recettes et des dépenses. (...) il y a des habilitations qui sont données sur les comptes à des personnes que la SCR a approuvées, et seules certaines opérations nettement précisées peuvent être faites en espèces. La SCR a avant tout l'œil sur les liquidités, car elle est assez suspicieuse à l'égard des personnes sur place (...) ».

✓ **Auprès de l'entreprise C**

(...) le contrôle des cash-flows est très étroit. Des clauses contractuelles prévoient qu'un rapport sur l'évolution des finances de l'entreprise soit adressé chaque semaine. Un budget doit être adopté. Seules les dépenses qui y figurent peuvent être engagées, et ce, en respectant des procédures internes qui ont été mises en place par la SCR (...) ».

✓ **Auprès de l'entreprise D**

(...) bien sûr que la SCR contrôle les flux de trésorerie. D'ailleurs nous avons abondamment discuté sur les marges de manœuvre que le manager pouvait avoir sur ce point. La SCR s'est montrée très interventionniste. (...) ».

5.2.2.2 Le droit de liquidation

La littérature (Cornelli et Yosha, 1997) indique que les SCR s'aménagent un droit de liquidation des investissements qu'ils ont réalisés dans la PME.

Les entrevues effectuées attestent de l'effectivité de ce droit dans deux (02) entreprises de l'échantillon. Les promoteurs des deux (02) autres entreprises dans lesquelles les entrevues ont été effectuées ont laissé la latitude aux SCR de se prononcer sur cette question.

Les déclarations ci-après ont été enregistrées :

✓ **Auprès du promoteur de l'entreprise A**

« (...) la SCR s'est fixé un délai de sortie de cinq (ans). Sa cible était de liquider ses parts en récoltant deux fois et demi sa mise. Mais cela n'est pas facile car obtenir un tel rendement n'est pas facile au bout de cinq ans. La preuve, ils sont encore dans le capital de l'entreprise huit ans après le début de la collaboration, alors qu'ils ne pensaient plus y être à cette date (...) ».

✓ **Auprès du promoteur de l'entreprise B**

« (...) notre capital est constitué de parts librement cessibles. La SCR peut décider de céder ses parts, vu que rien ne l'y empêche. Ils ont certainement une idée plus précise de leur stratégie en la matière (...) ».

✓ **Auprès du promoteur de l'entreprise C**

« (...) Il existe effectivement une clause de sortie des SCR. D'ailleurs, elles souhaiteraient bien les activer, vu que la relation dure depuis 2008. Cependant, au regard des pertes subies de part et d'autres, elles attendent une réévaluation de l'entreprise par un auditeur. Cela leur permettrait de faire monter la valeur des titres avant de les céder. (...) ».

✓ **Auprès du promoteur de l'entreprise D**

« (...) Il n'est pas prévu que la SCR soit avec nous éternellement. Mais c'est à elle de décider de son retrait. Elle n'aura qu'à céder ses titres. (...). Mais nous espérons encore les garder avec nous pendant quelques temps. (...) ».

En somme, les entrevues sus-restituées montrent que la SCR a recours aux clauses contractuelles encadrant l'utilisation des cash-flows et du droit de liquidation beaucoup plus dans le contexte africain.

Le rôle des instruments cognitifs a également été abordé au cours des entrevues.

5.2.3 Le rôle des instruments cognitifs dans la gestion de la relation SCR-PME

Plusieurs auteurs (Stevenot, 2005), (Charreaux, 2002), (Amblard, Bernoux, Herero, Livian, 2001) évoquent l'intervention de la SCR au sein de la PME par le biais d'instruments cognitifs, à travers lesquels la SCR contribue à la gestion de la PME(1). Cette implication peut cependant être modulée suivant certains critères (2).

Ces différents aspects ont été explorés au cours des entretiens avec les promoteurs des entreprises de l'échantillon.

5.2.3.1 L'implication de la SCR dans la gestion de la PME

De l'exploitation des entretiens effectués il ressort que la SCR s'implique systématiquement dans la gestion de la PME à laquelle elle apporte ses concours.

À cet égard, les déclarations ci-après ont été faites par les promoteurs interviewés :

✓ **Au sein de l'entreprise A**

« (...) l'arrivée de la SCR a beaucoup apporté dans la gestion de notre société. Elle s'implique dans divers domaines de la gestion de l'entreprise. Par exemple, ils nous ont poussés et accompagnés à la certification ISO, ils ont amélioré le système de reporting.

L'entreprise a également bénéficié de la signature de la SCR auprès de la banque, ce qui a amélioré notre capacité à bénéficier des concours bancaires.

Sur le plan social, la présence de la SCR a permis de maîtriser la gestion des ressources humaines et d'accroître les effectifs. L'outil de production a aussi été renforcé (...) ».

✓ **Au sein de l'entreprise B**

« (...) en dehors des concours financiers qu'elle a apportés, l'influence de la présence de la SCR s'est davantage fait sentir sur le plan de notre

développement marketing. Elle a amélioré notre visibilité et lui a ouvert de nouveaux débouchés (...) ».

✓ **Au sein de l'entreprise C**

« (...) nous avons eu certains problèmes avec la SCR en ce qui concerne son implication dans la gestion de l'entreprise. En effet, elle impose souvent son choix, et ne nous écoute pas, ce qui allonge souvent le processus de prise de décision.

La SCR a opté pour une stratégie d'approvisionnement auprès des fournisseurs locaux, alors que nous voulions continuer de travailler avec les fournisseurs asiatiques avec qui des relations avaient déjà été établies.

Elle a refondé notre stratégie marketing en insistant sur sa diversification. (...)

Néanmoins, elle nous a également beaucoup apporté sur le plan de la restructuration de notre affaire. Ses conseils se sont aussi avérés déterminants à certains égards (...).

✓ **Au sein de l'entreprise D**

« (...) l'arrivée de la SCR a fortement stimulé la rentabilité de l'entreprise. Son apport s'est fait ressentir. Elle a apporté son expertise dans divers domaines de la gestion, soutenu le développement en mettant son réseau relationnel à contribution (...) ».

5.2.3.2 La modulation de l'implication de la SCR dans la gestion de la PME

Choi (2012) affirme l'existence d'une modulation de l'implication de la SCR dans la gestion de la PME. Cet auteur montre à cet effet que l'implication de la SCR dans la gestion des PME situées en Afrique subsaharienne est plus forte que dans celles des PME situées en Afrique du Nord.

Bien que la totalité des PME interviewées soient situées en Afrique subsaharienne, les entrevues ont permis de relever l'existence d'une différence de degré d'implication de la SCR dans la gestion de ces PME.

En effet, les propos ci-après ont été recueillis auprès des promoteurs des différentes entreprises :

✓ **Auprès du promoteur de l'entreprise A**

« (...) la présence de la SCR n'est pas encombrante. La collaboration est excellente au sein du Conseil d'Administration (...) ».

✓ **Auprès du promoteur de l'entreprise B**

(...) nous n'avons pas eu de problème particulier à travailler avec la SCR. Elle respecte les règles de séparation. Elle a placé ses représentants dans le Conseil d'Administration, et les reporting prévus sont normalement faits (...) ».

✓ **Auprès du promoteur de l'entreprise C**

(...) Nous avons eu une relation souvent tumultueuse avec la SCR. Il y avait comme un manque de confiance. Très souvent, la SCR impose son choix et n'écoute pas.

Elle intervient beaucoup dans la gestion courante de l'entreprise (...) ».

✓ **Auprès de l'entreprise D**

« (...) Ce sont les SCR qui contrôlent la société. Elles détiennent la majorité des représentants au Conseil d'Administration. Nous gardons certes la Direction Générale, mais certains postes clés sont détenus par des personnes recrutées par la SCR. (...) Mais à l'arrivée tout cela est bien, car la rentabilité de l'entreprise a été améliorée depuis l'arrivée de la SCR. (...) ».

5.3 SYNTHÈSE DES RESULTATS

La synthèse des entrevues qui viennent d'être exposés permet de tirer des conclusions sur les différentes propositions de travail qui ont été formulées.

5.3.1 Relativement à la première proposition de travail selon laquelle : « La SCR a recours à des instruments de contrôle pour gouverner sa relation avec la PME »

L'exploitation des transcriptions des entretiens permet de dégager le tableau qui suit :

Tableau 4

Le recours aux instruments de contrôle pour gouverner la relation SCR-PME

	A	B	C	D
Financement par étape	Oui	Oui	Oui	Oui
Recours aux titres hybrides	Non	Non	Non	Non
Contrôle du Conseil d'Administration	Non	Non	Non	Oui
Mise en place du système d'information	Oui	Oui	Oui	Oui
Cash-flows	Oui	Oui	Oui	Oui
Droits de liquidation				

Les résultats ci-dessus indiquent que les mécanismes de contrôle conjecturés sont diversement mobilisés par la SCR dans le cadre de la gouvernance de la relation SCR-PME.

Ainsi, si la SCR a appliqué la technique du financement par étape et mis en place le système de contrôle interne dans toutes les quatre (04) entreprises retenues dans l'échantillon, il reste que sa position dans le Conseil d'Administration est variable, et qu'elle n'a jamais eu recours aux titres hybrides.

En effet, seul le Conseil d'Administration de l'entreprise D est contrôlé par la SCR. Cette position est cohérente avec les parts du capital qui se trouve entre leurs mains, qui consacrent un contrôle des SCR présentes dans le capital, avec un total de 60% des parts

détenues. Cependant, la présence de la SCR dans le Conseil d'Administration des trois (03) autres sociétés est relativement faible.

Cette faible position pourrait s'expliquer par le caractère essentiellement paternaliste des PME africaines, auquel s'ajoutent les difficultés de financement qu'a connu la SCR qui accompagne l'entreprise C. De fait, plusieurs études montrent que les promoteurs des PME africaines ont une faible propension à ouvrir leur capital aux financements qu'ils jugent capables de produire une perte de contrôle de leurs sociétés (UM et EKONNE, 2013).

S'agissant des titres hybrides, ils sont un produit de l'innovation financière qui n'est pas très développée en Afrique subsaharienne. Aussi aucune des quatre (04) entreprises étudiées n'a-t-elle émis ces titres qui sont pourtant utilisés sous d'autres cieux comme mécanisme de contrôle.

De ce qui précède, l'on déduit que l'étude permet de corroborer les travaux de (Stephany, 2002), Sahlman (1989), Almadi et Pfeilderer (1990) qui affirment le recours au financement par étape comme mécanisme de gouvernance de la relance SCR-PME. Il en est de même de ceux de Sweeting (1991), Mitchell, Reid et Terry (1995, 1997) qui postulent que la SCR se sert du système d'information de la PME comme moyen de contrôle.

En revanche, les conclusions de (Kaplan et Stromberg (2000), Bascha (2000, 2001), Cumming (2000a, 2000b, 2000c ...), Bascha et Walz (2001) qui soutiennent le recours aux titres hybrides dans le cadre de la gouvernance de la relation SCR-PME n'ont pas été corroborées par l'étude. En effet, du fait du faible niveau de développement de la finance en contexte africain, le recours à ces modes de financement y est plutôt rarissime.

Enfin, les thèses de Baker et Gompers (1999) qui soutiennent une prise de contrôle du Conseil d'Administration par la SCR n'ont été corroborées qu'en partie, étant donné que la SCR ne détenait pas la majorité du capital dans certaines des PME de l'échantillon.

5.3.2 Relativement à la deuxième proposition de recherche selon laquelle « La SCR gouverne la relation avec la PME au moyen de clauses contractuelles »

Sur ce point, l'exploitation des entrevues a permis d'obtenir les résultats résumés dans le tableau ci-dessous :

Tableau 5

Mise en œuvre des clauses contractuelles

	A	B	C	D
Présence des clauses contractuelles encadrant les cash-flows	Oui	Oui	Oui	Oui
Droit de liquidation	Oui	Oui	Oui	Oui

Ce tableau indique que dans chacune des quatre (04) entreprises étudiées, la SCR a introduit des clauses contractuelles encadrant l'utilisation des cash-flows dans le contrat qui le lie à la PME. De même, dans chaque cas, elle garde le droit de liquider sa position et sortir ainsi du capital de la PME. Toutefois, si dans le cas des entreprises A et C les entrevues ont révélé que la SCR a déjà manifesté son désir d'activer la clause de liquidation, ce n'est pas encore le cas dans les entreprises B et D dont la rentabilité semble meilleure.

Ces résultats attestent de ce que tant la présence de clauses contractuelles encadrant les cash-flows que celles prévoyant le droit de liquidation sont des mécanismes de gouvernance auxquels les SCR ont systématiquement eu recours dans le cadre de leur relation avec les PME de l'échantillon. Ce faisant, ils corroborent les résultats obtenus par Cornelli et Yosha, (1997) ainsi que ceux obtenus par Baker et Gompers (1999), Kaplan et Stromberg (2001) qui attestent respectivement du recours aux clauses contractuelles et au droit de liquidation comme mécanismes de gouvernance dans la relation SCR-PME.

Ces développements confirment la deuxième proposition de recherche.

5.3.3 Concernant la troisième proposition de recherche selon laquelle « La SCR mobilise des instruments cognitifs pour gouverner la relation avec la PME »

Les entrevues effectuées autour de cette proposition ont permis d'obtenir les résultats récapitulés dans le tableau suivant :

Tableau 6

La mobilisation des instruments cognitifs dans la relation SCR-PME

	A	B	C	D
Implication de la SCR dans la gestion de la PME	Oui	Oui	Oui	Oui
Niveau d'implication	Faible	Faible	Elevé	Elevé

Les résultats contenus dans le tableau qui précède montre que la SCR s'implique dans la gestion de chacune des PME de l'échantillon. Les entrevues révèlent que cette implication prend diverses formes.

Dans l'entreprise A elle se manifeste sous la forme d'une assistance en gestion dans le domaine de la gestion des ressources humaines, de la gestion de la production et du marketing. Elle apporte également sa signature auprès du banquier.

Au sein de l'entreprise B la SCR s'illustre particulièrement sur le plan marketing, grâce à l'apport de son réseau relationnel qui constitue une force de développement.

Dans l'entreprise C la SCR est intervenue de manière plus étroite. En particulier, elle a reconfiguré les politiques d'approvisionnement et marketing.

Pour sa part, l'entreprise D bénéficie de la présence en son sein du personnel recruté par la SCR.

Tout ce qui précède permet d'affirmer que le degré d'implication n'est pas le même dans chacune de ces entreprises, bien qu'elles soient toutes situées en Afrique subsaharienne. Faible dans les entreprises A et B elle est élevée dans les entreprises C et D.

Ce contraste suggère que la SCR module son implication dans la SCR en fonction de sa propre situation financière, de la performance de la PME et de sa position dans le capital. Ainsi elle est plus présente au sein de l'entreprise C qui est confrontée à des problèmes de

rentabilité et qu'elle a eue des difficultés à financer, et au sein de l'entreprise D dont elle contrôle la majorité du capital.

Bien que ces entreprises soient toutes situées en Afrique subsaharienne, ce résultat permet de corroborer, dans une certaine mesure, les travaux de Choi (2012) qui affirme l'existence d'une modulation du niveau de contrôle de la SCR, suivant le degré de risque perçu.

Les développements qui précèdent permettent de valider la troisième proposition de recherche.

En somme, sur les trois propositions de recherche qui ont été formulées, l'étude a permis d'en valider totalement deux, tandis qu'une des propositions ne l'a été que partiellement, en raison des spécificités contextuelles de la PME africaine.

Toutefois, au-delà des conclusions sus présentées, l'étude a permis d'apprécier la portée de la présence de la SCR au sein de la PME, à la fois au niveau de sa performance économique et de sa performance sociale.

6 DISCUSSION DES RESULTATS : LA CONTRIBUTION MITIGEE DE LA SCR A LA PERFORMANCE ECONOMIQUE ET SOCIALE DE LA PME

Si la SCR est une alternative au financement des PME innovantes ne pouvant ni accéder au financement bancaire ni émettre des titres sur un marché financier, il reste que son impact sur le fonctionnement des PME de l'échantillon demeure mitigé.

De fait, tant sur le plan de la performance (1) que du climat social (2), la présence de la SCR au sein de ces sociétés ne comporte pas que de bons points.

6.1 SCR ET PERFORMANCE ECONOMIQUE DES PME ETUDIEES

La présence de la SCR dans le capital des PME étudiées a eu un impact mitigé sur la performance de ces dernières. Ainsi, si les entreprises A, B et D ont vu leurs chiffres d'affaires et leur rentabilité s'améliorer à la suite de l'entrée de la SCR dans leur capital, il n'en a pas été de même pour l'entreprise C.

De fait, au sein de l'entreprise A, on a assisté à un accroissement de la productivité qui s'est traduit par l'augmentation des effectifs qui sont passés de 45 employés avant l'arrivée de la SCR il y'a huit (08) ans, à 118 employés aujourd'hui. Au sein de l'entreprise B, les ventes se sont accrues à plus de 3 500 000 USD, induisant une augmentation de la rentabilité, tandis que les effectifs sont passés de 450 à 550 salariés. Des performances similaires ont été enregistrées par l'entreprise D qui a vu son chiffre d'affaires et sa rentabilité augmenter simultanément.

En revanche, au sein de l'entreprise C, les performances enregistrées n'ont pas été à la hauteur des attentes. En effet, la relation entre la SCR et cette PME s'est soldée par des pertes financières, tant pour la PME que pour la SCR. Cette mauvaise performance financière s'est répercutée sur les effectifs de l'entreprise C qui sont passés de 24 salariés avant l'arrivée de la SCR à 22 salariés aujourd'hui.

Ces indicateurs de performance sont récapitulés dans le tableau ci-dessous, pour chacune des PME étudiées.

Tableau 7

Evolution des indicateurs de performance des PME depuis l'entrée de la SCR

	A	B	C	D
Augmentation du chiffre d'affaires	Oui	Oui	Oui	Oui
Augmentation de la rentabilité	Oui	Oui	Non	Oui
Augmentation des effectifs	Oui	Oui	Non	Oui
Evolution de la sécurité financière	Amélioration	Amélioration	Dégradation	Amélioration
Evolution du total du bilan	Augmentation	Stable	Augmentation	Baisse

Evolution de l'endettement	Augmentation	Diminution	Augmentation	Augmentation
----------------------------	--------------	------------	--------------	--------------

Les résultats ainsi récapitulés attestent de la portée mitigée de la présence de la SCR sur la performance des PME bénéficiaires de ses concours. Ainsi, si toutes les quatre (04) entreprises étudiées ont connu une augmentation de leurs chiffres d'affaires à la suite de l'entrée de la SCR dans leur capital, il n'en est pas de même pour en ce qui concerne les autres indicateurs de performance.

En effet, trois (03) PME sur les quatre (04) étudiées ont connu une augmentation de leur rentabilité et une amélioration consécutive de leur sécurité financière. En revanche, elles ne sont plus que deux (02) à avoir connu une augmentation du total de leurs bilans.

6.2 PRESENCE DE LA SCR ET CLIMAT SOCIAL AU SEIN DE LA PME

Les PME apprécient diversement l'implication de la SCR dans leur affaire. Pour certaines d'entre elles, la relation avec la PME est bien vécue, alors que pour d'autres, certains aspects de cette relation est source de tensions.

Ainsi, au sein de l'entreprise A, les rapports avec la SCR sont jugés bons. Le promoteur n'hésite d'ailleurs pas à qualifier de « cordiaux les échanges au sein du Conseil d'Administration ». Dans l'entreprise B, la quasi-totalité des variables de gestion de la relation avec la SCR son bien perçues (clauses encadrant l'utilisation des cash-flows, orientation données à l'équipe dirigeante par le Conseil d'Administration, suivi stratégique de l'entreprise par les chargés d'affaires, ...), et ne sont pas considérées comme source de difficulté.

Cependant, il n'en est pas de même des « restrictions imposées par les contrats ou conventions d'actionnaires », et sur la capacité de la SCR à comprendre les objectifs personnels de l'entrepreneur. En effet, les promoteurs de B considèrent ces aspects comme contribuant dans une large mesure à la naissance des difficultés rencontrées dans la relation avec la SCR.

Au sein de l'entreprise D, sur l'ensemble des modalités de suivi de la relation avec la SCR qui ont été mises en place, seules les restrictions imposées dans les contrats

d'actionnaires, la capacité de la SCR à comprendre ses objectifs et à s'adapter à ses besoins constituent une source de difficulté.

En revanche, les relations entre la SCR et l'entreprise C sont moins harmonieuses. Les promoteurs de cette entreprise considèrent en effet que la SCR n'est pas suffisamment à l'écoute et impose systématiquement ses choix. De même, ils considèrent que la prise de décision est allongée du fait de ces divergences.

Ces résultats sont synthétisés dans le tableau ci-dessous, qui donne la mesure dans laquelle certaines modalités de suivi de la relation entre la PME et la SCR sont source de difficulté :

Tableau 8
Relation SCR-PME et climat social

	A	B	C	D
Restrictions imposées dans les contrats et conventions d'actionnaires	Aucunement	Dans une très large mesure	aucunement	Dans une large mesure
Compréhension de l'objectif de l'entrepreneur	Aucunement	Dans une très large mesure	Dans une large mesure	aucunement
Compatibilité des objectifs de la SCR avec ceux de la PME	Aucunement	Aucunement	Dans une très large mesure	Dans une large mesure
Fonctionnement du Conseil d'Administration	Aucunement	Aucunement	Aucunement	aucunement
Distance géographique entre les bureaux de la SCR et la PME	Aucunement	Aucunement	aucunement	aucunement
Confiance entre les chargés d'affaire de la SCR et les Dirigeants de l'entreprise	Aucunement	Aucunement	aucunement	aucunement

CONCLUSION

Le financement d'une PME par une SCR entraîne des problèmes de gouvernance qu'il convient d'appréhender. Dans le cas des PME nord-américaines et européennes, cette relation a donné lieu à de nombreuses études, qui ont permis de mettre en évidence la diversité des mécanismes de gouvernance de la relation SCR-PME.

En Afrique, bien qu'ayant connu une forte expansion au cours des deux dernières décennies, la SCR reste peu connue, et la littérature permettant d'appréhender les modalités de gouvernance de la relation qui la lie à la PME demeure tout aussi pauvre.

Le propos de notre travail a été d'étudier la gouvernance de la relation SCR-PME, dans le cas des PME africaines.

Justifié par un souci de contextualiser les conclusions obtenues par des études effectuées sur les PME nord-américaines et européennes aux PME africaines, ce travail ambitionnait d'aider à mieux connaître les modalités de gestion de la relation entre la PME et la SCR dans un cadre autre que celui des firmes occidentales.

En effet, la PME africaine se démarque de ses consœurs occidentales en de nombreux points, dont la surface financière, l'importance de l'asymétrie informationnelle dont elle est l'objet et les pratiques managériales qui y ont cours.

De fait, ces PME sont très souvent créées par un promoteur solitaire, qui s'évertue à les financer par ses économies personnelles ou avec le concours d'un réseau de connaissance. Caractérisée par une asymétrie informationnelle prononcée et très souvent entretenue par leurs promoteurs, elles sont presque exclues des financements bancaires classiques et connaissent de ce fait, une situation financière précaire.

Dans le même ordre d'idées, les pratiques managériales qui y ont cours semblent atypiques, en comparaison à celles relevées dans les PME des pays développés. En clair, le promoteur de la PME africaine est très souvent un manager autocrate, au centre de son affaire dont il exerce fermement et jalousement le contrôle. Il entretient une opacité qui amplifie l'asymétrie informationnelle, soucieux qu'il est de s'enraciner dans son affaire et de la protéger de tout opportunisme susceptible d'être diligenté par un tiers.

Pour atteindre l'objectif sus visé, nous avons eu recours à une démarche hypothético-abductive qui a permis, sur la base de la littérature sur la relation SCR-PME, de formuler trois (03) propositions de travail, conjectures des modalités de gouvernance de la relation SCR-PME.

Empruntant à la démarche qualitative, la phase empirique de l'étude a consisté en une étude de cas sur la base d'un échantillon de quatre (04) PME africaines ayant bénéficié des financements du fonds d'investissement Nord-Américain ECP, qui a la particularité d'être dédié à l'Afrique.

Les données ont été collectées lors des entrevues téléphoniques réalisées auprès des promoteurs de ces PME, et traitées suivant la méthode de l'analyse de contenu. Un questionnaire auto-administré a également été transmis aux responsables de ces entreprises pour capter des données quantitatives relatives à l'évolution de leur performance à la suite de l'entrée de la SCR dans leur capital.

Au terme de cet exercice, il est apparu qu'aussi bien les mécanismes de contrôle que les clauses contractuelles et les instruments cognitifs sont mobilisés dans le cadre de la gouvernance de la relation entre ECP et les quatre (04) PME africaines étudiées, bien qu'avec de légères nuances, d'une entreprise à l'autre.

Ainsi, concernant le recours aux mécanismes de contrôle comme outil de gouvernance de la relation SCR-PME (première proposition de recherche), il a été établi que le financement par étape a systématiquement été appliqué par la SCR dans chacune de ces PME.

Toutefois, aucune de ces PME n'a eu recours aux titres hybrides, tandis que la prise de contrôle du Conseil d'Administration par la SCR n'a été observée que dans une des quatre entreprises, dont la SCR détenait la majorité du capital.

S'agissant de la mobilisation des mécanismes cognitifs dans le cadre de la gouvernance de la relation SCR-PME (deuxième proposition de recherche), il est apparu que la SCR intervient directement dans la gestion de chacune des quatre PME, et ce à travers diverses modalités qui vont des conseils de gestion à la mise à contribution de son réseau, en passant par l'apport de sa signature auprès des banquiers.

En ce qui concerne le recours aux clauses contractuelles comme mécanisme de gouvernance (troisième proposition de recherche), l'étude révèle qu'il a été systématiquement employé par la SCR, dans chacune des entreprises.

Ainsi, la SCR contrôle les cash-flows, soit à travers sa présence au Conseil d'Administration, qui lui permet de prendre part à l'adoption du budget, soit à travers un système de reporting étroit. De même, elle se réserve le droit de liquider sa position lorsqu'elle juge les circonstances favorables pour le faire.

Les résultats qui précèdent permettent d'affirmer que, d'une manière générale, les mécanismes de gouvernance de la relation SCR-PME, qui ont été identifiés par les travaux antérieurs, sont corroborés dans le cas des PME africaines. Les résultats ainsi obtenus nous semblent riches d'intérêt, à plus d'un titre.

En effet, d'une part, ils attestent de ce que, sur le terrain de la gouvernance de la relation SCR-PME, les mécanismes mis en place au sein des PME africaines ne divergent pas fondamentalement de ceux observés dans les PME nord-américaines ou européennes, en dépit des différences entre les unes et les autres.

Toutefois, il est frappant d'observer que les mécanismes de contrôle du système d'information mis en place par la SCR, autant que son niveau d'intervention dans la gestion des PME étudiées, traduisent un déficit de confiance de la SCR à l'endroit des responsables de la PME.

Un tel état de chose trouverait ses fondements dans l'importance de l'asymétrie informationnelle dont ces entreprises sont le siège, conjugué à l'absence de compétences pointues capables de prendre des décisions compatibles avec le niveau de risque auxquels leur environnement les expose.

Néanmoins, si les similitudes trouvées dans les mécanismes de gouvernance de la relation PME-SCR dans les PME africaines étudiées et celles des pays développés pourraient sembler surprenantes, au regard des différences fondamentales qui existent entre ces deux groupes d'entreprises, il reste qu'à l'analyse, elles pourraient s'expliquer par le fait que les quatre entreprises étudiées ont toutes bénéficié des financements d'une SCR nord-américaine, qui pourrait leur avoir appliqué certaines des conditionnalités et des pratiques managériales qui ont cours dans la partie du monde dont elle est originaire, dans le cadre des relations similaires.

D'autre part, l'étude montre que les PME ayant recours au SCR comme source de financement et compagnon dans leur phase d'expansion connaissent des fortunes diverses, en ce qui concerne leur performance et la qualité des rapports entre elles et la SCR.

Ainsi, si dans certains cas le partenariat SCR-PME apparaît comme créateur de valeur et harmonieux, dans d'autres cas, la présence de la SCR dans le capital de la PME ne suffit pas à en améliorer la performance financière et est mal vécue, en raison des tensions sociales qui en découlent.

Ces conclusions ont, dès lors, vocation à contribuer à mieux cerner les mécanismes de gouvernance de la relation entre une SCR et une PME située en Afrique. Ce faisant, elle permet de compléter la littérature existant sur la gestion des rapports SCR-PME, en général, et en Afrique, en particulier.

Mais l'étude a aussi permis d'identifier certains dysfonctionnements qui affectent la relation SCR-PME :

De fait, les entrevues ont révélé que des tensions pouvaient naître entre la PME et la SCR du fait d'un contrôle excessif exercé par la seconde sur les responsables de la première. De même, il est apparu que la SCR adopte souvent une attitude dirigiste, qui ne fait que très peu de cas de l'opinion des responsables de la PME, même lorsqu'elle a une connaissance insuffisante de l'environnement où évolue la SCR. Enfin, les mêmes entrevues font état de l'obnubilation de la SCR pour un rendement exponentiel et rapide, qui lui permettrait de récupérer sa mise à brève échéance pour la placer ailleurs.

Ces insuffisances appellent les recommandations suivantes, qui sont formulées à l'intention des SCR intervenant en Afrique :

- ✓ accorder davantage de considération au promoteur des PME, en les écoutant et en explorant avec qu'eux les pistes les plus mutuellement avantageuses. En effet, pour avoir créé leur affaire et avoir vécu en immersion dans leur environnement, ces derniers détiennent de précieuses informations dont la bonne exploitation permettrait de rendre la relation SCR-PME plus performante ;
- ✓ se projeter avec les PME dans une véritable relation d'affaire qui soit portée vers un développement durable à bénéfice réciproque ;
- ✓ établir des règles de contrôle qui devront être appliquées et vérifiées, mais accorder plus d'autonomie et de responsabilité aux promoteurs de la PME, pour susciter une plus grande implication de leur part.

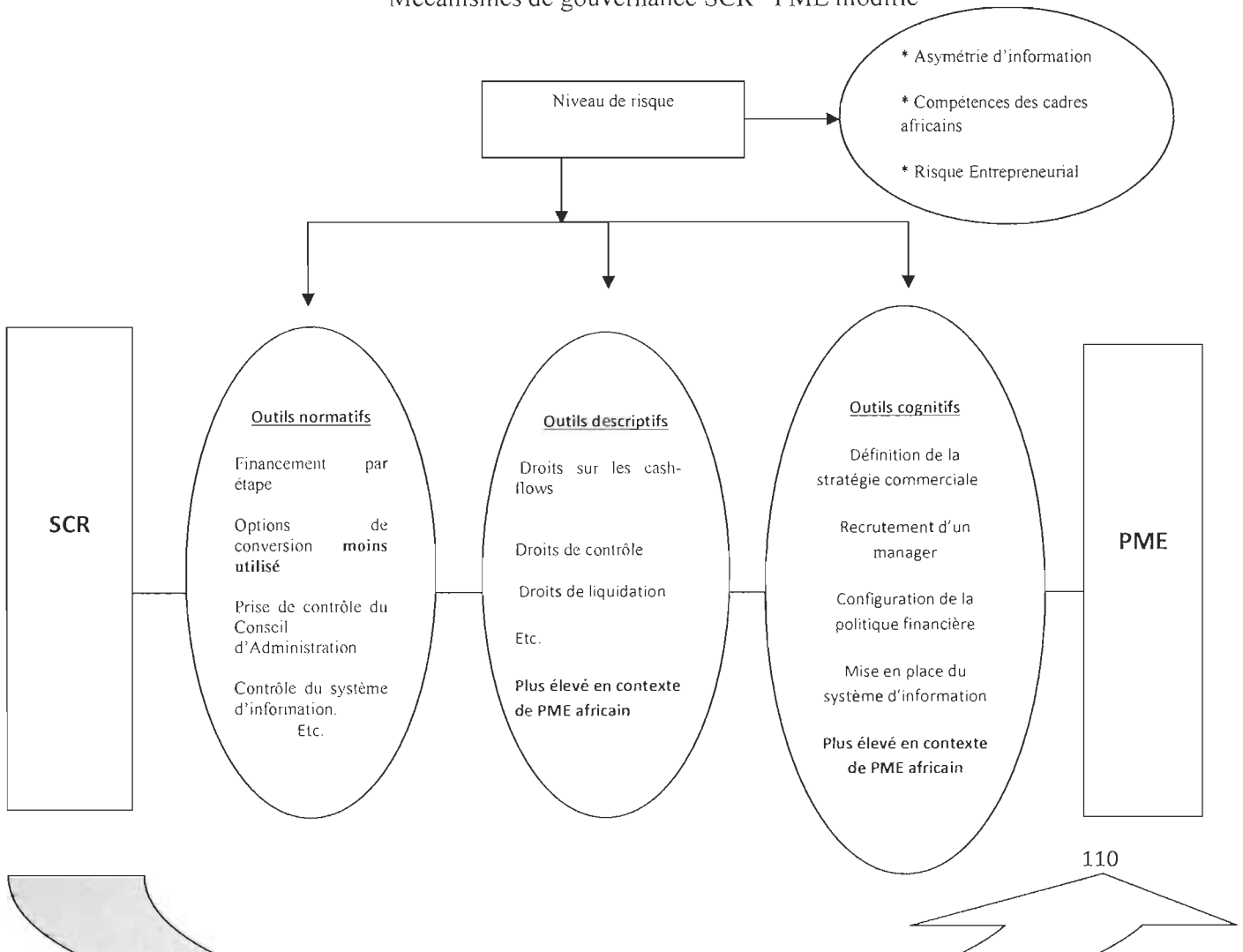
Au-delà de ce qui précède, il conviendrait d'observer que l'étude présente la particularité de s'intéresser à la relation SCR-PME en aval, c'est-à-dire, lorsque celle-ci a déjà été établie. En cela, elle se consacre à l'analyse des mécanismes de gouvernance de ladite relation, tout en occultant la phase d'amont, qui permettrait de cerner la démarche de sélection d'une PME parmi plusieurs.

En effet, en Afrique, les difficultés d'accès au financement constituent la principale préoccupation des PME et le premier goulot d'étranglement de leur croissance. L'arrivée des SCR sur ce continent constitue une opportunité que seules les PME présentant un profil compatible avec leurs politiques de financement. Aussi serait-il intéressant de les y aider en identifiant les principaux déterminants de la politique de financement mobilisée par les SCR. Une étude ultérieure pourrait opportunément s'y pencher.

Le schéma ci-dessous tiré du cadre conceptuel initial est une adaptation des mécanismes de gouvernance SCR-PME africain.

Figure 3

Mécanismes de gouvernance SCR –PME modifié



RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Admati A.R. et Pfleiderer P. (1994) – « Robust financial contracting and the role of venture capitalists » - *The Journal of Finance*, vol 49, pp 371-402.
- Afic et Barbier Frinault et associés, 2002, *Rapport sur la performance du capital investissement en France 2001*.
- Afic et Cooper et Lybrand, 1998, *Etude sur l'impact économique du capital-risque en France*.
- Afic, Constantin et Associés et L.E.K. Consulting, 2004, *LBO et développement de l'entreprise en France*.
- Afplane, 1991, *Management stratégique des PME-PMI Guide méthodologique*, Paris : Economica, coll.
- Akerlof, G (1970), The market for lemons: Quality uncertainty and market mechanism, *quarterly journal of economics*
- Amit R., Glisten L. et Muller E. (1990) –« Entrepreneurial ability, venture investments and risk sharing » - *Management science*, vol : 36, N° 10, pp 1232-1267.
- Association Française pour l'investissement dans la croissance (AFIC) (2011), livre blanc, P.10
- Baker M. et Gompers P. (1999a) –“An Analysis of Compensation, Ownership, and Control in Closely Held Firms” - Working Paper Harvard Business School.
- Baker M. et Gompers P. (1999b) –« *The Determinants of Board Structure and Function in Entrepreneurial Firm* » - Working Paper Harvard Business School
- Banque des Etats de l'Afrique Centrale (2009, 2010, 2011), *Rapports annuels sur l'économie de la sous-région, Yaoundé*
- Barney J.B., Busenitz L.W. et Moesel D. D., Fiet J.O., 1994, « The Relationship between Venture Capital and Managers in new firms: determinants of contractual covenants », *Managerial Finance*, vol.20.
- Battini, P., 2000, *Capital Risque : mode d'emploi*, Paris : Editions d'Organisation, 2ème éd, 269p.
- Bekolo-Ebe, B. (1996). Contrats, agence et tontines: une application de la théorie des contrats à l'analyse des tontines camerounaises. *Mondes en développement*, 24, 29-38.
- Bernouilli D, (1738) “Specimentheoriaenovae de mensurasortis” in *Commentarii Academiae Scientiarum Imperialis Petropolitanae* 5(1738).

- Certhoux, G. et Emmanuel Z., (2007), *accompagnement et gouvernance : vers une nouvelle dynamique de l'actionnariat en situation entrepreneuriale ?*
- Charreaux G., 1996, « Pour une véritable théorie de la latitude managériale et du gouvernement des entreprises », *Revue Française de Gestion*, n°111 spécial « Le métier de dirigeant », novembre-décembre, pp.50-64.
- Charreaux G., 1997, *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, Théories et faits*, éd. Economica, coll. Recherche en gestion, 540p.
- Charreaux G. (2001) « Variations sur le thème : A la recherche de nouvelles fondations pour la finance d'entreprise », *Communication au colloque de l'AFFI*, Paris, 07 décembre 2001.
- Charreaux, G. (2002). Quelle théorie pour la gouvernance? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive, Université de Bourgogne-Leg (laboratoire d'économie et de gestion)/FARGO (Research center in Finance, organizational architecture and governance).
- Charreaux G. (2002b) « Au-delà de l'approche juridico-financière: le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance », *Cahiers du FARGO*, Latec, Université de Bourgogne
- Charreaux G., 2002b, « Variation sur le thème la gouvernance d'entreprise », *Revue Finance, Contrôle, Stratégie*, vol.5, n°3, p.5-68.
- Charreaux, G., 2003, « Le gouvernement d'entreprise », in *Encyclopédie des ressources humaines*
- Choi, J (2012), *Perspectives du capital risque en Afrique*, EMPEA, PP.4 et 5
Commission Bancaire de l'Afrique Centrale (2011), *rapport sur l'activité bancaire dans la sous-région*
- De La Bruslerie, H (2002), *endettement et niveau de contrôle*
- De La Bruslerie, H. (2004). "*Actionnaires contrôlants, bénéfices privés et endettement.*" document de travail, Université Paris I.
- Elango B., Fried V., Hisrich R. et Polonchek A. (1995) —« How venture capital firms differ » - *Journal of Business Venturing* vol: 10, pp 157-179.
- EmergingMarketPrivateEquity Association (EMPEA) (2011), *le capital risque en Afrique cité par CHOI J (2012) dans les perspectives du capital risque en Afrique (EMPEA)*
- Emmanuel Cotton (2004), *la SCR, caractéristiques juridiques et fiscales*,
- EricStephany, *la relation capital-risque/PME, fondement et pratique*, de boeck, Paris.
- Etats Unis d'Amérique, Gouvernement Fédéral (1958) Small Business Investment Act.

Etats Unis d'Amérique, Gouvernement Fédéral, Sarbane-Oxley Act.

Falconer, M., Reid, G. et Terry, N., 1997, « Venture capital supply and accounting information system development », *Entrepreneurship Theory and Practice*, Waco, été, vol. 21, n° 4, pp. 45-63.

Fama E. et Jensen M. (1983) –« Separation and ownership and control » - *Journal of Law and Economics*, vol 26, pp 301-325.

Fernandez Jardon C.M. et Martinez Cobas X. (1998) –« Effets indirects des sociétés de capital de risque dans les P.M.E » - Congrès International de la P.M.E. – Metz

Fonds Monétaire International (2002), *les économies en voie de développement*

France Angels (2004) : Enquête Business Angels 2003 réalisée auprès de 116 Business Angels pour France Angels, avec le soutien de la CDC PME, disponible sur franceangels.org, 33 p.

Francis Tabourin (1990), *le capital risqué en France: Principes et bilan, cahier de recherche n°8901, Université Paris-Dauphine*

Gomez P.-Y. et Marion G., 1997, « Introduction - Dossier : La théorie des conventions en pratique », *Revue Française de Gestion*, n°112, janvier-février, pp.60-63.

Gompers, P., 1995, « Optimal Investment, Monitoring and the staging of Venture Capital », *The Journal of Finance*, vol.1, n°5, pp.1461-1489.

Gorman, M. et Sahlman, W., 1989, « What do venture capitalists do? », *Journal of Business Venturing*, New York, vol.4, n°4, juillet, pp.231-249.

Gouvernement de la République de Côte d'Ivoire (2012), *Investir en Côte d'Ivoire*.

Gouvernement de la République de Côte d'Ivoire, *Document stratégique pour la Croissance*.

Gouvernement de la République Démocratique du Congo, *Document stratégique pour la croissance et l'émergence économiques*.

Gouvernement de la République du Cameroun (2009), *Document de Stratégie pour la Croissance et l'Emploi*

Grawitz, M (2001), *Méthodes des Sciences Sociales*, Dalloz, Paris, P. 354

Holmstrom, B. et S. N. Kaplan (2003). "The state of US corporate governance: what's right and what's wrong?" *Journal of Applied Corporate Finance* 15(3): 8-20.

Institut National de la Statistique du Cameroun (2010), *Recensement Général des Entreprises*.

ISO (2012), Guide 73, *Vocabulaire de management des risques*

- Jensen M.C. et Meckling W.H., 1976, « Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, 3 octobre, vol.11, pp.78-133.
- Joseph, A. (1998), Quels moyens mettre en œuvre pour faciliter l'accès des entreprises au crédit bancaire ? Le cas du Cameroun, document de travail
- Julien P.-A. (Sous la dir. de), 1997, *Les PME bilan et perspectives*, GREPME, Paris : Economica, 2ème éd., Connaissance de la Gestion, 364p.
- Kaplan, S.N. et Stromberg, P., 2001, « Venture Capital as Principals: Contracting, Screening and Monitoring », *American Economic Review*, vol.91, n°2, mai, pp.426-430.
- Kauffman, C. (2005). Le financement des PME en Afrique, OECD Publishing.
- Keynes, J M (1936), *la théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*,
- Knight, F H (1921), " *profit, risk and uncertainty, quaterly journal of economics* ", P. 233, cite par DIEMER A (2013), *Cours de théorie du risqué et de l'incertain, Université Blaise Pascal*
- Knight, F. H. (1921). "*Uncertainty and profit.*" *Keynes, " The general theory of employment.*
- Koumbou, L. (2006) La Revue des Sciences de Gestion 2006/3 (n°219), L'influence du pouvoir du dirigeant sur la structure de l'entreprise : Une étude à partir des entreprises camerounaises, la Revue des Sciences de Gestion 2006/3, n°219
- LatrousImen (2006), *Actionnaires de contrôle, bénéfices privés et endettement des entreprises: étude empirique sur le marché français, thèse de doctorat, université de ParisX, panthéon, 808 P.*
- Lchian A.A.et Demsetz G., 1972, Production, Information Costs and Economic Organization", *American Economic Review*, vol.62, n°5, pp.777-795.
- Lebret, H. (2007). *Start-up: What we may still learn from Silicon Valley, Createspace.*
- M, Jensen et Meckling (1976), Theory of firm: *Managerial behavior, agency costs and ownership structure, journal of financial economics*, Vol 3, n°4.
- Macmillan I.C., Kulow J. et Khoylan D. (1989) –« Venture Capitalists Involvement in their Investments: Extent and Performance » - *Journal of Business Venturing*, vol 4, pp 27-47.
- Markowitz, H. (1952). "*Portfolio selection**." *The journal of finance* 7(1): 77-91.
- Mayoukou, C. (2000), la microfinance en Afrique centrale : état des lieux et perspectives en Afrique centrale, Colloque du CEDIMES, Rouen.
- Milgrom, Paul et John Roberts, « Limit Pricing and Entry Under Incomplete Information: An Equilibrium Analysis », *Econometrica*, Econometrica, Vol. 50, No. 2, vol. 50, n° 2, 1982.

- Ministère camerounais de l'Économie et des Finances (2009), *deuxième enquête sur la consommation des ménages au Cameroun (ECAM)*.
- Mitchell F., Reid G. et Terry N. (1995) –« Post Investment Demand for Accounting Information by Venture Capitalists » - *Accounting and Business Research*, vol 25, N°99, pp186- 195.
- Ngokevina, J. F. et Kombou, L. (2006). L'influence du pouvoir du dirigeant sur la structure de l'entreprise. *La Revue des Sciences de Gestion*, (3), 89-98.
- OCDE (2004), *les PME en Afrique Subsaharienne, Repères, 4^{ème} édition, P.23*
- OCDE-BAD (2005), *Etude sur les PME africaines*.
- OHADA (1997), *Acte Uniforme portant harmonisation du Droit des Sociétés commerciales et du Groupement d'Intérêt Economique*
- Paoli Gagin V. et de Lalande V. (2000) –« *Le capital risque : acteurs, pratiques et outils* » - Gualino Editeur – Collection actua – entreprise.
- Paulre, B. (2002), « *le capital-risque aux Etats Unis* » P. 7
- Pouget, J., Stephany, E., 2002, « Gouvernance de la relation capital-risqueur – entrepreneur », Vie Congrès International Francophone de la PME, HEC Montréal.
- Portail de l'Organisation pour l'Harmonisation en Afrique du Droit des Affaires (OHADA): www.ohada.com
- Ross S.A. (1973), « The economic theory of agency: the principals problem », *American Economic Review*, Vol. 63, n°2, pp. 134-139.
- République Française, Décret n° 2008-1354 d'application de l'article 51 de la Loi de modernisation de l'économie
- République du Cameroun Loi n° 2010-001 du 13 avril 2010 portant promotion des PME
- République du Cameroun, Circulaire n° MINFI/SG/DGI/CL/0034 portant organisation des services fiscaux déconcentrés
- République du Cameroun, Décret n°xxxxxx, portant création de la Banque des Petites et Moyennes Entreprises
- République française, Loi du 11 Juillet 1985 portant organisation des sociétés de capital-risque.
- République française Loi 2000-1352 du 30/12/2000 organisant l'activité de capital-risque.

- République française Loi du 11 Juillet 1972 portant création des sociétés d'innovation financière.
- République du Togo, Loi Uniforme 2009-23 du 14 octobre 2009 relative aux entreprises de capital fixe.
- Salhman W.A. (1990), « The structure and governance of venture-capital organizations », *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, pp. 473-521.
- Salhman W.A. (1994a), « Aspects of financial contracting in venture capital », *Journal of applied corporate finance*, Vol. 7, pp. 23-36.
- Salhman W.A. (1994b), « Insights from venture capital model of project governance », *Business Economics*, Vol. 29, Issue 3, pp 35-38.
- Sapienza H. (1992) –« When do venture capitalists add value? » - *Journal of Business venturing*, vol 7, N°1.
- Sapienza H., J.et Gupta A. K., 1994, « Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist chief executive officer (VC-CEO) interaction », *Academy of Management Journal*, Mississippi State, vol.37, n°6, décembre, pp.1618-1638.
- Sapienza H., Manigart S. etVermeir W., 1995, « A comparison of venture capitalist governance and value-added in the U.S. and Western Europe », *Academy of Management Journal*, Best Papers Proceedings 1995, Mississippi State, pp.105-115.
- Sapienza H.J., S. Manigart et W. Vermeir (1995) – « A comparison of venture capitalist governance and value –added in the US and western Europe » - *Academy of Management Journal* – pp105-109.
- Sapienza H. etKorsgaard M.A. (1996) –« Procedural justice in entrepreneur –investor relations » - *Academy of management Journal*, vol 39, N°3, pp 544-574.
- Sapienza, H., Allen, A. etManigart, S., 1994, «The level and nature of venture capitalist involvement in their portfolio companies: a study of three European countries », *Managerial Finance*, vol. 20, n°1, pp.3-17.
- Sapienza, H., Manigart, S. etVermeir, W., 1996, « Venture capitalist governance and value-added in four countries », *Journal of Business Venturing*, New York, vol.11, n°6, novembre, pp.439-470.
- Schleifer A.etVishny R.W, 1989, « Management entrenchment: the case of managers specific investments », *Journal of Financial Economics*, n°25, pp.123-139.
- Sheperd D., Zacharakis A. (2001), « The venture capitalist-entrepreneur relationship: control, trust and confidence in co-operative behaviour », *Venture Capital*, Vol. 3, n°2, pp. 129-149.

Site officiel de l'Institut National de la Statistique camerounaise. Consulté le 26 mai 2013, tiré de <http://www.statistics-cameroon.org>

Site officiel de l'IRSN. Consulté le 12 Avril 2013, tiré de <http://www.irsrn.fr>
Site officiel du Ministère canadien des Travaux Publics et des Services Gouvernementaux (TPSG). Consulté le 11 novembre 2013, tiré de <http://www.tpsgc-pwgsc.gc.ca/comm/index-fra.html>

Site officiel de l'OCDE. Consulté les 4, 6 et 16 janvier 2013, tiré de www.ocde.org

Statistique Canada (2005), *Enquête sur la dynamique du travail et du revenu*. Consulté le 7 février 2013, tiré de http://www23.statcan.gc.ca/imdb/p2SV_f.pl?Function=getSurvey&SurvId=3889&SurvVer=1&Instald=15506&InstaVer=9&SDDS=3889&lang=fr&db=imdb&adm=8&dis=2

Stephany E., 1994, « Contribution à l'étude de la liaison structure du capital, relation d'agence et performance financière : le cas des PME familiales d'Aquitaine financées par capital-risque développement », Thèse de doctorat, Université de Bordeaux I.

Stephany, E., 1998, « Analyse de l'impact d'un financement par capital-risque sur l'organisation et le management de la PME », dans TORRES O. (sous la direction de), *PME De Nouvelles Approches*, Paris : Economica, coll. Recherche en Gestion, pp.105-120.

Stephany, E., 2003, *La relation capital-risque/PME*, Bruxelles : De Boeck, coll. Comptabilité, contrôle et finance.

Stevenot, A (2005), La gouvernance des entreprises financées par capital-investissement : d'une approche juridico-financière à une approche cognitive, Conférence Internationale de Management Stratégique, Angers.

Stevenot-Guery, A. et L. Guéry (2006). L'influence des capitaux investisseurs sur la gestion des ressources humaines des entreprises financées: dimensions, enjeux et limites, université de bourgogne-leg (laboratoire d'économie et de gestion)/Fargo (research center in finance, organizational architecture and governance).

Stiglitz, J. E. et Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410.

St-Pierre, J. (2004). *La gestion du risque : comment améliorer le financement des PME et faciliter leur développement*. Sainte-Foy, QC, Canada : Presse de l'Université du Québec

Sweeting R. (1991) –« Early Stage New Technology-Based Businesses: Interactions with Venture Capitalists and the development of Accounting Techniques and Procedures » - *British Accounting Review*, vol 23, pp 3-21.

Sweeting R.C. et Wong C. (1997) –« A UK Hands off Venture capital firm and the handling

of post investment investor investee relationship » - *Journal of management studies*,
janvier, vol 34, pp 125-152

Thiétart R. A. et coll., 1999, *Méthodes de Recherche en Management*, Paris : Dunod.

Um-Gwem, MT et E. A. Ekonke (2013), Facteurs d'éligibilité des Très Petites Entreprises (TPE) au crédit des Etablissements de Microfinance (EMF) au Cameroun : Une étude exploratoire

Vernimmen, P (2002), *Finance d'Entreprise*, Dalloz P. 345.

Williamson O. E., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New-York, Free Press, 1975.

Wirtz P., 2002, *Politique de Financement et Gouvernement d'Entreprise*, Paris : Economica, coll. Recherche en Gestion, 254p.

www.start-up.com « Le livre de la start-up », juin 2013 Consulté le 14 octobre 2013, tiré de <http://www.startup-book.com/fr/2013/06/>

GUIDE D'ENTREVUE

Dans le cadre du programme de formation en Maîtrise en Administration des Affaires (MBA 3665 gestion des PME) de l'Université du Québec à trois rivières, nous sommes appelés à rédiger un mémoire en contribution partielle à l'obtention dudit MBA.

Dans le cadre de cette étude, nous nous intéressons à la gouvernance de la relation entre la société de capital-risque et la PME, dans le contexte particulier des PME africaine.

Ayant opté pour une démarche qualitative par étude de cas sur un échantillon d'entreprises du portefeuille ECP dont relève votre entreprise, nous sollicitons votre collaboration pour obtenir certaines informations sur votre entreprise, à cette fin.

Nous vous garantissons que les informations collectées dans le cadre du présent entretien ne serviront pas à quelque but autre que la recherche.

Si vous en avez convenance, cette entrevue portera sur les points ci-après, dans l'ordre qui suit :

1. la prise de connaissance de votre entreprise et de ses relations avec la société de capital-risque ;
2. la mise en œuvre des mécanismes de contrôle dans le cadre de la relation entre votre entreprise et la SCR qui l'accompagne ;
3. les clauses contractuelles dans le cadre de la relation avec la SCR ;
4. le rôle des instruments cognitifs dans le cadre de la relation entre votre entreprise et la SCR qui l'accompagne ;
5. l'évaluation de l'apport de la SCR à la performance de la PME ;
6. Evaluation de climat de travail avec la SCR

1. PRISE DE CONNAISSANCE DE L'ENTREPRISE ET RELATION AVEC LA SCR

Afin de nous permettre de prendre connaissance de votre entreprise et de ses relations avec les sociétés de capital-risque avec lesquelles elle est en affaire, pouvez-vous nous entretenir sur les points suivants :

- 1.1. Présentation de l'entreprise
- 1.2. Historique de la relation entre l'entreprise et la SCR
- 1.3. Motivation du recours à la SCR comme accompagnateur

2. LES MECANISMES DE CONTRÔLE DANS LA GOUVERNANCE DE LA RELATION SCR-PME

La littérature affirme que les SCR ont recours à divers mécanismes de contrôle dans le cadre de la relation avec la PME. Il s'agit notamment du financement par étape, des titres hybrides et du contrôle du Conseil d'Administration.

Pouvez-vous nous entretenir sur chacun de ces points en ce qui concerne les relations entre votre PME et la SCR qui l'accompagne ?

- 1.1. Le recours au financement par étape
- 1.2. La présence des titres hybrides dans le capital de la PME
- 1.3. La présence de la SCR dans le Conseil d'Administration de la PME

3. LES CLAUSES CONTRACTUELLES ENTRE LA SCR ET LA PME

Selon plusieurs auteurs, la SCR introduit dans le contrat qui la lie à la SCR diverses clauses permettant de réguler la relation avec elle. Qu'en est-il des points ci-après en ce qui votre entreprise ?

- 1.1. Les mécanismes de contrôle des cash-flows mis en place
- 1.2. L'utilisation du droit de liquidation par la SCR

4. LA PRESENCE DES PRATIQUES COGNITIVES DANS LA RELATION SCR-PME

Dans le même ordre d'idées, plusieurs études attestent de ce que la SCR met ses connaissances à contribution dans le cadre de sa relation avec la PME. Dans votre cas, qu'en est-il de chacun des points ci-après ?

- 1.1. L'implication de la SCR dans la gestion de la PME
- 1.2. La modulation de l'implication de la SCR dans la gestion de la PME

5. EVALUATION DE L'APPORT DE LA SCR A LA PERFORMANCE DE LA PME

Comment pouvez-vous évaluer l'apport de la SCR à la performance de votre entreprise et la SCR ?

6. EVALUATION DE LA COLLABORATION AVEC LA SCR

Que pouvez-vous dire de la collaboration avec la SCR ?



21 novembre 2013

Objet : Enquête sur la perception des entrepreneurs ou dirigeants de PME africaines à l'égard des contributions non financières des sociétés de capital de risque

Madame, Monsieur

Le financement des entreprises est un sujet très important pour l'ensemble des acteurs économiques d'un pays et une préoccupation constante pour bon nombre de chefs de PME. Les sociétés de capital de risque (SCR) constituent l'une des sources de financement des PME dont la principale caractéristique est le partenariat actif qu'elles offrent aux entreprises financées. L'enquête que nous menons présentement vise à mieux comprendre ce partenariat et les retombées non financières que procure la SCR aux PME, aux entrepreneurs et à la prospérité économique de la région.

Cette enquête s'adresse principalement aux entrepreneurs ou propriétaires dirigeants de PME africaines ayant reçu du capital de risque. Son objectif est d'établir les attentes et la satisfaction des propriétaires ou dirigeants des PME financées par du capital de risque à l'égard des contributions autres que financières offertes (et exigées) par les SCR. Sa finalité est de proposer éventuellement des améliorations à la relation entre le milieu entrepreneurial et celui du financement des PME.

Pour ce faire, nous avons préparé un questionnaire qui comporte quatre sections. Nous serions reconnaissants que vous puissiez le compléter d'ici le 15 décembre 2013. Il est important de répondre à toutes les questions au meilleur de vos connaissances. Par contre, des réponses approximatives nous seront plus utiles qu'une absence de réponse. Les instructions sont fournies tout au long du questionnaire et, surtout, si vous avez besoin d'informations ou d'aide pour répondre à certaines questions, n'hésitez pas à nous contacter.

Cette enquête est assujettie aux règles d'éthique en recherche scientifique. À cet effet, soyez assurés de la confidentialité de vos données ainsi que du respect le plus strict de l'anonymat des répondants. Nous vous remercions à l'avance de votre précieuse collaboration qui constitue une contribution essentielle à la qualité de la recherche scientifique.

Veuillez accepter nos salutations distinguées

Dr. Théophile Serge Nomo
Expert-Comptable (CPA, CGA)
Professeur agrégé de finance
Directeur du programme MBA
Département des sciences de la gestion
Université du Québec à Trois-rivières
☎ 819-376-5011, poste 4049
✉ theophileserge.nomo@uqtr.ca

3351, boul. des Forges, C.P. 500
Trois-Rivières (Québec) G9A 5H7 CANADA

Téléphone 819 376-5011

uqtr.ca

© 2013

No d'entreprise : _____

RELATION SCR ET PME

- Depuis son ouverture, est-ce que votre entreprise a fait affaires avec plus d'une société de capital de risque (SCR) ?
 Oui
 Non
- Veuillez indiquer le pourcentage (%) du capital-actions détenu par la ou les SCR avec qui vous faites affaires (si votre entreprise ne fait plus affaires avec une SCR, basez-vous sur votre dernière relation).

	Présentement (ou à la fin de la relation)	Au début de la relation d'affaires avec la SCR
Quel pourcentage de votre capital-actions est possédé par la SCR qui détient la participation la plus élevée?	___%	___%
Si vous êtes financés par plusieurs SCR, quel pourcentage de votre capital-actions est détenu par les autres SCR?	___%	___%

- Indiquez le type de SCR qui a octroyé du financement à votre entreprise à un moment ou un autre (cochez plus d'une case au besoin).

<i>SCR privée indépendante</i>	<input type="checkbox"/>
<i>SCR filiale d'institutions financières et de grandes sociétés industrielles</i>	<input type="checkbox"/>
<i>SCR appartenant aux fonds de travailleurs</i>	<input type="checkbox"/>
<i>SCR d'état ou financée par les fonds publics (détenue/financée par les fonds gouvernementaux ou de l'état)</i>	<input type="checkbox"/>
<i>SCR institutionnelle ou de fonds financés par les fonds de pensions, des compagnies d'assurance, des fondations</i>	<input type="checkbox"/>
<i>Autres (précisez) :</i>	<input type="checkbox"/>

- Pour chacune des raisons suivantes, indiquez leur degré d'importance quant à votre décision de solliciter du financement auprès d'une société de capital de risque :

	Importance de la raison				
	faible		élevée		
<i>Parce que les conditions de financement étaient attrayantes</i>	①	②	③	④	⑤
<i>Pour diversifier nos sources de financement</i>	①	②	③	④	⑤
<i>Pour bénéficier de leur expertise, conseil, soutien et réseau</i>	①	②	③	④	⑤
<i>Pour financer nos besoins en fonds de roulement</i>	①	②	③	④	⑤
<i>Pour financer nos besoins de développement</i>	①	②	③	④	⑤
<i>Parce que le financement bancaire était inaccessible</i>	①	②	③	④	⑤
<i>Autre (précisez) :</i>	①	②	③	④	⑤

N.B. : Pour la suite des questions, bien vouloir répondre en vous référant uniquement à votre relation avec la SCR qui détient la participation la plus élevée dans le capital-actions de votre entreprise (si votre entreprise ne fait plus affaires avec une SCR, basez-vous sur votre dernière relation).

5. Indiquez la répartition des différents types de financement obtenus de la SCR (notez que le total de chaque colonne doit donner 100%)

	Exemple	Présentement (ou à la fin de la relation)	Au début de votre relation
Actions ordinaires	90 %	%	%
Actions privilégiées non votantes	5 %	%	%
Actions privilégiées votantes et participantes	%	%	%
Prêts ou débentures convertibles	5 %	%	%
Autres types de prêts (précisez) :	%	%	%
Total	100 %	100 %	100 %

6. Comment considérez-vous la qualité de vos relations avec le ou les chargés d'affaires ou représentants de la SCR ?

	Très mauvaise			Excellente	
<i>Présentement (ou à la fin de la relation)</i>	<input type="radio"/> 1	<input type="radio"/> 2	<input type="radio"/> 3	<input type="radio"/> 4	<input type="radio"/> 5
<i>Au début de la relation</i>	<input type="radio"/> 1	<input type="radio"/> 2	<input type="radio"/> 3	<input type="radio"/> 4	<input type="radio"/> 5

7. Comment percevez-vous la confiance que vous accordez le ou les chargés d'affaires de la SCR ?

	Très mauvaise			Excellente	
<i>Présentement (ou à la fin de la relation)</i>	<input type="radio"/> 1	<input type="radio"/> 2	<input type="radio"/> 3	<input type="radio"/> 4	<input type="radio"/> 5
<i>Au début de la relation</i>	<input type="radio"/> 1	<input type="radio"/> 2	<input type="radio"/> 3	<input type="radio"/> 4	<input type="radio"/> 5

8. Comment considérez-vous la confiance que vous accordez au(x) chargé(s) d'affaires de la SCR ?

	Très mauvaise			Excellente	
<i>Présentement (ou à la fin de la relation)</i>	<input type="radio"/> 1	<input type="radio"/> 2	<input type="radio"/> 3	<input type="radio"/> 4	<input type="radio"/> 5
<i>Au début de la relation</i>	<input type="radio"/> 1	<input type="radio"/> 2	<input type="radio"/> 3	<input type="radio"/> 4	<input type="radio"/> 5

9. Pour chacun des énoncés suivants, indiquez dans quelle mesure il constitue un «irritant» ou une «difficulté» dans votre relation avec la SCR retenue :

	Ne s'applique pas	Aucunement			Dans une très large mesure	
		①	②	③	④	⑤
<i>Les restrictions imposées dans les contrats ou conventions d'actionnaires</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>La SCR inclut dans son contrat d'actionnaires des clauses encadrant l'utilisation des cash-flows ou flux de trésorerie</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>La SCR met en place un financement par étape</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Les connaissances de l'activité de l'entreprise par les chargés d'affaires de la SCR</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Les orientations données à l'équipe de direction par le conseil d'administration</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>La capacité de la SCR à répondre aux nouveaux besoins de financement</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Le temps consacré par les chargés d'affaires de la SCR au suivi de l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Le suivi stratégique de l'entreprise par les chargés d'affaires de la SCR (aide à la formulation et à la mise en oeuvre de la stratégie)</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>La qualité de la communication avec les chargés d'affaires de la SCR</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>La confiance entre les chargés d'affaires de la SCR et les dirigeants de l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Le fonctionnement du conseil d'administration</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>La présence de la SCR dans la gestion quotidienne de l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>L'efficacité des activités de veille informationnelle et stratégique par les chargés d'affaires de la SCR</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>L'atteinte des objectifs établis dans le plan d'affaires</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>La compatibilité des objectifs de la SCR et ceux de l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>La qualité et l'étendue du réseau de contact de la SCR mis à la disposition de l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Le conflit d'objectifs entre la ou les SCR présentes dans le capital de votre entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>La distance géographique entre les bureaux de la SCR et l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>La compréhension des objectifs personnels d'un entrepreneur</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>La personnalisation du suivi accordé à l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Autre (précisez) :</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤

10. Est-ce que la SCR a joué un rôle permettant à l'entreprise :

	Ne s'applique pas	Oui	Non
<i>d'améliorer ses compétences en développement de marché ou de produits</i>	<input type="radio"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<i>d'améliorer sa performance ou sa position concurrentielle</i>	<input type="radio"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<i>d'améliorer son image ou sa visibilité</i>	<input type="radio"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<i>d'atteindre les objectifs établis dans le plan d'affaires</i>	<input type="radio"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<i>de favoriser le développement de certaines innovations (produits, services, processus,...)</i>	<input type="radio"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<i>de bénéficier des conditions avantageuses en termes de montant et de taux intérêt auprès de votre banquier</i>	<input type="radio"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<i>de lever des fonds auprès d'autres sources de financement</i>	<input type="radio"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

11.

11.1 Pour chacun des énoncés suivants, indiquez l'importance que vous leur accordez :

	Ne s'applique pas	Importance de la contribution				
		faible				élevée
<i>Apporter sa réputation et sa crédibilité à l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Prendre un siège au conseil d'administration</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Faciliter l'accès à des investisseurs étrangers (américains ou autres)</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Faciliter la recherche de partenaires industriels et financiers et fournir des renseignements d'affaires</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Aider à recruter des personnes influentes et qualifiées pour siéger au CA</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Aider à recruter du personnel pour occuper des postes clés dans l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Servir de mentor ou de conseiller pour la gestion de l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Aider à définir la planification stratégique</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Aider à mettre en place un système d'information</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Soutenir financièrement l'entreprise pendant les périodes difficiles</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Améliorer les connaissances du secteur d'activité de l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Analyser et commenter la performance opérationnelle et financière de l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Autre (précisez) :</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤

11.2 Pour chacun des énoncés suivants, indiquez votre niveau de satisfaction relativement à la contribution de la SCR aux besoins de l'entreprise :

	Ne s'applique pas	Satisfaction à l'égard de la contribution				
		faible				élevée
<i>Apporter sa réputation et sa crédibilité à l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Prendre un siège au conseil d'administration</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Faciliter l'accès à des investisseurs étrangers (américains ou autres)</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Faciliter la recherche de partenaires industriels et financiers et fournir des renseignements d'affaires</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Aider à recruter des personnes influentes et qualifiées pour siéger au CA</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Aider à recruter du personnel pour occuper des postes clés dans l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Servir de mentor ou de conseiller pour la gestion de l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Aider à définir la planification stratégique</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Aider à mettre en place un système d'information</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Soutenir financièrement l'entreprise pendant les périodes difficiles</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Améliorer les connaissances du secteur d'activité de l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Analyser et commenter la performance opérationnelle et financière de l'entreprise</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤
<i>Autre (précisez) :</i>	<input type="radio"/>	①	②	③	④	⑤

PROFIL DE L'ENTREPRISE

12. Quelle est l'année de création de l'entreprise ? _____

13. Quel est le statut légal de l'entreprise ? (Cochez une seule bonne réponse)

<i>Société par actions privée (incorporée et non cotée à la bourse)</i>	<input type="checkbox"/>
<i>Société cotée à la bourse</i>	<input type="checkbox"/>
<i>Société en nom collectif</i>	<input type="checkbox"/>
<i>Coopérative</i>	<input type="checkbox"/>
<i>Société en commandite</i>	<input type="checkbox"/>
<i>Autre (précisez) :</i>	<input type="checkbox"/>

14. Indiquez le nombre d'employés permanents de votre entreprise :

Présentement (ou à la fin de la relation) : _____

Au début de la relation avec la SCR : _____

15. Pour chacune des périodes de financement avec la SCR, indiquez à quel stade de développement se situe ou se situait votre entreprise (cochez une seule réponse par colonne).

	Présentement ou à la fin de la relation (cochez une seule réponse)	Au début de la relation avec la SCR (cochez une seule réponse)
Création : étape marquant le début de la vie d'une entreprise à laquelle l'entreprise n'a pas encore de clients et n'a pas encore terminé l'élaboration de son plan d'affaires	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Démarrage : étape à laquelle, un projet étant clairement défini ou son prototype entièrement achevé, l'entreprise commence (ou n'a pas encore commencé) la commercialisation de ses produits	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Croissance lente : étape à laquelle les ventes augmentent légèrement	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Croissance rapide : étape durant laquelle les ventes de l'entreprise croissent plus rapidement que la croissance de l'économie	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Maturité : étape à laquelle les ventes sont stables et l'entreprise n'a pas de nouveaux clients	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Redressement : étape de restructuration de l'entreprise face à des difficultés financières ou opérationnelles	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Déclin : étape à laquelle les ventes commencent à décroître	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

16. Afin de mieux interpréter les résultats de notre étude, veuillez nous fournir les informations suivantes au meilleur de votre connaissance (cochez une seule case par ligne).

	100 000 \$ et moins	100 001 - 750 000 \$	750 001 - 1 500 000 \$	1 500 001 - 3 500 000 \$	3 500 001 \$ et plus
Quel est ou était le niveau de vos ventes annuelles?					
Présentement (ou à la fin de la relation)	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅
Au début de la relation	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅
Quel est ou était le montant de votre actif total ?					
Présentement (ou à la fin de la relation)	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅
Au début de la relation	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃	<input type="radio"/> ₄	<input type="radio"/> ₅

17. Depuis l'arrivée de la SCR dans votre financement, comment évaluez-vous l'évolution des informations suivantes :

	Diminution	Stabilité	Augmentation
<i>Niveau de rentabilité</i>	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃
<i>Croissance des ventes</i>	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃
<i>Niveau d'endettement</i>	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃
<i>Degré d'innovation de l'entreprise (innovation de produits, de procédés, des pratiques d'affaires, etc.)</i>	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃
<i>Risque que présente l'entreprise pour un prêteur bancaire</i>	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃
<i>Liquidité actuelle ou coussin de sécurité financière</i>	<input type="radio"/> ₁	<input type="radio"/> ₂	<input type="radio"/> ₃

18. Identifiez le secteur qui représente le mieux la principale activité de votre entreprise (cochez une seule case).

<i>Technologie de l'information (TI) : Communications et réseautage, électronique et matériel informatique, Internet, autres services TI, semi-conducteurs et logiciels</i>	<input type="checkbox"/>
<i>Sciences de la vie : Produits biopharmaceutiques, soins de santé, instruments et équipements médicaux, logiciels utilisés en médecine et en biotechnologie et services d'information</i>	<input type="checkbox"/>
<i>Autres technologies : Produits électriques, médias et divertissement, autres technologies, produits chimiques spéciaux et matériaux avancés</i>	<input type="checkbox"/>
<i>Secteurs traditionnels : Services aux consommateurs et aux entreprises, produits de consommation, fabrication, divers secteurs et vente au détail</i>	<input type="checkbox"/>
<i>Autre (précisez) :</i>	<input type="checkbox"/>

PROFIL DU DIRIGEANT

19. Depuis combien d'années dirigez-vous la présente entreprise? _____ans

20. Quel est votre âge? _____ans

21. Quel est votre sexe? Masculin Féminin

22. Indiquez le niveau de scolarité le plus élevé atteint:

primaire	<input type="checkbox"/>	secondaire	<input type="checkbox"/>	collégial	<input type="checkbox"/>	universitaire	<input type="checkbox"/>
----------	--------------------------	------------	--------------------------	-----------	--------------------------	---------------	--------------------------

23.1 Quels sont vos domaines de spécialisation ? (cochez plusieurs réponses au besoin)

technique	<input type="checkbox"/>	ingénierie	<input type="checkbox"/>	administration	<input type="checkbox"/>	comptabilité, finance	<input type="checkbox"/>
marketing, ventes	<input type="checkbox"/>	informatique	<input type="checkbox"/>	ressources humaines	<input type="checkbox"/>	autres (précisez):	<input type="checkbox"/>

23. Outre l'entreprise que vous dirigez présentement, avez-vous auparavant travaillé dans le même secteur d'activités?

Oui → indiquez le nombre d'années d'expérience dans ce secteur d'activités (incluant l'expérience acquise dans la présente entreprise): _____ ans

Non

24. Avez-vous créé ou participé à la création de l'entreprise que vous dirigez présentement?

Oui → Passez à la question 26

Non → Répondez à la question 25.1

25.1 Laquelle des situations suivantes illustre le mieux la façon dont vous êtes devenu propriétaire de votre entreprise ? Il s'agit :

de l'acquisition d'une entreprise en exploitation	<input type="checkbox"/>	d'une succession désignée	<input type="checkbox"/>
d'une reprise de faillite	<input type="checkbox"/>	d'un héritage	<input type="checkbox"/>
d'un redressement	<input type="checkbox"/>	Autre:	<input type="checkbox"/>

25. Avez-vous ou aviez-vous un conseil d'administration?

	Oui	Non	En création
Présentement (ou à la fin de la relation)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Au début de la relation avec la SCR	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

26. Votre conseil d'administration est composé de combien de membres ?

Nombre

Membres choisis par vous : _____

Membres choisie par la SCR : _____

Membres proposés par la SCR et acceptés par vous : _____

Total des membres du conseil d'administration : _____

27. Parmi les énoncés suivants, lequel représente le mieux votre stratégie en terme d'introduction de nouvelles technologies ? (cochez une seule réponse)

J'introduis continuellement de nouvelles technologies	<input type="checkbox"/>
J'introduis une nouvelle technologie dès qu'elle est disponible pour ne pas être en retard sur mes concurrents	<input type="checkbox"/>
Je préfère voir si une nouvelle technologie est en usage dans une autre entreprise avant de l'introduire dans mon entreprise	<input type="checkbox"/>
J'attends de voir si une nouvelle technologie est en usage dans plusieurs entreprises avant de l'introduire dans mon entreprise	<input type="checkbox"/>

