

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC

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

COMME EXIGENCE PARTIELLE
DE LA MAÎTRISE EN ADMINISTRATION DES AFFAIRES

PAR
KRISTINA PILAEVA

PERCEPTION ET ÉVALUATION DU RISQUE : ESPACE COGNITIF ET
«PATTERN» DÉCISIONNEL DES CAPITAL-RISQUEURS

AOÛT 2009

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

Ce mémoire expose les résultats d'une étude exploratoire sur les constituants de la perception du risque des investisseurs de capital de risque lors de l'évaluation de projets technologiques. La détermination du risque de ce type de projets est un défi majeur à cause de leur nature très innovante et de leurs actifs souvent intangibles à l'étape où les capital-risqueurs sont impliqués. De plus, dans le cadre d'un tel projet, plus souvent qu'autrement on évalue un potentiel et non pas un historique de management. En dernier lieu, l'horizon temporel relié au développement du produit et respectivement à la génération de revenus augmente la complexité de l'évaluation. Dans cette optique, une estimation objective et statistique du risque est difficilement réalisable et la perception du risque devient particulièrement importante dans la prise de décision.

Dans la littérature, il existe plusieurs travaux sur les critères d'investissement des capital-risqueurs. Cependant, peu d'entre eux se sont concentrés spécifiquement sur la perception du risque et ses déterminants. Notre recherche a ainsi été menée dans le but de découvrir quels sont les éléments constitutifs de cette perception et comment ils se déclinent en fonction des antécédents et de l'expérience des acteurs en cause. À partir d'une série d'entrevues semi-dirigées auprès de représentants de sociétés de capital de risque québécoises impliqués directement dans l'évaluation des projets d'investissement des PME technologiques, nous avons essayé de : (a) décrire les dimensions qui forment la perception du risque ; (b) capter l'importance relative que les capital-risqueurs attribuent à chacun de ces critères et (c) rechercher un éventuel « pattern » décisionnel propre à leur profession.

Nos résultats suggèrent qu'il existe effectivement une configuration répétitive tant au niveau des éléments constitutifs de la perception de risque des capital-risqueurs, qu'au niveau de leur espace décisionnel et leur *modus operandi*. Il en ressort aussi que le modèle cognitif des capital-risqueurs semble avoir plus de points en commun avec celui des entrepreneurs qu'avec celui des banquiers. Des recherches plus poussées sont

nécessaires pour confirmer ou infirmer ces constats, mais les pistes semblent prometteuses et une meilleure compréhension entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs pourrait éventuellement découler des résultats.

Mots-clés : Capital de risque, évaluation du risque, perception du risque, critères d'investissement, PME technologiques, modèle décisionnel.

Remerciements

Je tiens à exprimer mes profonds remerciements à mon directeur de recherche, M. André Cyr pour son soutien et sa confiance dans le choix et la réalisation de ce travail.

J'adresse également mes sincères remerciements à mes lecteurs M. Michel Arcand et M. Théophile Serge Nomo dont les commentaires ont été très appréciés.

Je ne peux pas passer à côté de mes répondants, sans qui la réalisation de ce travail n'aurait pas été possible. Je tiens à leur exprimer mes remerciements pour le temps accordé ainsi que pour les précieux commentaires.

Aussi, je tiens à remercier toutes les personnes qui m'ont soutenue quotidiennement ou ponctuellement dans la réalisation de cette recherche.

Table des matières

SOMMAIRE	II
REMERCIEMENTS.....	IV
TABLE DES MATIÈRES.....	V
LISTE DES TABLEAUX.....	VII
LISTE DES FIGURES	VIII
INTRODUCTION	1
CHAPITRE 1 : CONTEXTE THÉORIQUE	8
FONDEMENTS THÉORIQUES	9
1.1.1 <i>La subjectivité inhérente au concept du risque</i>	9
1.1.2 <i>La définition du risque</i>	13
1.1.3 <i>Incertitude et ambiguïté</i>	14
1.1.4 <i>La nature du risque</i>	17
1.1.5 <i>Les particularités du processus décisionnel des capital-risqueurs</i>	20
CADRE CONCEPTUEL ET OBJECTIFS DE LA RECHERCHE	31
CHAPITRE 2 : CHEMINEMENT MÉTHODOLOGIQUE	38
2.1 POSITIONNEMENT ÉPISTÉMOLOGIQUE	39
2.2. APPROCHE UTILISÉE	41
2.3. DÉMARCHE SCIENTIFIQUE	42
2.4. MÉTHODOLOGIE.....	43
2.4.1. <i>Stratégie de recherche</i>	43
2.4.2. <i>Échantillonnage</i>	44
2.4.3. <i>Traitement des données</i>	46

2.4.4.	<i>Analyse des données</i>	50
2.4.5.	<i>Validité et fidélité</i>	52
CHAPITRE 3 : RÉSULTATS		54
3.1.	PRÉSENTATION DE LA BASE DE DONNÉES	55
3.2.	ANALYSE QUANTITATIVE	56
3.3.	ANALYSE QUALITATIVE.....	61
3.3.1.	<i>Espace et pattern décisionnel des capital-risqueurs</i>	62
3.3.2.	<i>Analyse des critères évoqués</i>	68
CHAPITRE 4 : DISCUSSION.....		80
4.1.	INTERPRÉTATION DES RÉSULTATS	81
4.2.	APPORTS DE L'ÉTUDE	85
4.3.	LIMITES DE L'ÉTUDE.....	86
4.4.	PISTES DE RECHERCHE FUTURE.....	87
CONCLUSION		89
RÉFÉRENCES		92
ANNEXES		100
ANNEXE 1 : PROTOCOLE D'ENTREVUE.....		101
ANNEXE 2 : PROTOCOLE DE TRANSCRIPTION		102
ANNEXE 3 : GRILLE DE CODAGE		103

Liste des tableaux

TABLEAU 1 : DISCIPLINES, RISQUE ET FORMES DU SAVOIR APPLIQUÉES À L'INCONNU	10
TABLEAU 2 : DÉFINITIONS TECHNIQUES ET SOCIALES DU RISQUE.....	14
TABLEAU 3 : CRITÈRES UTILISÉS PAR LES CAPITAL-RISQUEURS LORS DE L'ÉVALUATION D'UN PROJET	28
TABLEAU 4 : ÉLÉMENTS CONSTITUTIFS DU RISQUE GLOBAL D'UN PROJET D'INNOVATION	48
TABLEAU 5 : GRILLE DES FRÉQUENCES DES CRITÈRES ÉVOQUÉS	57
TABLEAU 6 : DISTRIBUTION DES QUATRE PREMIÈRES CATÉGORIES DE CODES PAR RÉPONDANT	58
TABLEAU 7 : DISTRIBUTION PAR TRANCHE DE CODES	ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.
TABLEAU 8 : MATRICE DE CONCORDANCE INTER-RÉPONDANTS.....	58
<i>TABLEAU 9 : TAUX D'ENRACINEMENT ET DENSITÉ DES CODES</i>	<i>60</i>

Liste des figures

FIGURE 1 : LES TYPES D'INCERTITUDE	15
FIGURE 2 : MODÈLE DE L'IMPACT DES CRITÈRES ÉVOQUÉS PAR LES CAPITAL-RISQUEURS SUR LEUR DÉCISION D'INVESTISSEMENT	ERREUR ! SIGNET NON DEFINI.
FIGURE 3 : CADRE CONCEPTUEL.....	32
FIGURE 4 : SCHÉMATISATION DU PARADIGME SYSTÉMIQUE	40
FIGURE 5 : ESPACE DÉCISIONNEL DES ENTREPRENEURS ET DES BANQUIERS	34
FIGURE 6 : SCHÉMA DE PRISE DE DÉCISION DES ENTREPRENEURS ET DES BANQUIERS	35
FIGURE 7 : PROCESSUS DÉCISIONNEL DES CAPITAL-RISQUEURS.....	65

« Le risque pour moi, c'est un indice de visibilité dans le brouillard. [...] Je ne sais pas si vous avez déjà essayé de mesurer l'épaisseur d'un brouillard. Ce n'est pas évident. »

Répondant 5,
étude sur la perception du risque, 2008

« On a toujours cherché des explications quand c'était des représentations qu'on pouvait seulement essayer d'inventer. »

Paul Valéry

Introduction

L'importance des PME technologiques¹ sur le plan économique n'a plus besoin d'être justifiée. Ce type d'entreprises se situe parmi les plus innovantes et constitue le moteur du développement de l'économie de la connaissance et la réponse à la concurrence des pays à bas coût de la main-d'œuvre. Cependant, elles ont des difficultés à obtenir du financement (Freel, 2007) à cause du présumé haut niveau de risque perçu par les banques, dû à l'ampleur de leurs besoins financiers, au caractère intangible de leurs actifs et à l'horizon temporel lié aux activités de développement de leurs produits.

Malgré la pertinence du financement par capital de risque dans ces conditions, il reste peu utilisé par les PME. Les consultations auprès des acteurs concernés ont révélé que l'identification et l'évaluation du risque constituent des éléments de divergence qui se trouvent à la base des difficultés des PME d'obtenir du financement (St-Pierre, 2004).

Une des explications possibles pour les difficultés des capital-risqueurs et des entrepreneurs de trouver un terrain d'entente en ce qui concerne l'évaluation du risque réside dans la dualité inhérente à ce concept, à savoir : le risque doit être considéré en même temps comme réalité objective (*how things stand in the world*, Thompson, 1986) et comme réalité subjective en vertu d'un jugement personnel (*how things stand in our judgement*, idem). En fait, l'élément subjectif est fortement présent dans la relation entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs puisqu'ils considèrent leur collaboration de points de vue complètement différents.

En ce qui concerne l'évaluation des projets concrets, le risque objectif peut être exprimé comme un calcul rationnel de probabilités et de variances. Il peut être identifié et géré, son existence étant objective et indépendante de l'observateur. Plusieurs modèles ont été développées dans l'économie, la finance et le management pour mesurer le risque que représente une entreprise (par exemple : Chevalier et Hirsch, 1982 ; Wynant et Hatch, 1991 ; Carlton, 1999 ; Jeynes, 2003 ; cités dans St-Pierre, 2004). Le risque subjectif, par contre, est beaucoup plus difficile à saisir. Il implique des éléments influencés par la

¹ Par PME technologique ou de secret industriel, nous entendons une entreprise pour laquelle la création de valeur repose sur l'exploitation d'une technologie exclusive protégée par une forme ou une autre de propriété intellectuelle.

personnalité de l'individu, son expérience, son implication dans la situation risquée, etc. (Sitkin et Weingart, 1995 ; Brindley, 2005 ; Kahan *et al.*, 2005 ; Petrakis, 2005 ; Brockman, Becherer et Finch, 2006). Tous ces éléments influencent l'évaluation du risque par l'entremise de la perception du risque.

La perception du risque peut être définie entre autres comme une évaluation subjective des pertes possibles (Sitkin et Weingart, 1995). Elle est affectée par plusieurs facteurs dont l'estimation de l'individu du niveau d'incertitude de la décision et des conséquences possibles (Cunningham, 1967, cité dans Brindley, 2005). La subjectivité de cette évaluation est due au fait que c'est une interprétation interne de facteurs externes et chaque individu peut avoir une vision différente de la même situation (Ritchie et Brindley, 2001). Cette vision différente, prise en général, ne pose pas de graves problèmes. Par contre, dans la relation entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs, la perception du risque peut devenir un obstacle majeur puisqu'elle affecte directement la prise de décision lors du processus d'évaluation des projets d'investissement.

Dans un article souvent cité, Tyebjee et Bruno (1984) introduisent explicitement la notion du risque perçu comme déterminante majeure de la décision des capital-risqueurs. En fait, la perception du risque et la prise de décision en présence du risque constituent des processus cognitifs distincts (Petrakis, 2005). Cependant, la perception du risque agit comme médiateur sur les décisions. Par ailleurs, Brehmer (1987, cité dans Sarasvathy, Simon et Lave, 1998) dit au sujet de la perception du risque :

« Le terme "perception du risque" est, à un certain point, utilisé improprement. Le terme perception implique qu'il existe un risque "quelque part" qui doit être saisi. Mais les "risques objectifs" qui doivent être perçus ne sont évidemment pas des objets réels, mais seulement des valeurs qui ont été calculées selon telle ou telle formule. Nous ne percevons pas des risques, nous percevons des caractéristiques

variables de problèmes décisionnels et cela, à son tour, provoque un sentiment de risque » [traduction libre].²

Ces « caractéristiques variables propres au problème décisionnel » que nous percevons relèvent surtout de l'expérience (Weinstein, 1989 ; Keller, Siegrist et Gutscher, 2006), de la familiarité du problème (Sitkin et Pablo, 1992) et du degré d'expertise du décideur (Sitkin et Pablo, 1992 ; Petrakis, 2005). Elles diffèrent d'un individu à l'autre même lorsque ces individus font face à la même situation. Dépendamment de ses antécédents, chaque décideur perçoit et met l'emphasis sur des aspects distincts du problème. Le sentiment de risque qui en résulte est spécifique pour chaque individu et donc subjectif.

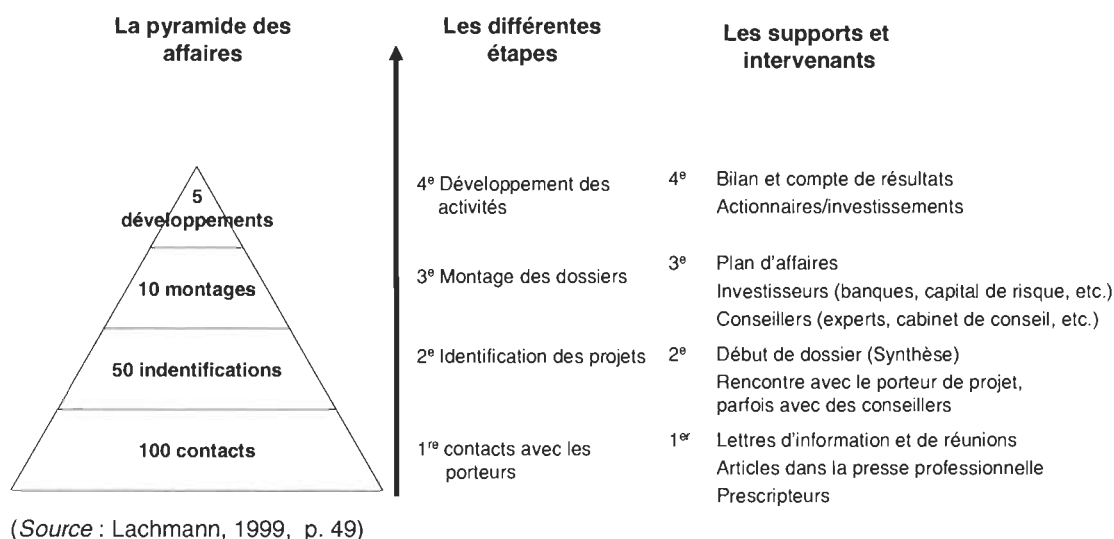
Les facteurs déterminant le sentiment de risque prennent tout leur sens dans le cadre de la relation entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs. En réalité, vu leur expériences et expertise très différentes, il est raisonnable de supposer que les parties en cause abordent l'évaluation des projets de points de vue assez éloignés. La question se pose : ***comment réussir un rapprochement et obtenir une compréhension mutuelle entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs ?*** Une des solutions possibles pour pallier à ce problème, à notre avis, est d'essayer de mieux comprendre le processus de raisonnement sous-jacent à l'évaluation du risque, ce qui est le but de cette recherche.

Nous nous sommes concentrés sur un moment particulier du processus décisionnel des capital-risqueurs lors de l'évaluation de projets technologiques. Les travaux antérieurs modélisent l'activité des décideurs dans les sociétés de capital de risque en tant que processus avec entre cinq et sept étapes incluant : la recherche de projet, la sélection, l'évaluation des projets, la négociation du contrat, le versement des fonds, les activités post-investissement et le dessaisissement (entre autres Tyebjee et Bruno, 1984 ; Fried et Hisrisch, 1994). À chacune de ces étapes, un tri par éliminations successives est effectué afin de ne sélectionner que les projets les plus prometteurs. Cette « stratégie

² The term "perception of risk" is somewhat of a misnomer. The term perception carries the implication that there is some risk "out there" to be picked up. But the "objective risks" that are supposed to be perceived are of course not real objects, but only numbers that have been computed according to this or that formula. We do not perceive risks, we perceive various features of decision problems and this, in turn, leads to feelings of risk.

pyramidale » (Lachmann, 1999, figure 1 ci-dessous) trouve ses racines dans les coûts élevés de l'étude d'un dossier. Après les étapes successives de filtrage, à la fin, les capital-risqueurs n'en retiennent qu'environ 5 % de l'ensemble des projets.

Figure 1 : LA STRATÉGIE PYRAMIDALE DU CAPITAL DE RISQUE



Notre étude se concentre sur le moment précis du passage entre la deuxième et la troisième étape. À ce stade déjà, on retrouve uniquement des projets jugés viables pour lesquels on a établi *a priori* que la technologie est prometteuse, qu'un marché existe, etc. Le capital-risqueur doit cependant trancher lesquels il retiendra pour une étude approfondie et cette décision entraîne des coûts significatifs pouvant atteindre plusieurs dizaines de milliers de dollars lorsqu'il s'agit d'évaluer des projets basés sur des technologies de pointe. Selon notre compréhension, c'est à ce moment qu'on peut observer les influences subjectives de la perception du risque.

Ainsi, à partir d'une perspective interdisciplinaire, holistique et intégrative, cette étude vise à circonscrire les constituants de la perception du risque des capital-risqueurs tels qu'évoqués spontanément par les répondants. La revue de la littérature nous a inspiré quelques hypothèses qui ne seront pas formellement vérifiées, mais qui ont guidé notre réflexion et qui expriment notre vision des éléments et des relations qui paraissent les

plus probables dans le cadre du problème étudié (D'Amboise, 1996). Plus précisément, nous pensons que :

- H 1.* En cas de forte incertitude, les éléments qualitatifs subjectifs reliés à l'entrepreneur prendront un poids plus important par rapport aux éléments quantitatifs liés aux aspects financiers et technologiques lors de l'évaluation d'un projet ;
- H 2.* Vu l'implication relativement plus grande (*hands on*, si l'on reprend l'expression de l'un de nos répondants) des capital-risqueurs par rapport aux banquiers traditionnels (dont l'intérêt ne dépend pas de la valeur de l'entreprise), nous croyons que leur *modus operandi* s'apparenterait plus à celui des entrepreneurs qu'à celui des banquiers ;
- H 3.* En dernier, étant donné que la perception du risque est fondée sur une intersubjectivité partagée et que, dans le cas de l'industrie du capital de risque, on parle d'une communauté d'experts assez restreinte, nous pensons qu'ils auront développé un pattern décisionnel spécifique, propre à leur profession.

De façon plus spécifique, les objectifs poursuivis par cette étude sont de :

- (a) Décrire les dimensions qui forment la perception du risque des capital-risqueurs lors de l'évaluation d'un projet d'investissement;*
- (b) Capter l'importance relative que les capital-risqueurs attribuent à chacun de ces critères ;*
- (c) Rechercher un éventuel « pattern » décisionnel propre aux capital-risqueurs.*

Un processus à cinq étapes a été suivi afin d'atteindre ces objectifs. D'abord, nous avons entrepris une revue de la littérature dont les résultats sont présentés dans la première partie du chapitre 1. La deuxième partie de ce chapitre constitue une synthèse des publications antérieures sous forme de cadre conceptuel pour cette recherche. Ensuite, nous sommes allés sur le terrain pour explorer les éléments clés de la perception de risque, tels qu'évoqués spontanément par les capital-risqueurs lors d'entrevues

individuelles semi-dirigées d'une durée approximative d'une heure. La méthode suivie pour effectuer cette exploration est exposée dans le chapitre 2. Cette étape a produit des données qualitatives très riches dont le traitement et l'analyse sont décrits dans le chapitre 3. À partir des résultats de ces traitements, nous avons procédé à une synthèse et à une interprétation qui sont présentés dans le chapitre 4. Dans le même chapitre, nous proposons une discussion sur les apports et les limites de cette étude ainsi que sur les pistes de recherche future. En dernier, nous concluons avec une synthèse des faits saillants de nos résultats.

CHAPITRE 1 : Contexte théorique

Fondements théoriques

Cette étude est basée sur une conceptualisation constructiviste du risque en tant que perception individuelle socialement déterminée qui repose sur des jugements faits en conditions d'incertitude (entre autres, Althaus, 2005 ; Cossette, 1998 ; Resher, 1983 ; Thompson, 1986). Dans cette optique, l'évaluation du risque est considérée comme intrinsèquement subjective. Sa nature sociale l'assujettit d'une part à l'interprétation partagée du monde physique dominante à un moment donné et, d'autre part, aux interprétations personnelles des parties concernées. Aussi, tel que mentionné par Slovic (1972), malgré le fait qu'il existe plusieurs outils (statistiques, ordinateurs, etc.) pour aider les hommes à effectuer des prévisions et des évaluations, la plupart du temps, l'homme contourne les procédures statistiques lors de la prise de décision et agit comme un « statisticien intuitif ». En d'autres termes, le comportement des agents économiques n'est pas guidé par ce qu'ils peuvent calculer, mais bien par ce qu'ils peuvent percevoir à un moment donné (Kahneman, 2003).

Notre raisonnement s'appuie sur la subjectivité inhérente au concept du risque tel qu'élaboré dans la littérature sur la prise de décision, sur la nature même du risque, ainsi que sur les particularités du travail des capital-risqueurs. Nous abordons ce concept d'une perspective holistique et interdisciplinaire permettant de saisir sa nature polysémique³ et sa variation en fonction du contexte et des acteurs en cause.

1.1.1 La subjectivité inhérente au concept du risque

Le risque est un concept ayant longue histoire. Il a commencé à susciter l'intérêt scientifique dans les années 1920 dans le domaine économique, mais son existence a été documentée des milliers d'années avant. Historiquement, le risque est étudié non seulement en tant que phénomène en soi, mais aussi en tant que cadre général dans lequel des événements peuvent être décrits et analysés. Tel que mentionné par Althaus

³ Propriété d'un terme dont l'éventail de sens qui lui sont attribués varie en fonction de plusieurs paramètres, entre autres : les acteurs individuels, le groupe social de référence et la situation de communication (Cyr, 2008).

(2005), le concept du risque a permis à l'humanité d'évoluer du paradigme du destin à celui du choix. Ce choix, ainsi que les mécanismes cognitifs qui le déterminent, sont l'objet d'étude de plusieurs disciplines, chacune possédant un savoir particulier qu'elle applique à l'inconnu pour l'ordonner et le convertir en proposition de risque.

TABLEAU 1 : DISCIPLINES, RISQUE ET FORMES DU SAVOIR APPLIQUÉES À L'INCONNU

Discipline	How It Views Risk	Knowledge Applied to the Unknown
Logic and Mathematics	Risk as a calculable phenomenon	Calculations
Science and Medicine ^a	Risk as an objective reality	Principles, postulates, and calculations
Social Sciences		
Anthropology	Risk as a cultural phenomenon	Culture
Sociology	Risk as a societal phenomenon	Social constructs or frameworks
Economics	Risk as a decisional phenomenon, a means of securing wealth or avoiding loss	Decision-making principles and postulates
Law	Risk as a fault of conduct and a judicable phenomenon	Rules
Psychology	Risk as a behavioral and cognitive phenomenon	Cognition
Linguistics	Risk as a concept	Terminology and meaning
History and the Humanities		
History	Risk as a story	Narrative
The Arts (literature, music, poetry, theatre, art, etc.)	Risk as an emotional phenomenon	Emotion
Religion	Risk as an act of faith	Revelation
Philosophy	Risk as a problematic phenomenon	Wisdom

^aThe physical, biological, natural, and technological sciences are all included in this section on science in a conglomerate scientific approach to risk. Medicine and its affiliated disciplines are also treated in this section as, together with the sciences, they provide a united approach to risk as an objective reality. Toxicology and epidemiology are especially preoccupied with risk analysis in the medical field.

Source : Althaus (2005) ⁴

À partir de la conceptualisation économique selon laquelle le risque est une application ordonnée de connaissances à l'incertitude, Althaus (2005) effectue une revue exhaustive de la littérature sur le risque et propose un regard différent sur ce concept. Elle suggère que celui-ci peut agir comme miroir reflétant les préoccupations, les forces et les faiblesses de chaque discipline dans leur gestion de l'incertitude⁵. D'un point de vue

⁴ Certains tableaux et figures dans cet ouvrage sont présentés en original afin d'éviter une altération des nuances subtiles lors de la traduction.

⁵ Cette notion est discutée en détail plus loin dans le texte.

épistémologique, le risque existe en vertu des jugements faits en conditions d'incertitude. Cette vision implique deux aspects importants du niveau individuel.

Premièrement, le risque existe uniquement dans la mesure où l'individu a certaines connaissances en ce qui concerne ce risque. Par exemple, un enfant de trois ans ne reconnaît pas le danger de traverser une autoroute à pied. De son point de vue, le risque n'existe pas, ce qui n'est pas le cas pour ses parents qui, au contraire, considèrent cette situation comme extrêmement risquée (McGill et Siu, 2005). Cependant, le fait que l'enfant ne reconnaît pas le risque ne diminue pas pour autant le danger. Tel que mentionné par Resher (1983), le risque est ontologique et objectif en soi dans le sens « comment les choses existent dans le monde », ce qui est subjectif, c'est uniquement son évaluation « comment les choses existent dans notre jugement ». Par ailleurs, Resher (1983) établit une distinction entre prendre un risque et courir un risque. Un individu peut courir un risque sans même en être conscient, tandis que prendre un risque implique une évaluation et un jugement sur les actions à entreprendre et sur la probabilité des résultats.

Le choix d'action implique d'une part, qu'on a perçu un risque et, d'autre part, qu'on a évalué la situation par rapport à certains critères, ce qui nous amène au deuxième aspect important du niveau individuel : l'on ne peut pas risquer quelque chose que l'on ne valorise pas (Blomkvist, 1987, cité dans Sarasvathy *et al.*, 1998). Par exemple, la perte d'argent n'a pas de sens dans une économie de « troc ». Ainsi, « la détermination de la valeur du résultat d'un événement pour un individu ou un groupe d'individus est un mélange inextricable de critères subjectifs et objectifs » (Resher, 1983, p.12). Par ailleurs, ce processus de détermination de la valeur comporte une importante dimension affective qui influence l'évolution des priorités du décideur (Kisfalvi, 2009). Les émotions négatives liées à l'obtention de résultats différents des prévus et au sentiment de responsabilité personnelle quant à l'obtention de ces résultats sont étroitement associées à la notion du risque (Nordgren, Van Der Pligt et Van Harreveld, 2007). Les

réponses des individus aux situations risquées résultent en partie d'influences émotionnelles directes qui orientent le comportement en parallèle des évaluations cognitives et conditionnent le choix d'action (*risk-as-feelings*, entre autres Keller, Siegrist et Gutscher, 2006 ; Kobbeltved *et al.*, 2005 ; Loewenstein *et al.*, 2001 ; Williams, Zainuba et Jackson, 2003)

Selon la définition de Resher (1983), le risque comprend trois éléments : choix d'action, négativité du résultat et probabilité de sa réalisation. Ainsi, l'évaluation du risque comporte une double dimension subjective : d'une part, le choix d'action comprend certains critères individuels par rapport à la situation et, d'autre part, la négativité des résultats est elle aussi assujettie aux influences individuelles. Le résultat du choix peut être objectif en soi, mais son appréciation est subjective. Par exemple, dans le cas qui nous intéresse, un rendement de deux fois l'investissement initial (appelé 2x dans le jargon professionnel des sociétés de capital de risque) réalisé par un capital-risqueur est positif en soi. Cependant, celui-ci doit réaliser au minimum 10x pour compenser la règle empirique dite 2-6-2⁶ et perçoit donc le 2x comme négatif. Par ailleurs, cette règle empirique a un impact considérable sur le processus décisionnel des capital-risqueurs et nous en discuterons plus loin.

La notion du risque comprend aussi la perte d'un acquis ou d'une opportunité (*good things not happening*⁷). Resher (1983) en donne un bel exemple en parlant de loterie. Quelqu'un qui achète un billet de loterie risque son argent en pariant. Cependant, son risque inclut également possibilité de ne pas gagner. Cette éventualité est omniprésente : même celui qui trouve un billet de loterie risque de ne pas gagner. Ainsi, la perte d'opportunité est un élément constitutif du risque tout comme la possibilité de résultats

⁶ De dix investissements effectués, deux seront une perte totale, six apporteront des rendements marginaux et les deux derniers seront des succès retentissants qui compenseront le temps et les ressources alloués aux huit autres (St-Pierre, 2004).

⁷ « Risk is not just bad things happening, but also good things not happening ». (Jones et Sutherland, 1999, cités dans Emblemssvåg et Kjølstad, 2002, p. 843).

négatifs d'un choix donné. Transposé au domaine du capital de risque, ce raisonnement implique, tel que mentionné par l'un de nos répondants, que le risque de laisser passer un « winner » est tout aussi important que celui de financer un « loser ». Les capital-risqueurs doivent donc évaluer les opportunités et les intégrer dans leur décision finale, c'est-à-dire faire une projection des possibilités dans le temps et chiffrer leur potentiel. Ces activités interpellent la vision et les attentes du capital-risqueur, deux éléments fortement subjectifs qui influencent l'évaluation du risque.

Les éléments discutés jusqu'à présent suggèrent que la notion de risque inclut un ensemble de facteurs psychologiques, certains généraux, d'autres spécifiques au contexte et aux acteurs en cause, ce qui permet de comprendre les variations de ce concept d'un domaine à un autre et d'un individu à un autre. La question se pose : qu'est-ce qui est défini par le terme risque ? Une recherche documentaire a été entreprise pour répondre à cette question et les résultats ont démontré qu'il existe une multitude de définitions, ce qui confirme la polysémie de ce terme.

1.1.2 La définition du risque

Dans la littérature scientifique sur le risque, les auteurs de chaque discipline se concentrent sur des aspects spécifiques de ce concept. Knight (1964) voit le risque comme une probabilité d'encourir des pertes. Sitkin et Pablo (1992) le définissent comme une caractéristique de la décision mesurant à quel point il existe une incertitude en ce qui concerne les résultats potentiellement signifiants et/ou décevants pouvant découler d'une décision. McGill et Siu (2005) rapportent vingt-six différentes définitions du risque (Tableau 2).

TABLEAU 2 : DÉFINITIONS TECHNIQUES ET SOCIALES DU RISQUE

Technical definitions of risk	
1	Possibility of loss, injury, disadvantage or destruction; to expose to hazard or danger; to incur risk of danger
2	An expression of possible loss over a specific period of time or number of operational cycles
3	Consequence per unit time=frequency (events per unit time)!magnitude (consequences per event)
4	Measure of the probability and severity of adverse effects
5	Conditional probability of an adverse effect (given that the necessary causative events have occurred)
6	Potential for unwanted negative consequences of an event or activity
7	Probability that a substance will produce harm under specified conditions
8	Probability of loss or injury to people and property
9	Potential for realisation of unwanted, negative consequences to human life, health or the environment
10	Product of the probability of an adverse event times the consequences of that event were it to occur
11	Function of two major factors: (a) probability that an event, or series of events of various magnitudes, will occur, and (b) the consequences of the event(s)
12	Probability distribution over all possible consequences of a specific cause which can have an adverse effect on human health, property or the environment
13	Measure of the occurrence and severity of an adverse effect to health, property or the environment
Social definitions of risk	
1	Probability of an adverse event amplified or attenuated by degrees of trust, acceptance of liability and/or share of benefit
2	Opportunity tinged with danger
3	A code word that alerts society that a change in the expected order of things is being precipitated
4	Something to worry about/have hope about
5	An arena for contending discourses over institutional relationships, socio-cultural issues, political and economic power distributions
6	A threat to sustainability/current lifestyles
7	Uncertainty
8	Part of a structure of meaning based in the security of those institutional settings in which people find themselves
9	The general means through which society envisages its future
10	Someone's judgement on expected consequences and their likelihood
11	What people define it to be-something different to different people
12	Financial loss associated with a product, system or plant
13	The converse of safety

Source : McGill et Siu (2005)

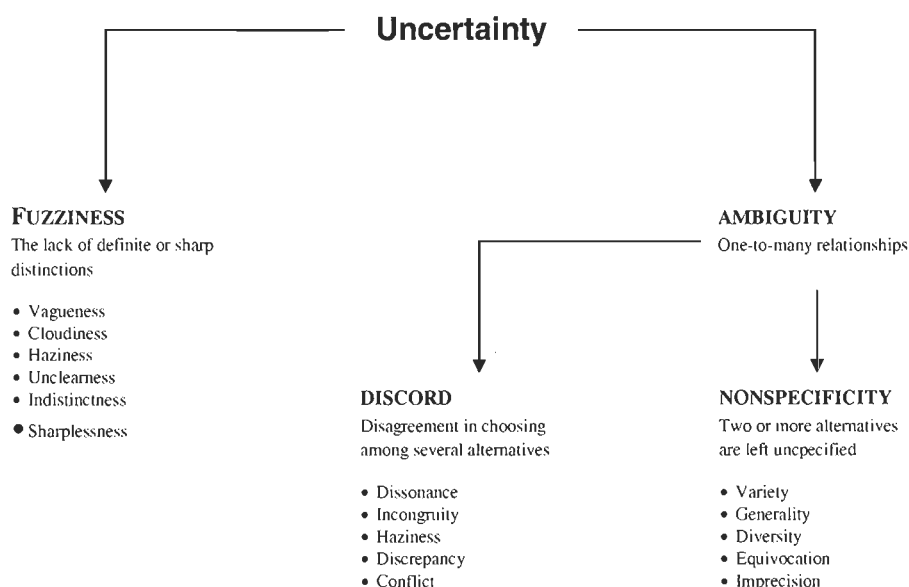
La plus simple définition du risque peut être trouvée dans un ouvrage de Hillson et Murray-Webster (2005). Les auteurs définissent le risque en tant qu'incertitude qui importe ce qui amène un concept supplémentaire intimement liée à la notion du risque, celui de l'incertitude.

1.1.3 Incertitude et ambiguïté

Il est important de souligner la distinction entre l'incertitude et l'ambiguïté. Dans la littérature, on peut observer une certaine confusion quant à la définition de ces deux termes : certains auteurs considèrent l'ambiguïté comme une forme particulière d'incertitude (Figure 1 ci-dessous), d'autres insistent qu'il existe une différence capitale entre les deux notions.

Ainsi, selon Volle (1995), la notion d'incertitude est liée à la nature et à la probabilité des pertes potentielles. L'évènement possible est défini, mais le résultat est incertain à cause de sa variabilité. Cette variabilité est connue comme aléatoire (du latin *alea* : jeu de chance utilisant des dés) (Hillson et Murray-Webster, 2005). Daft et Lengel (1986) définissent l'incertitude comme l'écart entre l'information dont dispose un individu ou une organisation, et celle dont il a besoin pour accomplir une tâche ou prendre une décision. Elle peut être réduite en obtenant davantage d'information, dans la mesure où cette information soit disponible à un coût abordable⁸ et en temps opportun (Vaghely, Julien et Cyr, 2007).

FIGURE 2 : LES TYPES D'INCERTITUDE



Source : Emblemsvåg et Kjølstad (2002)

L'ambiguïté, quant à elle, est définie par certains auteurs comme une incertitude du sens. La question ici n'est pas dans la probabilité qu'un évènement produise un résultat

⁸ C'est-à-dire que l'obtention de renseignements supplémentaires n'engendre pas des coûts en temps et en argent démesurés par rapport à leur utilité pour la prise de décision finale.

dans un continuum connu de possibilités, il existe une incertitude quant à l'évènement lui-même : ses aspects, son existence, sa nature ou sa signification (Hillson et Murray-Webster, 2005). Ce type d'incertitude est connu comme épistémique (du Grec *episteme* : connaissance). Cependant, selon Daft et Lengel (1986), l'ambiguïté est un signe ou une série de signes qui peuvent être interprétés de différentes façons en fonction du contexte et des acteurs en cause.

« Au contraire de l'incertitude, l'ambiguïté ne peut pas être réduite, essentiellement parce que l'information manquante ne relève pas d'un phénomène observable indépendant de l'observateur. De ce fait, l'ambiguïté peut seulement être interprétée et intégrée par la construction d'un sens commun partagé, un processus hautement subjectif reposant essentiellement sur le jugement et l'expérience d'experts compétents » (Cyr, 2008, p. 4).

Le risque, l'incertitude et l'ambiguïté sont tous liés à l'inconnu, mais le risque suppose une tentative de contrôle. Aussi, tel que mentionné par St-Pierre et Therrien (2007) :

« Alors que l'incertitude vient de la méconnaissance des résultats à venir de certaines actions ou décisions, le risque pour sa part est associé à la possibilité que le résultat d'une action soit différent de ce qui était prévu. » (p.5)

La notion de « prévu » fait ressortir une autre dimension importante du concept du risque : il ne peut être défini sans être lié à des objectifs quelconques. Dans cet ordre d'idées, une définition plus complète du risque serait une incertitude qui peut affecter un ou plusieurs objectifs, parce que l'incertitude qui n'a pas de conséquences ne constitue pas un risque (Hillson et Murray-Webster, 2005). Le type de ces objectifs ainsi que l'interprétation de l'écart entre le « prévu » et les résultats varie en fonction de la perspective adoptée, du contexte et des acteurs en cause, ce qui explique la polysémie du terme risque et soulève la question de la nature du risque.

1.1.4 La nature du risque

Tel que mentionné par Resher (1983), l'analyse du risque est problématique puisqu'elle se fait à un certain niveau d'abstraction, tant au plan des choix, qu'au plan des résultats. Philosophiquement le risque peut être défini de plusieurs façons (Thompson, 1986) :

- *Risque subjectif* – état mental d'un individu qui ressent une incertitude, un doute ou une inquiétude face au résultat d'un événement;
- *Risque objectif* – la variation entre les pertes actuelles et les pertes attendues;
- *Risque réel* – la combinaison de probabilité et conséquences négatives qui existe dans le monde réel;
- *Risque observé* – une mesure de cette combinaison obtenue en construisant un modèle du monde réel;
- *Risque perçu* – une estimation approximative du risque réel par des individus n'ayant pas une formation particulière.

Derrière ces définitions se trouve la distinction entre le risque comme réalité objective indépendante de l'observateur (risque objectif et réel) et le risque comme réalité en vertu d'un jugement personnel ou comme application de connaissances à l'incertitude (risque subjectif, observé, perçu) fortement tributaire de la perception de l'observateur.

Dans la perspective de Thompson, le risque varie sur un continuum entre « phénomène naturel » observable et mesurable et « phénomène construit », intimement liée aux perceptions, aux antécédents et à l'expérience des acteurs concernés. Dans le premier cas, son évaluation se fait sur la base d'une approche essentiellement algorithmique dont l'objectif est de réduire l'incertitude. Dans le second, le processus est heuristique et subjectif, et relève de la personnalité et de l'expérience de l'évaluateur (Cyr, 2008).

La taxonomie de Thompson (1986) démontre bien que le concept du risque comprend un côté tangible, ancré dans le monde physique, et un côté plus abstrait, basé sur une interprétation partagée du monde réel. Il constitue le résultat d'un processus de construction de la réalité « à partir d'un mouvement de va-et-vient entre la perception de données physiques et leur interprétation subséquente » (Cyr, 2002, p.15). En d'autres termes, le risque constitue en même temps un fait physique et un fait social, le premier étant souvent indépendant de la perception de l'observateur, le deuxième, toujours fonction de la perception et de l'interprétation subséquente des acteurs concernés. Par ailleurs, l'emploi du terme fait est intentionnel, puisque même en tant que construction sociale, le risque présente une certaine indépendance de l'observateur car il est conditionné par la vision de la communauté. Dans cette optique, « la "réalité" de l'objet découle directement de la cohérence de l'intersubjectivité partagée des différents acteurs-observateurs, parfois sans égard aux propriétés physiques de l'objet externe [...] ses propriétés perçues viendront structurer et limiter les actions jugées possibles » (Cyr, 2002, p. 20).

Cette particularité du risque peut être bien illustrée par un exemple de l'actualité : la crise de la grippe porcine. Elle est vécue différemment par la population dans chaque pays en fonction du niveau d'alerte que le gouvernement respectif y attache. Ainsi, l'on peut voir les Américains porter massivement des masques et désertir les lieux publics, tandis qu'au Canada il n'y a aucune panique. Pourtant, l'ampleur de la contagion est comparable dans les deux pays. Cependant, rassurée par la confiance du gouvernement canadien aux mesures mises en œuvre pour faire face à la situation, la population canadienne ne perçoit pas de danger imminent. Dans ce cas, le *risque réel* selon la classification de Thompson (1986) est le même aux États-Unis et au Canada, mais son estimation approximative, le *risque perçu*, diffère sensiblement. La confiance des autorités instaure un sentiment de sécurité généralisé et même les individus les plus hypochondriaques se conforment à la perception commune et ne jugent pas nécessaire de porter un masque.

En dernière analyse, qualifier quelque chose de risqué présuppose un standard de sélection des actions et des événements. Tel que mentionné par Thompson (1986, p. 279), un événement devient élément de risque « seulement à condition qu'un état de situation a été jugé, perçu ou conçu comme mauvais, du moins relativement à un autre état de situation » [traduction libre]⁹. La définition d'un risque, dans le sens le plus général du terme, est fondée sur des croyances qui sont culturellement déterminées et dont les racines se trouvent dans le large système de jugements nous permettant de fonctionner en tant qu'êtres sociaux. En d'autres termes, les individus définissent un risque en fonction de leurs croyances fondamentales au sujet de qu'est-ce qui est à craindre et quels sont les moyens pour le contrôler. Dans tous les cas, catégoriser une situation comme risquée implique un jugement de valeur, mais une fois le cadre déterminé, le risque peut être analysé et « objectivisé » (Thompson, 1986).

En résumé, le risque est un terme polysémique dont la nature varie sur un continuum entre « phénomène naturel » et « phénomène construit », le premier ancré dans le monde physique et pouvant être circonscrit par un processus algorithmique de calcul de probabilités et de variances ; le deuxième beaucoup plus difficile à saisir, dépendant du contexte et des acteurs en cause et donnant place à des évaluations subjectives. Cette double nature explique la difficulté et la complexité de son évaluation ainsi que les écarts d'estimation observés en fonction de l'expérience, des valeurs et des objectifs des parties concernées. Par ailleurs, cette complexité augmente avec l'accroissement du niveau d'incertitude, étant donné que dans des situations empreintes de forte incertitude, les éléments objectifs à intégrer dans l'évaluation du risque sont peu nombreux. C'est exactement le cas en ce qui concerne le travail des capital-risqueurs qui est essentiellement lié à l'évaluation d'un potentiel ainsi qu'à la projection de ce potentiel dans le temps en termes de résultats possibles. Ces activités contiennent par définition

⁹ [...] only on the condition that a state of affairs has been judged, perceived or conceived to be bad, at least relative to some other state of affairs.

une grande dose d'incertitude et nous en discutons en détail dans les paragraphes qui suivent.

1.1.5 Les particularités du processus décisionnel des capital-risqueurs

La revue de la littérature révèle que le processus décisionnel des capital-risqueurs a suscité beaucoup d'intérêt depuis le début des années 1980. Plusieurs études proposent des modélisations du processus décisionnel d'investissement se basant sur les phases et les critères évoqués par les capital-risqueurs. Les scientifiques essaient de circonscrire les informations critiques déterminant la décision d'investissement (entre autres : Tyebjee et Bruno, 1984 ; MacMillan *et al.*, 1985, 1987 ; Robinson, 1987 ; Hall et Hofer, 1993 ; pour une revue complète, voir Zacharakis et Meyer, 2000). Trois constats se dégagent des résultats de ces travaux :

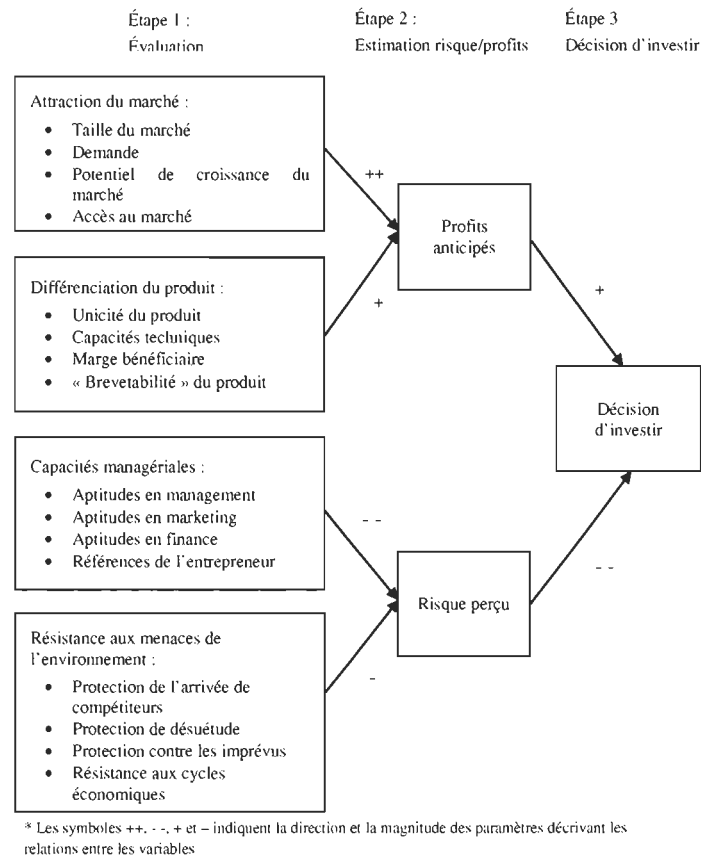
- Premièrement, les critères utilisés par les capital-risqueurs peuvent être groupés en six grandes catégories : caractéristiques de l'entreprise, caractéristiques du projet, caractéristiques de l'entrepreneur/équipe entrepreneuriale, produit/marché, industrie/environnement économique et stratégie d'affaires. Chaque catégorie contient plusieurs critères et une bonne partie d'entre eux sont liés à l'entrepreneur (Hall et Hofer, 1993).
- Deuxièmement, même si l'information utilisée par les capital-risqueurs est fortement quantitative, l'évaluation subjective de cette information est au cœur de la décision à prendre (entre autres : Tyebjee et Bruno, 1984 ; Hisrich et Jankowicz, 1990 ; Zacharakis et Shepherd, 2005). Tel que mentionné par Emblemavåg et Kjølstad (2002), « at any rate, our ability to identify risks is limited by our perceptions of risks ». (p. 843)
- Troisièmement, peu importe les critères de décision déclarés (*espoused*), les critères réellement utilisés par les capital-risqueurs (*in use*, Argyris et Schon,

1974 cités dans Shepherd et Zacharakis, 1999, Zacharakis et Meyer, 1998) combinent des méthodes rationnelles d'évaluation à un « coup de cœur » (St-Pierre, 2004), c'est-à-dire un processus intuitif dont la maîtrise nécessite des années d'expérience (Hisrich et Jankovitz, 1990).

Ces constats font ressortir un aspect important du processus décisionnel des capital-risqueurs, à savoir : sa dimension subjective. En fait, tel que discuté auparavant, le choix décisionnel peut être décomposé en trois éléments de base : conséquences, alternatives et l'incertitude de l'action (Behn et Vaupel, 1982, cités dans Zacharakis et Meyer, 2000). Les deux premières peuvent être anticipées avec un certain degré d'objectivité malgré la complexité engendrée par l'existence de plusieurs alternatives dont certaines sont inconnues. La troisième est difficilement quantifiable et implique une évaluation subjective de la situation. Elle est fortement liée à la perception du risque.

La notion du risque perçu comme déterminante de la décision des capital-risqueurs est explicitement introduite pour la première fois par Tyebjee et Bruno (1984). Dans un article souvent cité, ces auteurs proposent, à part la modélisation de l'activité des capital-risqueurs et une liste des critères évoqués par les répondants, un modèle de l'impact de ces critères sur la décision finale d'investissement. Ce modèle constitue l'aboutissement de deux études menées dans le double but de stimuler l'intérêt vers la modélisation de l'activité des capital-risqueurs, et de fournir aux entrepreneurs des indices pouvant les aider dans la présentation de leurs demandes et dans leur relation avec les sociétés de capital de risque. Selon leurs résultats, les facteurs déterminant l'acceptation ou le rejet d'un projet sont les profits anticipés et la perception du risque.

FIGURE 3 : MODÈLE DE L'IMPACT DES CRITÈRES ÉVOQUÉS PAR LES CAPITAL-RISQUEURS SUR LEUR DÉCISION D'INVESTISSEMENT



Source : Tyebjee et Bruno (1984)

Une analyse des critères évoqués dans le modèle de Tyebjee et Bruno (1984) permet de découvrir que la décision des capital-risqueurs semble basée sur deux types distincts d'information. L'estimation des gains attendus constitue le résultat de la « revue diligente¹⁰ », c'est-à-dire l'évaluation de l'information objective concernant le produit et le marché. Elle repose sur des critères techniques, financiers et économiques précis, bien développés et faisant l'objet d'un large consensus parmi les spécialistes. La perception du risque, quant à elle, est construite à partir d'impressions plutôt que d'informations. Malgré l'existence d'outils psychométriques et de tests psychologiques reconnus, il

¹⁰ La traduction française de « due diligence »

n'est jamais simple d'évaluer des aptitudes managériales et un potentiel entrepreneurial. Cette partie de l'évaluation est hautement subjective et dépend en grande partie de la personnalité et de l'expérience de l'expert.

Ce double aspect de l'évaluation du risque reste peu exploité dans la littérature. La recherche de Tyebjee et Bruno (1984) est suivie d'une série d'études visant à comprendre les mécanismes du processus décisionnel des capital-risqueurs, mais nous n'avons trouvé aucune qui traite de sa nature bidimensionnelle. Les travaux subséquents peuvent être divisés en quatre catégories. Certaines recherches focalisent sur les étapes du processus décisionnel (p.ex. : Tyebjee et Bruno, 1984; MacMillan *et al.*, 1985; Fried et Hisrich, 1994), d'autres tentent de définir les critères de sélection utilisés par les investisseurs (p. Ex. : Tyebjee et Bruno, 1984, MacMillan *et al.*, 1985; Dixon, 1991), un troisième type conteste les méthodes utilisées pour la collecte de données des études mentionnées précédemment (p. ex. : Hall et Hofer, 1993 ; Zacharakis et Meyer, 1998) et un dernier présente les méthodes et techniques d'évaluation utilisées par les investisseurs de capital-risque (p.ex. : Manigart *et al.*, 1997).

Certains de ces travaux s'orientent vers les aspects cognitifs de la prise de décision. Par exemple, Hisrich et Jankowicz (1990) étudient le rôle de l'intuition lors de l'évaluation d'un projet. Cette dernière implique l'intégration d'informations hétérogènes dont certaines ne sont même pas reliées au projet sous investigation. Une fois constituée, l'intuition mène à des généralisations et conclusions au sujet de l'évaluation globale du projet probablement différentes de l'évaluation qui aurait été faite si chaque information disponible était considérée séparément. Par ailleurs, les résultats de ces auteurs obtenus

à partir d'une technique empruntée à la psychologie (*repertory grid*¹¹) démontrent que la réflexion des capital-risqueurs s'articule principalement autour de quelques éléments centraux¹² lors de l'évaluation d'un projet, ce qui confirme la gouvernance de leur choix par une perception plutôt que par une évaluation formelle du risque.

De leur côté, Ruhnka et Young (1991) étudient la perception du risque et les stratégies de réduction du risque adoptées par les capital-risqueurs. Ces auteurs essaient d'élaborer un cadre conceptuel basé sur la théorie de l'utilité espérée (Neumann et Morgenstern, 1944), la *prospect theory* (Kahneman et Tversky, 1979) et l'approche « portefeuille » (Coombs, 1975). Leurs résultats démontrent une évolution des risques selon le stade de développement des projets ainsi que la présence de stratégies spécifiques adoptées par les capital-risqueurs afin de se prémunir contre ces risques. De plus, les auteurs soulignent la difficulté de généralisation en ce qui concerne les risques spécifiques. Vu la diversité des entreprises financées, les capital-risqueurs peuvent difficilement transposer les risques anticipés d'un projet à un autre. Même pour le risque d'exécution ou de management qui est omniprésent, les manifestations concrètes diffèrent d'une entreprise à l'autre. L'apprentissage par expérience n'est pas non plus une option valable, car le « *feed-back* » donné par les résultats des décisions passées est retardé (Shepherd et Zacharakis, 2002). L'horizon temporel en cause est assez important : sept ans sont nécessaires pour qu'un gagnant puisse émerger, tandis que le délai moyen pour qu'un « citron » se manifeste est de deux ans (Timmons, 1999, cité dans Shepherd et

¹¹ Cette technique est basée sur une théorie du domaine de la psychologie qui stipule que la construction de sens par les individus s'effectue par l'application d'attributs bipolaires du style plaisant/déplaisant, bon/mauvais, etc. à chaque phénomène de la vie, y compris l'activité professionnelle. À partir des éléments évoqués par leurs répondants, Hishrich et Jankowicz ont construit des grilles sur trois axes : management, unicité de l'opportunité et bénéfices appropriés. Par la suite, ils ont appliqué une analyse en composantes principales pour déceler les relations entre les principaux construits et l'évaluation globale des projets.

¹² Les deux premières composantes de la réflexion de leurs répondants expliquent entre 71 % et 89 % de la variance et ces composantes diffèrent selon les individus. Par exemple, l'un de leurs répondants articule son évaluation autour de l'historique du management et la connaissance du potentiel du marché, tandis qu'un autre préconise l'efficacité de l'équipe managériale et l'âge de la compagnie.

Zacharakis, 2002). Cet écart permet à d'autres facteurs d'agir sur les résultats de l'entreprise financée (par exemple : changements dans la demande, dans l'équipe de gestion, dans le produit initial, etc.), ce qui biaise la validité des résultats comme critère d'évaluation de la décision prise antérieurement (Zacharakis et Meyer, 2000). Par ailleurs, selon la littérature financière, les résultats obtenus par les capital-risqueurs dans leurs investissements semblent obéir immuablement à la règle dite « 2-6-2 ». Peu importe les critères et les processus de décision, le portefeuille des sociétés de capital de risque paraît respecter la configuration suivante : 20 % des investissements effectués connaissent un véritable succès, 80 % survivent sans aucun rendement satisfaisant et 20 % constituent une perte totale (St-Pierre, 2004). Dans ces conditions, puisqu'on ne peut pas identifier les gagnants à l'avance, le rendement exigé des investissements « vedettes » est calculé de manière à compenser les frais et les pertes anticipées des autres placements et à ramener le taux de rendement global du portefeuille à un niveau acceptable. Ainsi, les capital-risqueurs peuvent difficilement évaluer leurs décisions à partir des résultats obtenus à cause des importants horizons temporels et des facteurs qui entrent en compte *a posteriori* de la décision et affectent ces résultats. Par conséquent, les évaluations des risques potentiels sont effectuées au cas par cas et sont hautement subjectives.

Zacharakis et Meyer (2000) abondent dans le même sens. Ces auteurs ont élaboré un modèle décisionnel (basé sur des critères à pondération équivalente) à partir d'une expérimentation visant à capturer les critères d'évaluation d'un groupe de capital-risqueurs. Par la suite, ils ont comparé les évaluations de 25 projets d'investissement faites à l'aide du modèle aux évaluations faites par des capital-risqueurs de ces mêmes projets. Seulement un capital-risqueur a égalé l'exactitude du modèle et personne ne l'a dépassé, ce qui vient de démontrer que l'évaluation finale n'est pas fondée uniquement sur des informations objectives, mais comporte aussi des éléments subjectifs liés à la perception du risque. Tel que mentionné par Johnson-Laird (1989, cité dans Zacharakis et Meyer, 2000, p.328) :

« Nous avons l'impression de percevoir le monde directement, et non pas comme une représentation de la réalité. Pourtant, ce phénomène est illusoire : ce que nous percevons dépend de ce qui existe dans notre esprit, de ce qui est "gravé" par l'évolution dans notre système nerveux et de ce que nous savons comme résultat de notre expérience. Les limites de nos modèles constituent les limites de notre monde. » [traduction libre]¹³

En effet, la perception du risque est basée sur le principe de modélisation et le modèle constitue une représentation de la réalité et non pas la réalité elle-même. Cette représentation est influencée par les antécédents personnels des décideurs et comporte une charge émotionnelle liée entre autres aux résultats passés. Tel que mentionné par Kisfalvi (2000), la réflexion, les sentiments et les actions sont intégrées et profondément enracinées dans l'expérience passée.

Dans les dernières années, l'impact des processus affectifs sur la perception du risque est reconnu. Nous avons déjà mentionné l'hypothèse « risk-as-feelings » (Keller *et al.*, 2006 ; Kobbeltved *et al.*, 2005 ; Loewenstein *et al.*, 2001 ; Williamset *et al.*, 2003) qui postule un effet direct des sentiments sur les choix comportementaux et une liaison réciproque entre les évaluations cognitives et les sentiments. Selon un autre courant, l'« affect heuristics » (Finucane *et al.*, 2000 ; Keller *et al.*, 2006 ; Slovic *et al.*, 2007), les individus consultent un ensemble affectif lors d'une évaluation du risque. De plus, un effet d'halo fait en sorte que les événements désirés sont perçus comme ayant un risque peu élevé, tandis que les non-désirés sont perçus comme ayant un risque élevé et un bénéfice marginal. Le modèle « feelings as information » (Schwarz *et al.*, 1985 ; Schwarz et Clore, 1983) suppose que les sentiments peuvent renfermer de l'information qui produit un impact direct sur le jugement.

¹³ We seem to perceive the world directly, not a representation of it. Yet this phenomenology is illusory: what we perceive depends on what is in our heads – on what evolution has « wired » into our nervous systems and what we know as a result of experience. The limits of our models are the limits of our world.

Dans le cas des capital-risqueurs, leur modélisation de la réalité, bien qu'étayée par de l'information objective, présente quand même la limite de la dimension émotionnelle inhérente à toute prise de décision. En d'autres mots, « la carte n'est pas le territoire » (Korzybski, 1953). Par ailleurs, comme tous les experts, les capital-risqueurs n'utilisent pas toute l'information disponible, mais seulement quelques critères qu'ils jugent importants (Kirschenbaum, 1992) et qui forment leur perception du risque d'un projet, le reste de l'information servant seulement pour augmenter leur confiance dans leur propre décision (Zacharakis et Meyer, 2000). La question se pose : quels sont en réalité les critères qui entrent dans leur perception du risque ?

Plusieurs études (entre autres : Tyebjee et Bruno, 1984 ; MacMillan *et al.*, 1985, 1987 ; Robinson, 1987 ; Hall et Hofer, 1993 ; Zacharakis et Meyer, 2000) documentent les critères utilisés par les capital-risqueurs. Les facteurs relevés peuvent être groupés en cinq catégories globales (Tableau 3) qui se répètent dans les différents travaux, mais leur importance relative ne fait pas l'objet d'un consensus entre les auteurs.

Dans l'ensemble, les chercheurs concluent que les caractéristiques du produit/service et du marché sont des conditions essentielles, mais non suffisantes pour le succès d'un projet et que les qualités de l'équipe entrepreneuriale constituent un critère essentiel dans la décision d'investir.

TABLEAU 3 : CRITÈRES UTILISÉS PAR LES CAPITAL-RISQUEURS LORS DE L'ÉVALUATION D'UN PROJET

<i>Study</i>	<i>Wells (1974)</i>	<i>Pointdexter (1976)</i>	<i>Tyebjee et Bruno (1984)</i>	<i>MacMillan et al. (1984)</i>	<i>MacMillan et al. (1987)</i>	<i>Robinson (1987)</i>	<i>Timmons et al. (1987)</i>	<i>Hall et Hoffer (1993)</i>
<i>Entrepreneur/team characteristics</i>								
Mgmt skills and experience	X	X	X	X	X	X	X	X
Venture team				X	X	X		X
Mgmt stake in firm		X	X					
Personal motivation	X					X		
Entr personality				X				
<i>Product/service characteristics</i>								
Product attributes	X		X	X	X			
Product differentiation			X				X	
Proprietary	X			X	X			
Growth potential			X					
Market acceptance				X			X	
Prototype				X				
<i>Market characteristics</i>								
Market size	X		X				X	X
Market growth	X		X	X		X	X	
Barriers to entry			X				X	
Competitive threat				X	X		X	
Venture creates new market				X				
<i>Financial characteristics</i>								
Cash-out method	X		X					
Expected ROR		X	X	X			X	
Expected risk		X						
Percentage of equity		X						
Investor provisions		X						
Size of investment	X		X					
Liquidity				X	X	X		
<i>Other</i>								
References	X					X		
Venture development stage		X	X					
VC investment criteria								X

Source : Zacharakis et Meyer (2000)

Ces études présentent aussi certaines limites. Plusieurs d'entre elles sont effectuées par questionnaire, ce qui pourrait éventuellement introduire un biais de disponibilité¹⁴ et faire différer les résultats par rapport à une évaluation en temps réel (p.ex. : MacMillan et al., 1987; Robinson 1987, Hatton et Moorehead, 1996).

¹⁴ Un phénomène psychologique où le jugement de la probabilité d'un événement est déformé par le nombre des apparitions qui peuvent être remémorées et la facilité avec laquelle ses apparitions viennent en esprit. En général, plus il est facile de se rappeler un événement, plus haute est sa probabilité estimée. (Slovic, 1972 ; Tversky et Kahneman, 1971, 1991). Dans le cas des études par questionnaire, le fait de voir certains éléments dans les questions peut rafraîchir la mémoire des répondants et biaiser ainsi les résultats.

Par ailleurs, dans une expérience de capture de politiques décisionnelles en temps réel sur 53 capital-risqueurs, Zacharakis et Meyer (1998) constatent que les politiques réellement appliquées (*in use*) diffèrent de celles déclarées comme importantes par les participants (*espoused*). Aussi, une compréhension insuffisante de leur propre processus décisionnel est remarquée chez les participants. Même si les capital-risqueurs sont très cohérents dans l'application de leurs critères effectifs (*in use*), Zacharakis et Meyer (1998) suggèrent que leur introspection est inexacte. Les politiques déclarées (*espoused*) expliquent la présence de beaucoup plus de critères dans les études précédentes. Plusieurs facteurs notés par les recherches antérieures ne sont pas effectivement utilisés dans l'évaluation des projets d'investissement. Combinées à des introspections *ex post*, les politiques déclarées biaisent la compréhension du processus décisionnel des capital-risqueurs autant par eux-mêmes que par les chercheurs. Tel que mentionné par Zacharakis et Meyer (2000, p. 340) :

« Les capital-risqueurs ne peuvent pas effectuer des ajustements précis à leur processus d'évaluation s'ils ne le comprennent pas réellement. » [traduction libre]¹⁵

Dans le même ordre d'idées, une formalisation du processus d'évaluation du risque, plus précisément de sa partie la plus difficile à saisir : la perception du risque, pourrait être de grande utilité. D'une part, elle permettrait une meilleure compréhension du processus décisionnel d'investissement, tant de la part des chercheurs que de la part des capital-risqueurs eux-mêmes et, d'autre part, elle pourrait orienter les entrepreneurs quant aux éléments qui sont déterminants pour l'obtention d'un financement par capital de risque.

En conclusion, les difficultés que confrontent les capital-risqueurs lors de l'évaluation d'un projet d'investissement sont importantes. En premier lieu, ils travaillent dans un environnement très riche en information, incertain et ambigu (Shepherd et Zacharakis,

¹⁵ VCs cannot make accurate adjustments to their evaluation process if they do not truly understand it.

2002). Cette situation les force à évaluer la probabilité de succès ou d'échec d'un projet en analysant l'information disponible à un coût raisonnable par rapport à son utilité. En deuxième lieu, la clé de succès ou d'échec d'un projet est essentiellement liée à l'élément humain, un élément difficile à saisir. Tel que mentionné par MacMillan *et al.* (1985), la qualité du management est beaucoup plus difficile à évaluer que la faisabilité technique, financière ou commerciale. Par ailleurs, dans un projet entrepreneurial, il s'agit souvent d'évaluer un *potentiel* et non pas un *historique* de management. En dernier lieu, les résultats liés à l'investissement sont décalés sur un horizon temporel variant entre deux et dix ans. Toutes ces difficultés empêchent l'évaluation objective et, par conséquent, la perception du risque devient une déterminante importante de l'estimation du risque des projets.

Tel que déjà mentionné, l'évaluation du risque est un élément de divergence entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs lors des démarches de financement (St-Pierre, 2004). Même s'il existe plusieurs outils et modèles d'évaluation *ex ante* du risque (par exemple : *credit scoring*, Chevalier et Hirsch, 1982 ; Mathé et Rivet, 1997 ; Barthélemy, 2000, tirés de St-Pierre, 2004), ils reposent sur de l'information financière « standardisée ». Les ratios financiers sont historiques et ne reflètent pas entièrement la réalité de l'entreprise. Les informations quantitatives demeurent un facteur important, mais doivent être complétées par des informations qualitatives pour donner une image plus « fidèle » de la situation (St-Pierre, 2004). Par contre, l'information qualitative laisse place à l'interprétation et contribue à former la perception du risque. Cette dernière est un élément non « objectivisable » du processus d'évaluation et dépend du contexte et des acteurs en cause.

Dans cette optique, comprendre qu'est-ce que les capital-risqueurs considèrent comme risque et comment leur perception du risque se décline en fonction de leurs antécédents permettra une meilleure communication et compréhension mutuelle entre ces derniers et les entrepreneurs. Tel que mentionné par Shepherd et Zacharakis (2002) :

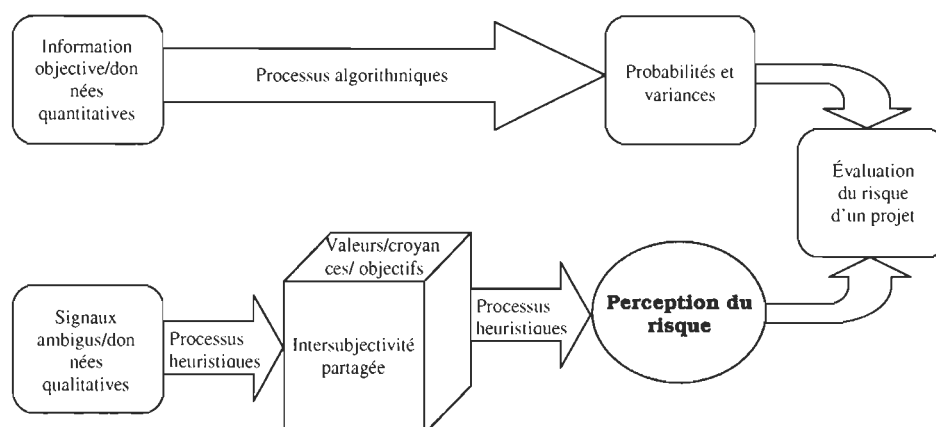
« Cette connaissance pourrait être utilisée pour réduire les conflits de négociation ou pour apprendre de l'expérience d'autrui. Par exemple, les entrepreneurs pourraient implanter dans leurs compagnies les caractéristiques que les capital-risqueurs désirent ou, à tout le moins, ils pourraient présenter leur proposition de manière à accentuer les aspects positifs et minimiser les faiblesses. » [traduction libre]¹⁶

Cadre conceptuel et objectifs de la recherche

Le schéma qui suit représente le cadre conceptuel de cette recherche. Il traduit la conception de l'évaluation du risque d'un projet en tant qu'ensemble de processus algorithmiques et heuristiques. Les premiers sont basés sur des informations objectives et quantifiables, et sont relativement indépendants des acteurs en cause. Les deuxièmes constituent une interprétation de signaux ambigus et d'informations qualitatives. Ils sont fortement subjectifs, influencés par la personnalité des acteurs, leurs antécédents et leur expérience. Les processus heuristiques constituent la perception du risque d'un acteur donné et cette dernière est considérée, dans le cadre de cette étude, comme une déterminante essentielle de la décision finale d'investissement.

¹⁶ Such knowledge could be used to reduce conflict in negotiation or to learn from other's experience. For example, entrepreneurs could implement in their ventures the characteristics that VCs desire, or at least could package their proposal to emphasize the positives and minimize the weaknesses.

FIGURE 4 : CADRE CONCEPTUEL



Il est important de rappeler que l'idée de l'importance de la perception du risque est justifiée par la spécificité de l'activité des capital-risqueurs. Même si l'information utilisée dans le cadre de leur travail est fortement quantitative, l'évaluation subjective de cette information est au cœur de la décision à prendre (Hisrich et Jankowicz, 1990). En deuxième lieu, comme tous les experts, les capital-risqueurs utilisent seulement quelques critères qu'ils jugent importants (Kirschenbaum, 1992) et qui forment leur perception du risque d'un projet, le reste de l'information servant uniquement pour augmenter leur confiance dans leur propre décision (Zacharakis et Meyer, 2000). De leur côté, les entrepreneurs disposent de beaucoup plus d'information sur les projets (asymétrie informationnelle). Par contre, en tant qu'experts dans leur domaine, ils considèrent uniquement certains critères qu'ils jugent importants et ignorent carrément les autres aspects du projet.

Ce jugement de valeur interpelle les motivations et les objectifs des acteurs en cause qui, dans le cas sous investigation, sont très différents, pour ne pas dire diamétralement opposés. Tel que mentionné dans un rapport d'Industrie Canada (2004, p. 13) :

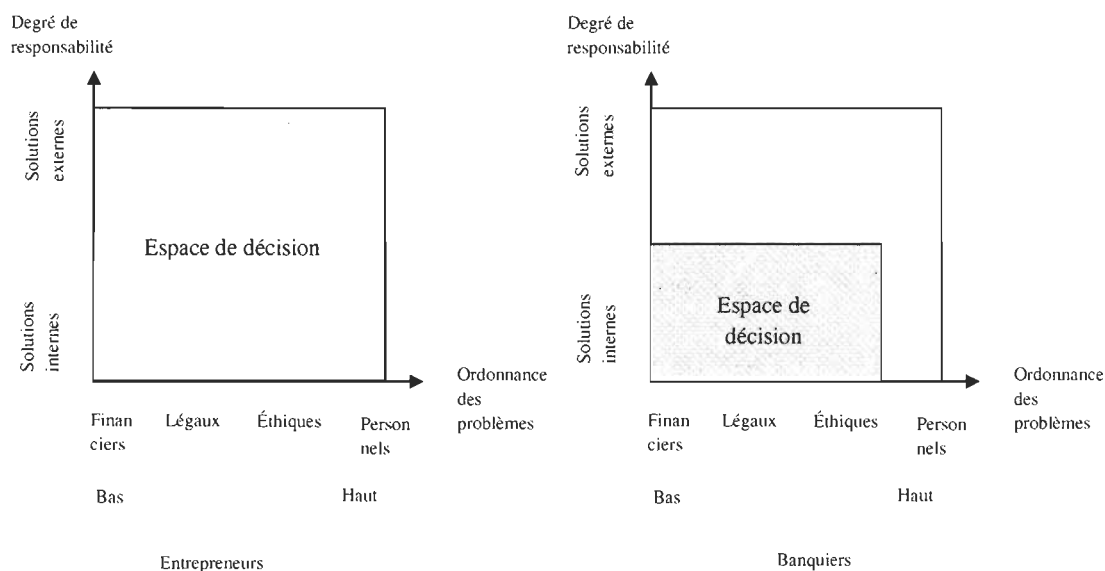
« Les investisseurs de CR [...] ne sont pas motivés par des questions de développement économique national, des sentiments altruistes ou d'autres

considérations du genre. Le CR n'est pas seulement un investissement; il s'agit plutôt d'un partenariat entre l'entrepreneur et l'investisseur de CR qui repose sur des intérêts contraires, voire diamétralement opposés. Pour l'investisseur de CR, les compétences de l'équipe de l'entrepreneur seront probablement le principal facteur déterminant de sa décision d'investir. La plupart des entrepreneurs ont une confiance absolue dans leurs propres capacités et croient que leur meilleur atout est leur technologie, leurs idées ou leur sens aigu des affaires. [...] Pour toutes ces raisons, la négociation de transactions de CR et la relation entre les investisseurs de CR et les entrepreneurs peuvent être complexes et laborieuses.»

Les objectifs et les motivations jouent un rôle très important dans la représentation interne de l'espace décisionnel. Dans la théorie de la prise de décision, il est considéré que la représentation du problème et l'espace de décision sont très importants pour comprendre comment les décisions sont prises. Yates (1990) sépare le processus en deux étapes distinctes : (1) la découverte ou la génération des alternatives et (2) l'évaluation du choix. La première est justement l'étape de la représentation interne qui est cruciale pour comprendre non seulement comment le risque est perçu, mais aussi comment il est géré, car c'est là où s'effectue la découverte ou la génération des alternatives pour effectuer le choix décisionnel (Yates, 1990).

Sarasvathy *et al.* (1998) dans une étude sur la perception et la gestion de risque, ont comparé les espaces décisionnels des entrepreneurs et des banquiers et ont constaté qu'il existe des dissemblances capitales entre ces deux catégories d'acteurs économiques (figure 5 ci-dessous). Selon ces auteurs, les individus perçoivent le risque différemment à cause des différents espaces cognitifs dans lesquels ils cherchent des solutions et non pas parce que le risque est un attribut objectif des décisions et des événements.

FIGURE 5 : ESPACE DÉCISIONNEL DES ENTREPRENEURS ET DES BANQUIERS

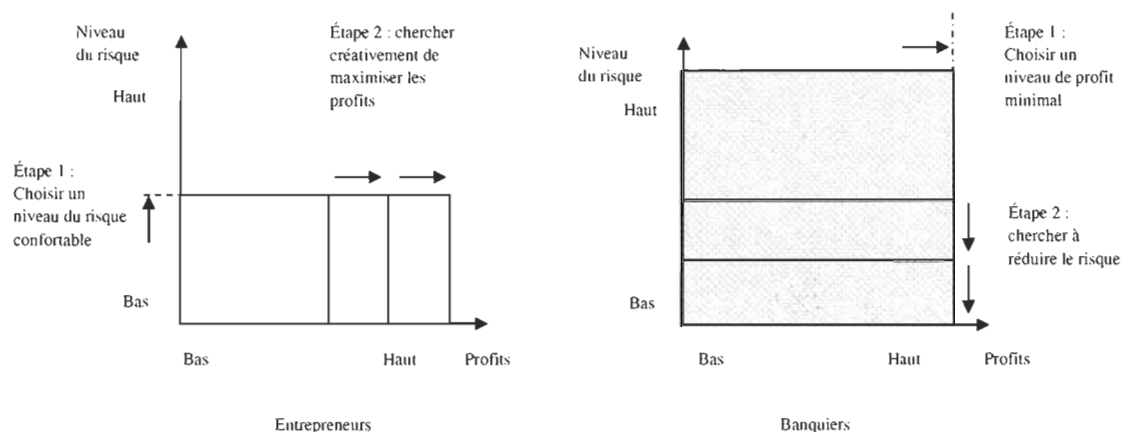


Source : Sarasvathy *et al.* (1998)

En général, il paraît que les entrepreneurs tiennent compte de leurs valeurs dans la prise de décision. Ils acceptent le problème comme entièrement leur responsabilité et cherchent des solutions de manière proactive à l'interne et à l'externe. Les banquiers, par contre, excluent toute implication personnelle de leur décision.

Ainsi, selon les auteurs, pour comprendre le risque, il est nécessaire de prendre en compte le sentiment de contrôle et de responsabilité des sujets ainsi que leurs valeurs personnelles. Par ailleurs, dans la même étude, Sarasvathy *et al.* (1998) proposent un schéma par étape consécutive de la prise de décision pour les deux catégories d'acteurs économiques (voir figure 6) et constatent, encore une fois, des différences significatives.

FIGURE 6 : SCHÉMA DE PRISE DE DÉCISION DES ENTREPRENEURS ET DES BANQUIERS



Source : Sarasvathy et al. (1998)

Les banquiers fixent un revenu critique et considèrent tout revenu en bas de ce seuil comme perte. Cette procédure est appelée « *conjunctive decision procedure* » par Yates (1990). Les entrepreneurs, par contre, choisissent un niveau de risque confortable et cherchent à augmenter les profits par après. Cette dissemblance est expliquée par Sarasvathy et al. (1998) par l'expérience antérieure qui diffère fortement entre les deux groupes et conditionne les représentations différentes.

Transposé à la relation entre les entrepreneurs et les capital-risqueurs lors de l'évaluation du risque d'un projet, ce raisonnement pourrait expliquer leurs positions assez éloignées. Dans une perspective psychodynamique, les décisions et les comportements sont conditionnés par les expériences antérieures (Koellinger, Minniti Et Schade, 2007 ; Kisfalvi, 2002, 2009). De plus, le lien entre la situation actuelle et l'histoire antérieure est effectué par l'entremise de réactions psychologiques basées sur les émotions (Damasio, 1994 ; Kisfalvi, 2009). La charge émotionnelle est indissociable de chaque processus de prise de décision et doit être considérée pour expliquer pleinement l'évaluation du risque (Koonce, McAnally et Mecer, 2005 ; Kisfalvi, 2003, 2009). Les antécédents et l'émotivité jouent un rôle de médiateur sur les perceptions individuelles (Koellinger, Minniti Et Schade, 2007). Ceci est d'autant plus vrai dans le

cadre de la prise de décision en conditions d'incertitude où les perceptions sont un médiateur entre les préférences et le comportement et affectent en même temps les estimations des probabilités et des résultats (Kahneman et Tversky, 1979; Tversky et Kahneman, 1991).

L'importance de la perception du risque dans la relation entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs prend également racines dans la nature même du concept du risque. Ce dernier constitue en même temps un « phénomène naturel » observable et mesurable indépendant de l'observateur et un « phénomène construit », intimement lié aux perceptions, aux antécédents et à l'expérience des acteurs concernés. En tant que fait social, le risque est enraciné dans l'intersubjectivité partagée des acteurs concernés parfois même sans égard aux probabilités et aux conséquences factuelles.

Le cadre conceptuel exposé jusqu'à présent met en lumière la nature multidimensionnelle du risque et la complexité inhérente au processus d'évaluation du risque d'un projet. Dans cette optique, il nous paraît nécessaire d'adopter une perspective interdisciplinaire. Elle doit réunir les connaissances de plusieurs disciplines, être holistique et intégrative, capable d'englober toutes les dimensions de la question, reconnaître que le risque est lié à l'incertitude et aux crises de confiance et refléter sa nature dynamique (McGill et Siu, 2005).

En adoptant ce point de vue, cette étude vise à circonscrire les constituants de la perception du risque des capital-risqueurs tels qu'évoqués spontanément par les répondants. De façon plus spécifique, nos objectifs sont de :

- (d) Décrire les dimensions qui forment la perception du risque des capital-risqueurs lors de l'évaluation d'un projet d'investissement;*
- (e) Capter l'importance relative que les capital-risqueurs attribuent à chacun de ces critères ;*

(f) Rechercher un éventuel « pattern » décisionnel propre aux capital-risqueurs.

Pour ce faire, nous avons adopté une approche qualitative, une méthodologie par entrevue semi-dirigée et une analyse de contenu dont les détails sont exposés dans les paragraphes qui suivent.

CHAPITRE 2 : Cheminement méthodologique

2.1 Positionnement épistémologique

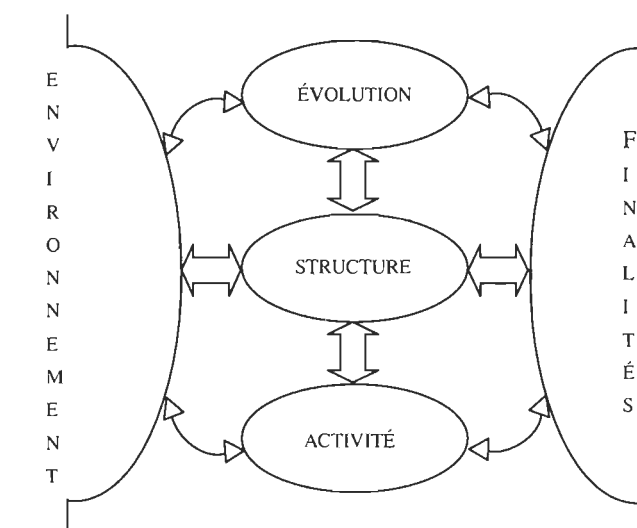
Etant donné que « les paradigmes procurent un cadre conceptuel à travers lequel voir le monde » (Hesse-Biber et Leavy, 2006, p. xii), il est important de préciser le positionnement épistémologique de cette recherche. Elle s'inscrit dans le constructivisme systémique, puisque basée sur la croyance qu' « un projet, artefact formé par un humain dans un contexte donné, ne peut avoir le statut “objectif” d'un objet naturel a priori indépendant de l'humain qui l'observe » (Le Moigne, 2006, p.V) et que « le raisonnement transforme de façon téléologico-critique¹⁷ le modèle sur lequel il s'exerce, et le modèle ainsi transformé transforme de façon téléologico-critique le raisonnement qui l'a formé » (Le Moigne, 2006, p. XV).

Le concept de système a été « forgé pour faciliter les appréhensions, voire les compréhensions, de processus ouverts plutôt que d'objets fermés » (Le Moigne, 2006, p. VII), ce qui est précisément le but de cette étude. La particularité du constructivisme systémique réside dans la prise en compte de l'environnement et des finalités des acteurs en cause. Dans le cas de la perception du risque, ces deux éléments sont cruciaux pour la formation de la représentation finale de ce qui est à craindre et des moyens pour le contrôler. L'orientation téléologico-critique ajoute à l'approche adoptée dans le cadre de cette recherche une dimension que la modélisation analytique ignore souvent : la prise en compte des processus récursifs moyens-fins-moyens. En d'autres termes, ce positionnement épistémologique permet de mettre en évidence l'importance décisive des buts qui, sur l'axe temporel, se trouvent dans le futur, mais qui façonnent les actions présentes. Ces dernières, en se développant, modifient les buts, ce qui enclenche un processus itératif de transformation (Le Moigne, 2006).

¹⁷ La téléologie ici est définie comme cette finalité, dans l'approche systémique, à partir de laquelle s'effectuent la conception par modélisation d'un construit social et sa mise en œuvre. En d'autres termes, le répondant, tout comme le chercheur, est un acteur avec ses propres buts et intérêts, et pour lequel le résultat n'est pas neutre. Le positionnement critique permet de ne pas s'enfermer dans un point de vue unique, de percevoir ce qui pourrait exister autrement, de considérer les différentes perspectives possibles.

Le paradigme systémique, tel qu'adopté dans le cadre de cette étude, peut être schématisé de façon suivante :

FIGURE 7 : SCHÉMATISATION DU PARADIGME SYSTÉMIQUE



Source : Le Moigne (2006)

Ce cadre correspond exactement aux présomptions sous-jacentes à cette recherche, notamment : le processus d'évaluation du risque d'un projet n'est pas uniquement algorithmique et objectif. Il comprend une partie heuristique importante basée sur des perceptions subjectives qui sont situationnelles, c'est-à-dire contingentes au contexte, aux finalités du décideur et aux dimensions subjectives internes du décideur. Aussi, l'évaluation du risque évolue à la mesure que des actions sont engagées dans le but de s'en prémunir ce qui, à son tour, provoque des transformations dans le point de vue des acteurs, engendre des actes en conséquence et ainsi de suite. Dans cette perspective, la modélisation systémique reconnaît les raisonnements heuristiques sans nier pour autant le formalisme algorithmique et la rationalité linéaire déductive. Elle semble la plus appropriée pour étudier un phénomène aussi complexe que le risque étant donné qu'elle permet d'adopter la perspective holistique dont il a été question dans le cadre théorique appuyant la présente étude.

2.2. Approche utilisée

L'objectif de cette recherche est de mieux définir les contours de la perception du risque des capital-risqueurs. Cette perception étant un phénomène complexe et difficile à expliciter (et encore plus à quantifier), une approche qualitative est privilégiée avec une méthodologie appropriée qui peut suivre ses variations.

Le risque étant un fait social, il est assujéti aux changements rapides caractérisant notre époque. Or, dans un mode de changements rapides, « on ne peut plus étudier les transformations sociales et les microsystemes sociaux avec un instrument qui mise uniquement sur la régularité, la stabilité et le grand nombre : il faut s'approcher du terrain, se faire plus inductif et se laisser imprégner par l'air du temps » (Deslauriers, 1991, p.5). Dans ce sens, les données qualitatives ont un fort potentiel de décryptage de la complexité, elles sont riches et possèdent un caractère englobant. Elles produisent des descriptions denses, liées au contexte et capables de rendre compte des processus, perceptions et suppositions des individus. De plus, elles sont flexibles et ont un fort potentiel de test d'hypothèses (Miles et Huberman, 2003).

La recherche qualitative s'intéresse aux actions que les individus entreprennent à partir de leurs représentations de la réalité (Deslauriers, 1991). C'est la démarche par excellence pour répondre à la question de cette étude. Aussi, « [...] les données qualitatives sont davantage susceptibles de mener à d'"heureuses trouvailles" et à de nouvelles intégrations théoriques ; elles permettent aux chercheurs de dépasser leurs *a priori* et leurs cadres conceptuels initiaux » (Miles et Huberman, 2003, p. 11).

Les « heureuses trouvailles » de la citation ci-dessus constituent une traduction française du concept anglo-saxon de *serendipity* : l'occurrence et le développement d'événements par hasard, d'une façon heureuse ou favorable ; un coup fortuné (Merriam-Webster Online Dictionary, 2009). Laref.). Cependant, la traduction met l'accent sur le hasard et ne réussit pas complètement rendre compte de la profondeur de ce concept qui reflète

notamment la richesse et la pluralité des données qualitatives. Ce type de données permet une analyse sur plusieurs niveaux, du sens apparent aux nuances subtiles qui traduisent la « relativité » de la notion de réalité, telle que conçue dans l'optique constructiviste, notamment : construite par l'acteur à travers ses interactions avec les phénomènes qu'il perçoit et conçoit (Brechet, 1997).

2.3. Démarche scientifique

La présente étude est considérée comme exploratoire et descriptive car le but principal est de « regarder un problème sous un angle nouveau » (Pettersen, 2007). L'objectif visé est de décrire les éléments du risque évoqués par les répondants et d'essayer en déduire un pattern commun propre aux capital-risqueurs.

La démarche générale adoptée peut être définie comme une approche holistico-inductive selon les termes de D'Amboise (1996). Dans cette perspective, même s'il existe un cadre théorique préliminaire, le but principal est de laisser parler le terrain. La construction de la connaissance prend forme ici par « un raisonnement qui va du particulier au général, plus précisément qui débute par l'observation de phénomènes particuliers pour ensuite essayer de dégager une théorie plus générale de ces observations » (D'Amboise, 1996, p. 76). Le terme « holistico » fait allusion au fait que le chercheur porte son attention sur l'ensemble du phénomène d'intérêt et ce, dans son contexte et son environnement.

« Bien qu'une certaine structure soit établie au préalable par le chercheur, cette structure lui laisse assez de flexibilité pour qu'il puisse corriger son tir en cours de route en fonction des observations et des analyses effectuées. [...] Le chercheur doit prendre grand soin de ne pas arbitrairement imposer une structure au contexte de la recherche inductive, toute structure devant prendre en considération la pleine richesse que lui offre le contexte. De cette façon, il évite que des aspects importants de la réalité ne lui échappent, comme cela est susceptible de se produire lorsque la

structure est à ce point rigide qu'elle sert de carcan au chercheur » (D'Amboise, 1996, p. 77).

Dans cette optique, nous avons entrepris une exploration des éléments qui constituent la perception du risque des capital-risqueurs. En un premier temps, nous avons compilé les éléments constitutifs de la perception du risque, tels qu'évoqués par les répondants. Par la suite, les données ont été soumises à une analyse de contenu afin d'en dégager un éventuel pattern décisionnel répétitif ou un *modus operandi* particulier.

2.4. Méthodologie

Tout au long de cette étude, nous avons essayé de garder un esprit ouvert et de laisser parler le terrain. Nous avons abordé le problème avec un minimum d'idées préconçues et avec quelques hypothèses qui exprimaient notre vision des éléments et des relations les plus probables dans le cadre du problème étudié (D'Amboise, 1996). Cependant, nous nous sommes efforcés de ne pas laisser ces hypothèses influencer notre compréhension du terrain et nous avons essayé de rester réceptifs à toute indication contraire à nos croyances.

2.4.1. Stratégie de recherche

Ainsi, nous avons préconisé une stratégie par entrevue semi-dirigée avec des questions ouvertes et intentionnellement très générales pour pouvoir capter les facteurs qui émergent spontanément dans le discours des répondants (voir le protocole d'entrevue à l'Annexe 1). Ainsi, les répondants avaient la liberté de parler des aspects qui leur semblaient importants ce qui nous permettait de ressortir les critères réellement utilisés lors de l'évaluation du risque et non pas les critères déclarés. Selon notre raisonnement, les éléments qui reviennent le plus souvent et d'une manière spontanée dans le discours des répondants sont ceux auxquels ils accordent une grande importance. De cette manière, nous croyons avoir pu éviter les biais de disponibilité et les efforts de

rationalisation et de justification de la décision de la part des répondants. Aussi, cette façon de faire élimine en grande partie la possibilité d'induire la « bonne réponse ».

2.4.2. Échantillonnage

Le choix de la technique d'échantillonnage ne saurait être dissocié de la problématique à l'étude. Vu la portée de cette recherche (la population visée est l'ensemble des décideurs dans les sociétés de capital de risque au Québec), et les contraintes de temps et de moyens, un échantillon non probabiliste a été préconisé. Tel que mentionné par Beaud (2003, p. 212) : « la quête de perfection méthodologique constitue souvent plus un frein à la recherche qu'un véritable moteur ». Un échantillon intentionnel, de type proche qui « offre des renseignements à partir des cas les plus facilement accessibles » (Deslauriers, 1991, p.58) a donc été utilisé. Ainsi, nous avons eu recours à l'échantillonnage théorique, tel que défini par Eisenhardt (1989) :

« Les cas devraient être choisis pour reproduire les cas précédents ou pour prolonger la théorie émergente, ou ils peuvent être choisis pour remplir les catégories théoriques et fournir des exemples des types polaires. Étant donné le nombre limité de cas qui peuvent habituellement être étudiés, cela se comprend de choisir des cas tels que les situations extrêmes et les types polaires dans lesquels le processus d'intérêt est "observable de façon transparente". Ainsi, le but du prélèvement théorique est de choisir les cas qui sont susceptibles de reproduire ou prolonger la théorie émergente¹⁸ » [traduction libre] (p. 537).

Nous avons essayé, dans la mesure du possible, de reproduire la structure de l'industrie du capital de risque du Québec. Cette dernière est caractérisée par la présence de

¹⁸ The cases may be chosen to replicate previous cases or extend emergent theory, or they may be chosen to fill theoretical categories and provide examples of polar types. Given the limited number of cases which can usually be studied, it makes sense to choose cases such as extreme situations and polar types in which the process of interest is "transparently observable". Thus the goal of theoretical sampling is to choose cases which are likely to replicate or extend the emergent theory.

plusieurs types de fonds : les fonds privés indépendants dont les capitaux sont fournis par un petit nombre de personnes ou d'organisations; les fonds de capital de risque de travailleurs qui sont composés de capitaux réunis auprès de particuliers et sont assortis d'importants crédits d'impôt; les filiales de sociétés financées par les sociétés mères; les fonds dans lesquels l'apport de capitaux initial provient de sources publiques et les autres fonds (Industrie Canada, 2002). Ainsi, notre échantillon initial était composé d'un fonds privé, une filiale de société, deux fonds institutionnels de sources publiques et deux fonds de fonds, c'est-à-dire des fonds dont les capitaux sont fournis par d'autres fonds autant privés qu'institutionnels. Les fonds de fonds sont caractérisés par une durée de vie un peu plus longue (de 10 à 15 ans), une gestion effectuée par équipe d'experts indépendants et ils sont ouverts à des investisseurs comme des fonds de pension de banques, d'universités ou d'entreprises.

Notre deuxième motivation pour le choix d'une telle diversité de l'échantillon était de pouvoir capter l'influence de la politique institutionnelle sur la décision d'investissement. Étant donné que les fonds de sources publiques ont, à part l'objectif de fournir un rendement satisfaisant, une mission de développement industriel et territorial, notre hypothèse était que cette mission va influencer jusqu'à un certain point les critères d'investissement.

Cependant, notre échantillon s'est modifié au cours de la recherche. Le représentant du fonds privé a refusé d'être enregistré et nous l'avons retiré de l'échantillon à cause de l'impossibilité, dans ce cas, d'appliquer en partie la méthodologie choisie, notamment en ce qui a trait à l'analyse des fréquences d'évocation spontanée. Nous avons remplacé ce répondant par un expert indépendant en transfert technologique, en développement des affaires et en financement d'entreprises technologiques. C'est exactement le type d'expert dont l'avis détermine en partie la décision d'investissement des capital-risqueurs. Selon notre compréhension, son avis apporte un point de vue différent sur la notion de risque, ce qui cadre bien avec notre objectif d'étude holistique « de nature

exploratoire, avec accès à peu de connaissances antérieures et pour laquelle une certaine flexibilité dans la conception du cadre conceptuel et de la structure de recherche est volontairement maintenue » [traduction libre¹⁹](Filion, 1999, p.4).

Ainsi, au total, nous nous sommes arrêtés à six entrevues de terrain. Comme le fait remarquer Filion (1999) : « après le cinquième cas, chaque unité additionnelle apporte une contribution marginale décroissante » [traduction libre²⁰] (p.6). Dans la sixième entrevue, nous avons constaté une redondance considérable des récits, ce qui nous correspond à ce que Deslauriers (1991) appelle « saturation des catégories », c'est-à-dire le point à partir duquel tout ajout de cas devient marginal par rapport à sa contribution à la connaissance. Nous sommes conscients que ce petit nombre de cas limite à un certain point la validité externe de notre étude puisque les résultats sont difficilement généralisables à une population. Cependant, étant donné la nature exploratoire et qualitative de la recherche, nous considérons que, tel que mentionné par Firestone (cité dans Miles et Huberman, 2003) : « les généralisations les plus utiles issues des études qualitatives sont analytiques, elles ne sont pas statistiquement représentatives d'une population mère » (p. 59).

2.4.3. Traitement des données

Chaque entrevue, d'une durée approximative d'une heure, a été transcrite intégralement selon un protocole de transcription élaboré par le Centre interdisciplinaire de recherches sur les activités langagières (CIRAL) de l'Université Laval (Cyr, 2002, voir l'Annexe 2). Ce protocole a le mérite de capter non seulement le verbatim de la conversation, mais aussi les éléments subtils de l'émotion et de l'emphase implicite effectuée par les répondants par l'entremise des pauses et des intonations.

¹⁹ [...] exploratory in nature, with access to little prior knowledge, a certain amount of flexibility is voluntarily maintained in conceiving the conceptual framework and the research design.

²⁰ [...] after the first five cases, each additional unit studied makes a decreasing marginal contribution.

Après avoir transcrit les entrevues, nous avons procédé à l'épuration (Gagnon, 2005), ou à la condensation (Miles & Huberman, 2003) des données collectées afin de s'assurer de leur pertinence pour la recherche. Certaines parties des entrevues ont été éliminées comme, par exemple, la présentation préliminaire du début où l'intervieweur explique au répondant les objectifs de l'entrevue, lui réitère les engagements à la confidentialité et lui demande la permission d'enregistrer l'entrevue, les bouts de conversation générale, ainsi que les remerciements de la fin. De cette manière, 89 minutes d'enregistrements ont été éliminées car ne représentaient pas d'intérêt pour la recherche. Selon Van der Maren (1986), cette étape constitue la première forme d'interprétation des données dans la recherche qualitative et elle est décrite en détails dans la section de présentation des résultats.

Les transcriptions ont été ensuite découpées en fiches d'une longueur d'entre 250 et 300 mots, ce qui correspond à approximativement une minute d'entrevue. Ces fiches sont devenues notre unité d'analyse ou, tel que mentionné par Lebart et Salem (1994), « une norme permettant d'isoler de la chaîne textuelle les différentes unités sur lesquelles porteront les dénombrements à venir » (p. 33).

Pour notre grille initiale de codage, nous nous sommes inspirés d'un modèle de Floricel et St-Pierre (2003) spécialement désigné pour évaluer les risques de projets d'innovation des PME. Ce modèle est particulièrement adapté à nos besoins à cause de son approche holistique et à son adéquation à une gestion par projet, ce qui correspond aux particularités du travail des capital-risqueurs.

TABLEAU 4 : ÉLÉMENTS CONSTITUTIFS DU RISQUE GLOBAL D'UN PROJET D'INNOVATION

Risques intrinsèques	Risque technique	Degré de nouveauté technologique du produit
		Degré de résolution de l'incertitude technique concernant le produit
		Incertitude technique concernant le processus de production
		Nature des problèmes et défis techniques non résolus
	Risque du marché	Turbulence technique
		Nouveauté du marché
		Résolution de l'incertitude du marché
Autres risques intrinsèques	Caractéristiques du produit/marché	
	Turbulence du marché	
	Réglementation, acceptation sociale et propriété intellectuelle	
Risques managériaux	Potentiel organisationnel	Compétence de l'entrepreneur et de l'équipe de gestion
		Capacité de financer le projet
		Systèmes de gestion
		Capacité de croissance
	Potentiel en R et D	Recherche et démonstration de la technologie
		Développement, conception et ingénierie
	Potentiel de commercialisation	Production et approvisionnement
	Marketing et ventes	

Source : Floricel et St-Pierre (2003)

Nous avons repris les grandes catégories de ce modèle et nous en sommes servis pour une catégorisation initiale ou « au premier niveau » (Miles & Huberman, 2003). Ces « pré-codes » ont été modifiés par la suite en fonction des critères qui ont ressorti des entrevues. Ainsi, nous avons bâti une grille de codage à partir des facteurs de risque qui ont émergé spontanément du discours de nos répondants, par exemple :

Acceptation par le marché	<p>Ce code réfère à la réponse du marché à la nouvelle technologie</p> <p>« En tout cas, vas voir le marché pour lui demander s'il y a besoin de ton produit, parce que là tu peux avoir des méchantes surprises. »</p> <p>« On arrive avec des technologies qui amènent (pause) qui sont très nouvelles dans le marché [...] C'est une nouvelle technologie qui soit va remplacer quelque chose, qui a déjà un marché, et là il y a un risque parce que les gens des fois il y a une résistance au changement donc, il faut que l'avantage économique de la nouvelle technologie soit important. »</p>
Ampleur des besoins financiers	<p>Ce code réfère à l'ampleur du financement nécessaire pour amener le projet à terme</p> <p>« Ça coûte énormément cher se rendre aux essais cliniques. En phase 1, une société peut dépenser 60, 70 millions. Bon. [Avant de] se rendre à la fin des essais cliniques, ils sont peut-être rendus à 300, 400 millions. »</p>
Capacité d'écouter	<p>Capacité de l'entrepreneur de prendre la critique, de se faire guider</p> <p>« Il faut qu'on sente [...] que la personne écoute et que la personne est prête à accepter de se faire challenger, de se faire coacher. »</p>

Ces codes représentent les priorités émergentes des répondants et nous avons gardé autant que possible compte tenu de la confidentialité, le langage original de nos

interlocuteurs. Chaque code a été retenu après de multiples lectures des données brutes selon un critère d'emphasis mise par le répondant soit par la répétition du même thème, soit par un accent explicite par intonation ou pause. Les codes ont été nommés en utilisant les expressions spécifiques de nos interlocuteurs. Par ailleurs, les capital-risqueurs utilisent un langage professionnel particulier et commun, ce qui a grandement facilité le choix de noms des codes. La grille complète de codage peut être consultée à l'Annexe 3. Cette méthode a généré une liste de 49 codes, dont un seul a été mentionné rien qu'une fois pour tous les répondants (*hapax*²¹, Lebart et Salem, 1994, p. 46).

Le codage en tant que tel a été effectué à l'aide du logiciel Atlas.ti, spécialement désigné pour les recherches qualitatives. Ce logiciel permet l'exploration et l'analyse de phénomènes complexes et de données non structurées telles les bases textuelles, les fichiers multimédia, etc. De plus, il offre de nombreux outils permettant d'organiser, d'extraire, de comparer et de systématiser les données d'une manière flexible et à plusieurs niveaux.

Les données ont été par la suite analysées par une méthode d'analyse de contenu : analyse des fréquences suivie d'une analyse qualitative. Par cette méthode, nous avons voulu faire émerger d'éventuels patterns récurrents tout en captant les subtilités du processus décisionnel de nos répondants. Par ailleurs, l'emploi du terme récurrent au lieu de, par exemple, récurrent est intentionnel. Il est utilisé en informatique pour désigner un programme qui s'autoexécute et s'autoalimente. Selon notre compréhension, un pattern décisionnel aura les mêmes qualités, car il s'exécutera de manière inconsciente reflétant l'expérience et la charge émotionnelle sous-jacente à chaque prise de décision dont il a été question dans notre cadre théorique et s'autoalimentera par l'entremise des résultats pour chaque décision subséquente. Cette conceptualisation est inspirée par Weick (1979) pour lequel l'action engendre des schémas cognitifs qui viennent

²¹ Du grec *hapax legomenon*, « chose dite une seule fois ».

structurer la façon dont l'acteur voit ensuite le monde : « Je vais le voir uniquement lorsque je vais le croire ²² » (p.46). Les hypothèses implicites à la base de ces schémas, ont tendance à se consolider et à se solidifier dans le temps tant et aussi longtemps qu'une remise en question n'est imposée. Les individus ont tendance à retenir les éléments d'information qui valident leurs croyances ce que Appéré (2006) appelle « *lock-in informationnel* ».

Pour assurer une certaine stabilité à nos données (fiabilité interne), nous avons procédé à une triangulation à deux étapes. D'abord, la cohérence intra-juge a été vérifiée en procédant à un double codage : les données ont été codées une fois tout de suite après la transcription et une autre fois deux mois après. Nous avons obtenu un taux de correspondance des codes de l'ordre de 83%, ce qui nous paraît tout à fait satisfaisant. En un deuxième temps, cette codification a été validée par le directeur de recherche, M. André Cyr.

2.4.4. Analyse des données

Nous avons essayé de préserver l'approche holistique mentionnée auparavant jusqu'à l'analyse des données. Par conséquent, nous avons appliqué une double analyse de contenu dans le but d'une part de faire ressortir d'éventuels patterns récurrents par l'entremise d'une analyse des fréquences et, d'autre part, de capturer les nuances de signification que nos répondants attribuent aux différents facteurs de risque par une analyse qualitative.

Pour ce faire, nous avons d'abord procédé à un dénombrement des fréquences d'utilisation des codes de notre grille. Ceci nous semble particulièrement pertinent dans notre cas, étant donné que les questions des entrevues étaient intentionnellement très

²²

I'll see it when I believe it

ouvertes pour laisser justement place à une évocation spontanée de facteurs de risque de la part des répondants. Nous avons par la suite procédé à une analyse du taux d'enracinement des codes ainsi que de leur densité. Ce traitement est inspiré de la théorie « enracinée » qui utilise le terme d'enracinement pour illustrer qu'un concept codé est important, parce ce qu'il revient fréquemment. La densité, quant à elle, traduit les liaisons entre les codes. Selon notre compréhension, un code qui est relié à plusieurs autres codes occupe une place centrale dans le discours des répondants. Cependant, à elles seules, ces analyses ne peuvent donner d'explications valables. Il est nécessaire de les interpréter avec prudence, car la fréquence des codes précise simplement combien de fois un thème a été abordé, mais n'indique pas la signification attribuée par le répondant, ni l'importance qu'il accorde à ce thème. Il est donc nécessaire de recouper ces informations avec une analyse qualitative pour pouvoir expliquer les données d'une manière satisfaisante.

Un dernier niveau d'analyse à cette étape a été le calcul du taux de cohérence inter-répondants. Ce taux constitue le rapport, exprimé en pourcentage, de concordance des thèmes abordés par les répondants. Son calcul s'effectue selon la formule : $CO = 2C / (A + B)$ où CO est le taux de cohérence, C le nombre de codes communs, A et B le nombre de codes pour chacun des répondants. Les valeurs du taux de cohérence varient de 0 à 1, où 0 signifie qu'il n'y a aucune superposition entre les codes attribués lors du codage des fiches des deux entrevues, et 1 si elles contiennent exactement les mêmes codes. Dans notre cas, tel qu'anticipé à cause de la relative homogénéité des préoccupations des répondants, nous avons obtenu un taux de cohérence moyen de 71 %.

L'étape suivante de notre analyse constituait en une interprétation qualitative du contenu de notre corpus. Tel que mentionné par Babb (2006), notre plus grand problème à ce stade n'était pas de surpasser sa propre subjectivité, mais bien de trouver la subjectivité appropriée pour faire « parler » les données.

2.4.5. Validité et fidélité

« Il n'y a pas de voie royale vers la vérité, ni d'assurance contre l'erreur ; on peut établir la véracité des énoncés en les comparant à ceux qui les précèdent ou qui les suivent, évaluer les distorsions, être attentif aux oublis, vérifier les inconsistencies et les contradictions ». (Deslauriers, 1991, p.53)

La recherche qualitative, en raison de la spécificité de ses données, a pris une direction particulière dans le développement des indicateurs pour juger de sa validité et sa fidélité. Lincoln et Guba (1985, cités dans Deslauriers, 1991) proposent les critères de validité et de fidélité suivants :

- *Crédibilité* – s'assurer que les résultats sont crédibles aux yeux des participants ;
- *Transférabilité* – le chercheur spécifie le contexte à partir duquel les hypothèses et les concepts pourraient s'appliquer ;
- *Fiabilité* – cet objectif est atteint en demandant à un autre chercheur de faire une sorte d'expertise ;
- *Validation* – l'expert passe les données en revue pour vérifier et attester que les résultats obtenus concordent avec les données recueillies.

Dans le cadre de cette recherche, les résultats finaux seront présentés à quelques capital-risqueurs pour assurer la crédibilité. Nous n'avons pas retourné les verbatim aux répondants pour fins de confirmation au cours de la présente recherche, car le temps qu'ils peuvent nous accorder est limité et nous avons préféré vérifier nos conclusions plutôt que l'exactitude des verbatim. Ce mode de fonctionnement nous semble sans impact majeur sur la validité étant donné l'enregistrement intégral des entrevues et le protocole de transcription très élaboré et déjà vérifié par d'autres chercheurs.

En ce qui concerne la transférabilité, la méthode adoptée d'entrevue semi-dirigée avec des questions très générales vise à détacher la réflexion des participants du contexte

concret d'un projet et à rendre les concepts plus largement applicables. Pour assurer la fiabilité et la validation, tout au long du processus, les procédures seront et les conclusions seront vérifiées par un chercheur d'expérience. Dans le cadre de cette étude, la vérification est effectuée par notre directeur de recherche.

CHAPITRE 3 : Résultats

Tel que déjà mentionné, compte tenu de nos questions de recherche, nous avons procédé à une analyse de nos données à deux stades. Dans un premier temps, nous avons effectué une analyse des fréquences dans le but de déceler d'éventuels patterns récurrents au niveau du poids des constituants de la perception de risque. Par la suite, nous avons procédé à une analyse qualitative afin d'approfondir notre compréhension de la perception du risque des capital-risqueurs. Les résultats de ces traitements sont exposés dans les paragraphes qui suivent.

3.1. Présentation de la base de données

Les données recueillies dans le cadre de cette recherche représentaient des enregistrements d'une durée totale de six heures et onze minutes. Suite à la transcription verbatim, nous avons obtenu un corpus textuel de 69 751 mots. Après une première épuration des données (le retrait des présentations préliminaires et les remerciements de la fin de chaque entrevue), environ 76 % de ces enregistrements ont été transcrits. Ce corpus a été découpé à des fiches d'une longueur d'entre 250 et 300 mots, ce qui correspond à approximativement une minute d'entrevue. Ce processus a résulté un total de 281 fiches.

Après l'étape de codage, les fiches non codées ont été éliminées ce qui constituait une deuxième condensation des données. Plus précisément, certaines fiches contenaient des interlocutions générales sur des sujets personnels, d'actualité ou contenant des références explicites à des compagnies existantes. C'est une conséquence directe de l'animation souple préconisée dans les entrevues afin de d'aborder sur un mode de conversation des thèmes généraux dans le but de faire ressortir les priorités effectives des répondants en ce qui concerne leur évaluation du risque. Ces fiches ont été éliminées afin de préserver l'anonymat des répondants et assurer la confidentialité.

Le corpus final ainsi formé représentait 227 fiches soit 61 % des données initiales. Ce pourcentage paraît peu élevé de prime abord, mais il nous semble justifié étant donné

l'effort que nous avons déployé pour guider le moins possible les entretiens. Cette manière de procéder capte la réflexion authentique des interviewés, mais génère des données peu condensées. Les données brutes ainsi obtenues ont été soumises à une analyse des fréquences suivie d'une analyse qualitative.

3.2. Analyse des fréquences

L'objectif poursuivi par ce premier niveau d'analyse était de déceler d'éventuels patterns récurrents en ce qui concerne le poids accordé aux différents critères d'évaluation de risque par les répondants.

Le tableau 5 présente nos données. Dans la première colonne les huit grandes catégories de risque inspirées initialement du modèle de Floricel et St-Pierre (2003) et actualisées par la suite selon les priorités exprimées par les répondants. Dans la deuxième colonne, se retrouvent les facteurs constituant chaque grande catégorie. Les colonnes trois à huit présentent le nombre d'évocations pour chaque facteur par répondant. Les trois dernières colonnes présentent respectivement le nombre cumulé des évocations pour chaque facteur, la fréquence relative exprimée en pourcentage du nombre total d'occurrences et le pourcentage cumulé d'évocations par catégorie. Le tableau présente aussi le nombre total d'occurrences par catégorie et par répondant ainsi que les grands totaux du corpus.

Les résultats démontrent que les quatre premières catégories de critères comprennent 76 % des occurrences de nos codes. La répartition des pourcentages est la suivante : un cumulatif de 34 % pour les facteurs de la catégorie risque d'exécution, 17 % pour le risque financier, 13 % pour le risque stratégique et 12 % pour les facteurs personnels. Cette répartition est relativement stable au niveau de chaque répondant (tableau 6), ce qui démontre une convergence entre les répondants en ce qui concerne leurs priorités exprimées.

TABLEAU 5 : GRILLE DES FRÉQUENCES DES CRITÈRES ÉVOQUÉS

Catégorie de risque	Facteurs de risque	Répondant 1	Répondant 2	Répondant 3	Répondant 4	Répondant 5	Répondant 6	Nombre total d'évocations par facteur	Fréquence relative (%) par facteur	Total % par catégorie
Risque d'exécution	Relations interpersonnelles	8	2	12	5	3	3	33	6%	34%
	Transition	3	0	8	5	2	1	19	3%	
	Qualité de management	3	0	7	3	1	3	17	3%	
	Expertise E	5	4	2	1	3	0	15	3%	
	Modèle d'affaires	0	8	2	1	1	3	15	3%	
	Expérience E	6	0	2	1	2	1	12	2%	
	« Fit » objectifs	7	0	2	0	1	1	11	2%	
	Chimie	0	0	2	4	3	2	11	2%	
	« Fit » attentes	0	2	1	1	3	1	8	1%	
	Impondérables	4	2	1	0	1	0	8	1%	
	Relativité du plan d'affaires	2	1	1	2	2	0	8	1%	
	Éjectabilité E	2	3	1	1	0	0	7	1%	
	Partage du contrôle E	0	1	2	3	1	0	7	1%	
	Capacité de s'entourer	0	0	0	2	3	0	5	1%	
	Capacité d'écouter	0	0	2	0	2	0	4	1%	
	Confiance	0	0	2	1	0	1	4	1%	
	Croissance	0	0	1	1	2	0	4	1%	
	Comportement opportuniste E	1	0	0	1	0	1	3	1%	
	Term sheet	0	2	1	0	0	0	3	1%	
	Total par facteur par répondant	41	25	49	32	30	17	194		
Risque financier	Horizon temporel	5	3	6	7	6	6	33	6%	17%
	Montage financier	6	0	2	6	3	2	19	3%	
	Ampleur des besoins financiers	2	2	1	2	5	1	13	2%	
	Portefeuille	2	0	2	3	3	1	11	2%	
	Rapport risque/bénéfice	3	3	1	1	2	1	11	2%	
	Coût d'opportunité	1	3	3	1	0	0	8	1%	
	Capacité de suivre	1	0	0	0	2	0	3	1%	
	Total par facteur par répondant	20	11	15	20	21	11	98		
Risque stratégique	Stade	3	5	7	6	11	4	36	6%	13%
	Secteur	6	7	5	3	2	3	26	5%	
	Stratégie de sortie	3	3	3	0	3	2	14	2%	
	Total par facteur par répondant	12	15	15	9	16	9	76		
Facteurs personnels	Expérience CR	8	3	3	2	3	3	22	4%	12%
	Intuition	2	5	1	0	0	2	10	2%	
	Réseautage CR	6	0	0	1	1	1	9	2%	
	Évaluation collégiale	0	1	2	0	3	2	8	1%	
	Réputation CR	2	0	3	1	0	0	6	1%	
	Résultats passés CR	2	0	0	2	0	2	6	1%	
	Caractéristiques personnelles CR	2	0	0	2	0	0	4	1%	
	Total par facteur par répondant	22	9	9	8	7	10	65		
Risque applications/PI	Politique institutionnelle SCR	4	0	4	5	10	3	26	5%	8%
	Propriété intellectuelle	1	3	2	3	2	1	12	2%	
	Normes liées à l'application de la technologie	0	5	4	0	0	0	9	2%	
	Total par facteur par répondant	5	8	10	8	12	4	47		
Risque technique/technologique	Faisabilité idéologique	2	10	2	2	2	5	23	4%	6%
	Triangulation	2	3	2	0	0	2	9	2%	
	Complexité technologique	0	2	1	0	0	0	3	1%	
	Turbulence technologique	0	0	0	0	1	0	1	0%	
	Total par facteur par répondant	4	15	5	2	3	7	36		
Risque du marché	Potentiel du marché	6	1	0	0	3	4	14	2%	5%
	Plan B	1	3	0	0	1	1	6	1%	
	Subtilités du marché	1	4	0	0	1	0	6	1%	
	Acceptation par le marché	0	1	0	0	3	0	4	1%	
	Total par facteur par répondant	8	9	0	0	8	5	30		
Risque de partenariat	Relations entre partenaires	4	0	4	1	3	1	13	2%	3%
	Retrait d'un partenaire financier	2	0	1	3	0	0	6	1%	
	Total par facteur par répondant	6	0	5	4	3	1	19		
Total corpus		118	92	108	83	100	64	565		100%

* L'appellation « risque applications/PI » réfère aux normes réglementaires, politiques et exigences liées à la propriété intellectuelle, ainsi qu'au produit et ses applications.

TABLEAU 6 : DISTRIBUTION DES QUATRE PREMIÈRES CATÉGORIES DE CODES PAR RÉPONDANT

	<i>Répondant 1</i>	<i>Répondant 2</i>	<i>Répondant 3</i>	<i>Répondant 4</i>	<i>Répondant 5</i>	<i>Répondant 6</i>	<i>Moyenne</i>	<i>Variance</i>	<i>Écart type</i>
<i>Risque d'exécution</i>	34,75%	27,17%	45,37%	38,55%	30,00%	26,56%	33,73%	0,005361424	0,073221742
<i>Risque financier</i>	16,95%	11,96%	13,89%	24,10%	21,00%	17,19%	17,51%	0,001998653	0,044706295
<i>Risque stratégique</i>	10,17%	16,30%	13,89%	10,84%	16,00%	14,06%	13,54%	0,000654399	0,025581217
<i>Facteurs</i>	10,17%	16,30%	13,89%	10,84%	16,00%	14,06%	13,54%	0,000654399	0,025581217
Total des 4 catégories	72,03%	71,74%	87,04%	84,34%	83,00%	71,88%	78,34%	0,005169136	0,071896707

Nous avons procédé par la suite à une vérification de la cohérence entre les capital-risqueurs qui constitue une mesure de l'accord inter-répondants. Ce traitement visait à nous assurer que nous avons bien décelé des critères importants pour l'ensemble des capital-risqueurs et non pas cumulé des données individuelles non récurrentes. Tel que déjà mentionné, le taux de cohérence constitue le rapport, exprimé en pourcentage, entre le nombre de codes communs du corpus de deux répondants, multiplié par deux, sur le nombre total de codes utilisés pour ces deux corpus. Les résultats sont présentés dans le tableau suivant.

TABLEAU 7 : MATRICE DE CONCORDANCE INTER-RÉPONDANTS

	<i>Répondant 1</i>	<i>Répondant 2</i>	<i>Répondant 3</i>	<i>Répondant 4</i>	<i>Répondant 5</i>	<i>Répondant 6</i>
<i>Répondant 1</i>						
<i>Répondant 2</i>	0,63					
<i>Répondant 3</i>	0,74	0,73				
<i>Répondant 4</i>	0,76	0,52	0,79			
<i>Répondant 5</i>	0,73	0,66	0,77	0,72		
<i>Répondant 6</i>	0,77	0,59	0,74	0,73	0,76	

L'étude de la concordance démontre un taux de cohérence qui varie entre 59 % et 77 %. En d'autres termes, les sujets abordés par les répondants se recoupent à respectivement 59 % et 77 %. Ce résultat doit être interprété avec prudence, car il ne donne aucune information sur le point de vue des répondants. Il signifie tout simplement que les

capital-risqueurs ont abordé des sujets similaires lors des entretiens. Cependant, étant donné que les interviewés ont été très peu dirigés, l'émergence spontanée de thèmes analogues traduit l'importance qui leur est accordée par les répondants. Par ailleurs, sachant que la compréhension du phénomène est atteinte au seuil de saturation des données (redondance des récits recueillis), ce résultat justifie aussi notre décision d'arrêter l'échantillon à six répondants.

L'analyse des fréquences exposée jusqu'à présent démontre que la perception de risque des capital-risqueurs est constituée principalement à partir de critères reliés au risque d'exécution, au risque financier, au risque stratégique ainsi qu'aux facteurs personnels ayant trait aux antécédents individuels. Par ailleurs, la centralité de ces éléments dans le discours des répondants est démontrée par leur taux d'enracinement et leur densité. Ces deux mesures représentent le poids des critères en question dans le corpus des données. Le taux d'enracinement se rapporte à la théorie enracinée et constitue l'évaluation de l'importance d'un concept par un calcul du nombre des occurrences d'un code donné par rapport au nombre d'occurrences de tous les codes pour l'ensemble du corpus, exprimé en pourcentage. La densité quant à elle fait référence au nombre de cooccurrences entre un code et les autres codes de la grille de codage, ce qui indique sa « centralité » dans l'ensemble de codes. Le tableau 9 expose ces mesures pour tous les codes de notre grille.

TABLEAU 8 : TAUX D'ENRACINEMENT ET DENSITÉ DES CODES

<i>Facteur</i>	<i>Nombre d'occurrences (n=565)</i>	<i>Taux d'enracinement</i>	<i>Densité</i>	<i>Densité %</i>
Faisabilité idéologique	23	4%	31	63%
Horizon temporel	33	6%	30	61%
Relations interpersonnelles	33	6%	30	61%
Stade	36	6%	30	61%
Secteur	26	5%	28	57%
Expertise E	15	3%	25	51%
Modèle d'affaires	15	3%	25	51%
Qualité de management	17	3%	25	51%
Potentiel du marché	14	2%	23	47%
Propriété intellectuelle	12	2%	22	45%
Relations entre partenaires	13	2%	22	45%
Transition	19	3%	21	43%
Chimie	11	2%	20	41%
Expérience CR	22	4%	20	41%
Montage financier	19	3%	19	39%
Politique institutionnelle SCR	26	5%	18	37%
Rapport risque/bénéfice	11	2%	17	35%
Coût d'opportunité	8	1%	16	33%
Normes liées à l'application de la technologie	9	2%	16	33%
Relativité du plan d'affaires	8	1%	16	33%
Stratégie de sortie	14	2%	16	33%
Instinct basé sur l'expérience	10	2%	14	29%
Plan B	6	1%	14	29%
Portefeuille	11	2%	14	29%
Expérience E	12	2%	13	27%
« Fit » attentes	8	1%	12	24%
Ampleur des besoins financiers	13	2%	12	24%
Évaluation collégiale	8	1%	12	24%
Impondérables	8	1%	12	24%
Résultats passés CR	6	1%	12	24%
Subtilités du marché	6	1%	12	24%
Triangulation	9	2%	12	24%
Réputation CR	6	1%	11	22%
Screening social	9	2%	11	22%
« Fit » objectifs	11	2%	10	20%
Capacité d'écouter	4	1%	9	18%
Capacité de s'entourer	5	1%	9	18%
Comportement opportuniste E	3	1%	9	18%
Éjectabilité E	7	1%	9	18%
Retrait d'un partenaire financier	6	1%	9	18%
Complexité technologique	3	1%	8	16%
Term sheet	3	1%	8	16%
Acceptation par le marché	4	1%	7	14%
Capacité de suivre	3	1%	6	12%
Partage du contrôle E	7	1%	6	12%
Personnalité CR	4	1%	6	12%
Confiance	4	1%	5	10%
Croissance	4	1%	4	8%
Turbulence technologique	1	0%	2	4%

À la lecture de ce tableau, les premiers codes des quatre principales catégories de critères constituant la perception du risque présentent un taux d'enracinement élevé et une densité importante. Par exemple, l'*Horizon temporel* qui appartient à la catégorie risque financier présente 33 occurrences, ce qui constitue 6 % du total des occurrences et est relié à 30 autres codes, soit 61 % de la totalité des codes utilisés. Les résultats sont identiques pour *Relations interpersonnelles* et *Stade* qui appartiennent respectivement au risque d'exécution et risque stratégique.

Les résultats exposés jusqu'à présent suggèrent l'existence d'une configuration répétitive dans le poids des éléments constituant la perception du risque des capital-risqueurs. Cependant, l'analyse des fréquences est insuffisante pour comprendre la signification de cette configuration. Nous avons donc procédé à une analyse qualitative afin d'approfondir notre réflexion et enrichir la compréhension du phénomène étudié.

3.3. Analyse qualitative

Un regard attentif sur les principaux critères qui forment la configuration répétitive décelée lors de l'analyse des fréquences, révèle qu'ils relèvent en fait d'un niveau élevé d'ambiguïté. Ce sont des éléments principalement reliés à l'élément humain dont les réactions et l'évolution sont très difficiles à prévoir, à un horizon temporel étendu qui nécessite des prévisions à moyen et à long terme ou à la turbulence de l'environnement dont nous connaissons le rythme frénétique de changement dans les dernières années. En d'autres mots, ces facteurs se rapportent aux phénomènes qui ne sont pas entièrement objectifs dans le sens observables, mesurables et indépendants de l'observateur. Ils relèvent de l'interprétation de séries de signes (Daft et Lengel, 1986) qui proviennent autant des partenaires que de l'environnement.

En fait, la tâche la plus difficile pour le capital-risqueur est, après avoir trouvé l'information, de la trier, d'en déduire les éléments pertinents pour ensuite les interpréter et leur attribuer un sens. Ce processus est fortement subjectif et repose essentiellement

sur le jugement et l'expérience. Il implique aussi le système des valeurs de l'individu et dépend de sa vision au sujet de l'étendue de ses responsabilités. Les attitudes et les croyances influencent aussi le traitement de l'information. Elles agissent comme filtre en masquant certains aspects et en soulignant d'autres pour les conformer aux prédispositions de l'individu (Thalmann et Wiedemann, 2006). Tel que mentionné par Sarasvathy *et al.* (1998), les individus perçoivent le risque différemment à cause des différents espaces cognitifs dans lesquels ils cherchent des solutions et non pas parce que le risque est un attribut objectif des décisions et des événements. En d'autres termes, l'individu n'agit pas en fonction d'une réalité « objective » qui s'impose à lui, mais en fonction d'une perception subjective de cette réalité, elle-même en partie dépendante de ses désirs et de ses intentions (Appéré, 2006).

3.3.1. Espace décisionnel des capital-risqueurs

Dans le cas des capital-risqueurs, étant donné leur forte implication dans les projets et les relations étroites avec l'entrepreneur, leur espace décisionnel dépasse les aspects purement techniques et financiers. Dans leur discours, les relations interpersonnelles prennent une place importante et ce, au-delà du déclic interpersonnel que nous avons désigné sous le code *Chimie*. Par ailleurs, la possibilité d'établir un partenariat avec l'entrepreneur est une des grandes questions pour les capital-risqueurs. L'approche « coup de cœur » trouve ses racines dans les relations interpersonnelles. Dans l'optique d'un engagement à long terme dans les projets, ces relations revêtent une importance significative. Le capital-risqueur aura à travailler avec l'entrepreneur de façon régulière sur un horizon de deux à dix ans : en a-t-il le goût ? Pourra-t-il établir une relation productive ? Se sentira-t-il à l'aise dans cette relation ? En fait, une grande partie de l'implication du capital-risqueur est de l'ordre personnel : coaching, réseau de contacts, etc. Ces activités s'étalent sur la période de l'engagement du capital-risqueur et transforment son rôle d'investisseur à collaborateur. Elles incluent rarement une surveillance des opérations courantes. Le capital-risqueur est plutôt un mentor mettant à

profit son réseau de contacts et ses capacités d'influence. (Tyebjee et Bruno, 1984 ; Robinson, 1987). La possibilité d'établir une relation de confiance et de collaboration est un élément décisif dans leur décision d'investissement.

Ainsi, l'espace décisionnel du capital-risqueur couvre des aspects bien au-delà des des risques financiers et techniques. Ils doivent établir des relations de travail sur le moyen et long terme avec l'entrepreneur tout en mettant à sa disposition leurs connaissances, leurs réseaux et leur expertise. Tel que mentionné par l'un de nos répondants :

« C'est un mariage là, c'est un mariage de six, sept, huit ans. Nous, on est très près des entrepreneurs, on les coache, on travaille avec eux en étroite collaboration, et la vie est trop courte pour être malheureux. » (Répondant 5, fiche 123)

Par ailleurs, il paraît que les capital-risqueurs se divisent en deux « clans » : ceux qui investissent dans l'individu et ceux qui investissent dans la technologie. La plupart de nos répondants se retrouvent dans la première catégorie et invoquent des expériences entrepreneuriales personnelles comme raison de leur compréhension du point de vue des entrepreneurs. Pour ceux qui préconisent la deuxième approche, les entrepreneurs sont, tel que mentionné par un interviewé, « remplaçables, échangeables et même éjectables ». Néanmoins, cette approche engendre des coûts très importants :

« [...] d'abord, il faut qu'il démontre qu'il est pas bon et ça, ça va coûter cher. Démontrer qu'il est pas bon c'est au moins six mois, même entre six mois et un an. Une fois qu'il est pas bon, ben là, il faut qu'un autre, il faut que tu en trouves un autre et il faut qu'il rentre, il faut qu'il se forme [...] six mois. Après ça, va-t-il être meilleur ? Peut-être que oui, peut-être que non. Alors... » (Répondant 1, fiche 27)

Cette ligne de pensée cependant est plutôt rare dans le contexte du Québec. Selon nos répondants, elle est plus typique pour les fonds américains dont la culture attache une plus grande importance à la performance qu'à la personnalité et l'apport du fondateur. Les capital-risqueurs de notre échantillon s'entendent pour dire que la *Chimie* entre eux

et les entrepreneurs constitue un critère de décision dans une optique de relations à long terme.

« Il y a eu des dossiers où euh : c'était de très belles technologies, qui pourraient avoir de très beau potentiel, mais c'était CLAIR au départ que (pause) la relation ne pouvait pas fonctionner avec l'entrepreneur, avec le fondateur. [...] On veut que ça fonctionne, on veut qu'il y ait une chimie euh : dans les deux sens hein ? Il faut que ce soit dans les deux sens. S'il n'y a pas de chimie au départ, on va être malheureux » (Répondant 5, fiche 122, 123)

Cette chimie cependant ne garantit pas une relation de travail fructueuse. Il est nécessaire que les deux parties aient les mêmes objectifs :

« Il faut s'assurer que l'entrepreneur qui est en avant de nous va être prêt à vendre lui aussi (pause) qu'il ne soit pas en amour assez avec sa business là pour que (pause) il voudra jamais vendre pis que nous autres on va être là pis... » (Répondant 5, fiche 149)

« Par exemple, prenons un cas extrême. Si quelqu'un vient me voir, et ça arrive, euh : le gars arrive avec son fils pis sa fille (pause) Bon, je peux pas (pause) je peux pas. Lui, c'est clair qu'il est là [...] c'est super correct les entreprises familiales, le seul problème c'est qu'on passerait notre temps à se chicaner, parce que lui, ses objectifs sont pas les mêmes ... » (Répondant 1, fiche 37)

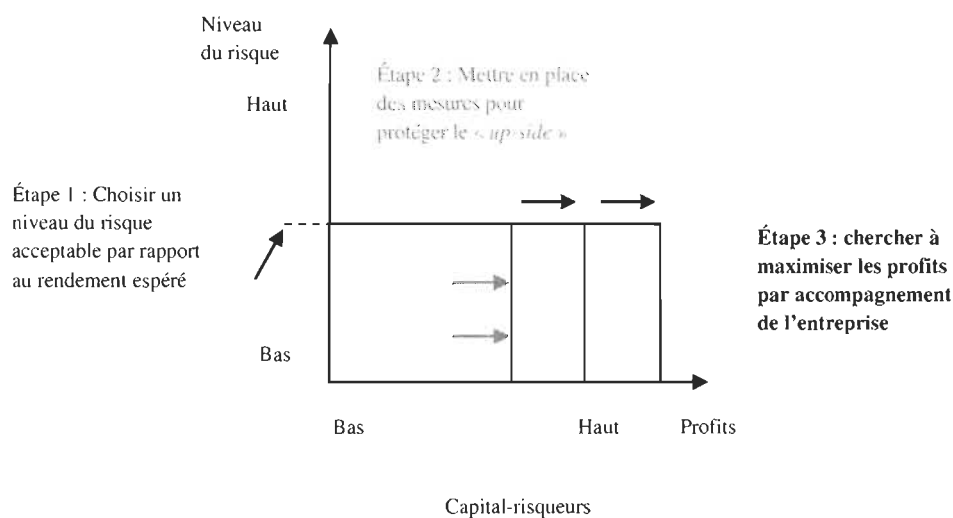
L'entente sur les objectifs est une question souvent délicate, car la vision des parties peut différer significativement. Il est bien connu que pour les entrepreneurs, assez souvent les objectifs non monétaires, telle la reconnaissance sociale ou l'autonomie, prévalent. Des considérations de l'ordre moral comme la responsabilité envers les employés et leurs familles affectent les décisions de l'entrepreneur. Le capital-risqueur pour sa part, à cause de ses obligations envers les investisseurs qui ont mis l'argent dans le fonds, doit prioriser les aspects de performance et de rentabilité. En fait, si l'on

revient au schéma de l'espace décisionnel de Sarasvathy *et al.* (1998), les capital-risqueurs se situent quelque part entre les banquiers et les entrepreneurs. Leur cadre n'est pas si rigide comme celui des banquiers, mais ne s'étend pas aussi loin que celui des entrepreneurs. Ce constat est aussi valide pour leur processus de prise de décision.

3.3.2. *Pattern décisionnel des capital-risqueurs*

Nous avons déjà amené dans le cadre théorique le schéma du processus de prise de décision des entrepreneurs et des banquiers de Sarasvathy *et al.* (1998). Les auteurs ont constaté des différences significatives entre ces deux catégories d'acteurs. Pour ce qui est des capital-risqueurs, nos résultats démontrent qu'ils se situent entre les entrepreneurs et les banquiers en termes de processus de prise de décision.

FIGURE 8 : PROCESSUS DÉCISIONNEL DES CAPITAL-RISQUEURS



Adapté de Sarasvathy et al. (1998)

D'abord, tout comme les entrepreneurs, ils fixent un niveau acceptable de risque. Cependant, leur seuil est déterminé par rapport aux bénéfices potentiels.

« Alors là, j'ai un risque extrême, par rapport à un rendement minime. Naturellement, mon objectif c'est d'évaluer mon équation entre les deux. Il faut que je mette mon équation entre les deux et quand j'atteins ça, en principe, c'est là que ça m'intéresse de faire un deal. » (Répondant 1, fiche 9)

« Là on est vraiment dans une évaluation risque/rendement. Le risque est très élevé, mais on sait que le rendement va être TRÈS, très élevé et là [la question] c'est de se positionner, est-ce qu'on est prêt à prendre un risque supplémentaire pour éventuellement chercher un rendement supérieur, de loin supérieur. C'est là qu'il faut qu'on se positionne. » (Répondant 5, fiche 146)

Par la suite, ils mettent en place des ententes contractuelles afin de protéger ce que l'un de nos répondants a appelé leur « *up-side* ». C'est d'ailleurs dans cette notion de gains potentiels qu'il se trouve la plus grande différence entre les banquiers et les capital-risqueurs. Le banquier n'a pas d'« *up-side* ». Peu importe si la compagnie va réaliser des gains significatifs, la banque n'augmente pas son rendement. Le « *up-side* » constitue justement ce gain supplémentaire potentiel. Le capital-risqueur lui peut réaliser des profits intéressants, mais il peut tout autant perdre sa mise de fonds initiale, parce qu'il n'a pas de garanties comme le banquier.

Les conventions mises en place par les capital-risqueurs incluent des sièges au conseil d'administration, des droits de veto, etc. Ces mesures sont initialement détaillées dans ce qui est communément appelé « *term sheet* » : un document écrit d'une ou deux pages dans lequel l'investisseur va définir le contexte, les critères et les paramètres à l'intérieur desquels il est prêt à investir. Par la suite, ces ententes sont formalisées dans des contrats légaux qui encadrent la relation entre l'entreprise et la société de capital du risque et mettent en place les balises de l'investissement.

À l'étape suivante, après l'investissement, les capital-risqueurs essaient par un accompagnement et par la mise à disposition de leurs connaissances, de leur expérience et de leur réseau de contacts d'augmenter les bénéfices potentiels.

Ainsi, les capital-risqueurs et les entrepreneurs ont bien de points en commun en ce qui concerne la prise de décision en conditions d'incertitude. Cependant, ils abordent le risque de points de vue très différents et parfois même diamétralement opposés.

*« C'est très important ça. Est-ce qu'il y a du respect de part et d'autre ? Parce que si le chercheur dit "C'est moi qui met la science, toi tu mets rien que de l'argent" puis moi si je dis "Je mets l'argent, toi tu mets rien que de la science", ça ne marche pas. »
(Répondant 4, fiche 249)*

Par ailleurs, ces points de vue opposés trouvent une explication si l'on examine la situation de la perspective de Thompson (1986). Selon sa taxonomie, la réflexion des banquiers se situe dans le risque objectif : les ratios financiers ne dépendent pas de l'observateur. L'entrepreneur lui est entièrement dans le risque subjectif : il évalue le risque à travers le filtre de ses antécédents et de la charge émotionnelle associée au projet (Kisfalvi, 2009). Pour ce qui est du capital-risqueur, il se situe davantage dans le risque subjectif par rapport au banquier. Toutefois, il peut des fois rationaliser et tenter de se convaincre qu'il est plutôt dans le risque observé/réel, d'autant plus que certains capital-risqueurs sont ex-banquiers.

Les capital-risqueurs essaient de modéliser leur risque à partir d'une approche algorithmique, mais les hypothèses sous-jacentes à leur modèle sont néanmoins teintées par leur expérience et la dimension émotionnelle qui y est attachée (Kisfalvi, 2009). Les conventions écrites dont il a été question, font partie de cet effort de modélisation. Elles traduisent un effort de réduction de l'incertitude dans le sens de Daft et Lengel (1986). Toutefois, de par la nature de leur travail, les capital-risqueurs se situent plutôt dans l'ambiguïté que dans l'incertitude étant donné qu'au stade de l'investissement, le projet

financé est souvent à ses débuts et une multitude de facteurs autant internes qu'externes, peuvent venir influencer son développement. Il s'agit alors pour les capital-risqueurs d'essayer d'atténuer l'ambiguïté par l'interprétation d'un signe ou une série de signes. Dans cette optique, d'abord il est nécessaire de choisir les signes pour ensuite les interpréter en fonction du contexte et des acteurs en cause. C'est un processus hautement subjectif basé essentiellement sur le jugement et l'expérience. Il constitue ce que Cyr (2002) appelle « herméneutique partagée », c'est-à-dire un exercice de construction de sens dans lequel les acteurs doivent « définir eux mêmes les interprétations qui sont acceptables et celles qui ne le sont pas » (p.131). La « réalité » des capital-risqueurs est construite en étroite collaboration avec l'entrepreneur et doit convaincre tous les acteurs en cause. Ainsi, « pour maintenir un minimum vital de cohésion interne, le mouvement collectif doit susciter l'adhésion de ses membres à un ensemble partagé de valeurs, de croyances et d'interprétations du monde » (Cyr 2002, p.132). Dès lors, le choix des signes à interpréter revêt une importance majeure. Dans le cadre de l'évaluation du risque, ces signes sont en fait les critères évoqués par les capital-risqueurs et nous allons les examiner plus en détail dans les paragraphes qui suivent.

3.3.3. Analyse des critères évoqués

3.3.3.1. Risque d'exécution

Le risque d'exécution constitue en grande partie ce qui est considéré dans la littérature comme risque de management. Toutefois, nos répondants y ont ajouté certaines dimensions qu'ils ont appelé « impondérable » et qui relèvent de l'environnement du projet et de l'imprévu. Dans l'optique de la prise de décision, ce sont les alternatives inconnues qui ne peuvent être évaluées au début par un processus algorithmique de calcul de probabilités.

« T'sais c'est un risque qui est difficilement manageable, tu peux pas dire que tu le diminues tout le temps, parce que tu sais jamais qu'est-ce qui va arriver de l'autre côté, le brouillard est élevé » (Répondant 5, fiche 137)

Les critères mentionnés par nos répondants à ce sujet sont situés à différents niveaux, autant en termes de connaissances théoriques (désignés dans notre grille par le code *Expertise*) ou pratiques (*Expérience*), qu'en termes d'évolution (*Transition*). En fait, un des capital-risqueurs a très bien résumé la différence faite par tous ses collègues entre expert et expérimenté :

« [...] il est mieux que ça, parce que le bon c'est pas assez. T'as bon et expérimenté. Je peux dire que quelqu'un est bon, mais qu'il n'a pas beaucoup d'expérience. Par contre, si c'est trois fois qui fait la même chose, je peux penser qu'il est bon et expérimenté. Alors lui, il connaît les games à jouer [...] il a ça de large à passer à telle place, il le sait d'avance et il va s'enligner pour passer ou on peut penser du moins, on peut espérer qu'il ait plus de chances. » (Répondant 1, fiche 25)

La transition, quant à elle, réfère à la capacité d'adaptation de l'entrepreneur, à sa flexibilité. Bien souvent, dans le cas des PME technologiques, l'entrepreneur est un chercheur universitaire. Il est excellent en ce qui concerne le développement de la technologie, mais ne possède pas nécessairement des habiletés en gestion. Par ailleurs, il doit s'adapter à une situation où son indépendance en termes de recherche est à un certain point réduite par les objectifs fixés par les investisseurs. Il doit accepter le fait qu'il y ait plus d'une paire de mains sur le gouvernail et qu'il doit rendre compte au plan de l'avancement du projet et de l'utilisation des ressources.

« [...] ils ne voudront pas se plier aux exigences d'une compagnie, parce que c'est exigent une compagnie là. Il y en a qui voit seulement le bon côté de la compagnie, tu vas venir riche, mais un c'est pas certain, deuxièmement mais tu vas avoir un Conseil d'administration hein. Le boss c'est pas toi, c'est le Conseil. [...] C'était le prof qui

n'a pas compris qu'en acceptant de (pause) créer une société et d'avoir des partenaires, des investisseurs, il diluait son rôle.» (Répondant 4, fiche 232 et 267)

De plus, il doit évoluer au rythme du développement de l'entreprise. La petite équipe scientifique du début se transforme en une structure organisationnelle de plus en plus complexe selon le stade de croissance de la compagnie. Cette capacité est extrêmement importante dans l'optique de l'évolution des fois imprévisible du projet et de l'environnement.

« Bien souvent l'équipe qui est en place a faite une EXCELLENTE job pour amener la compagnie jusque (pause) où elle est présentement [...] mais on amène la compagnie à un autre niveau et bien souvent, ce qu'on se rend compte c'est que ces entrepreneurs-là (pause) ont de la difficulté à faire la transition entre le niveau X pis et le niveau Y. » (Répondant 3, fiche 79)

Par ailleurs, cette flexibilité est étroitement liée à un autre facteur de cette catégorie de risque : le modèle d'affaires. Cette catégorie dépasse le « *market pull* » car elle comprend, en plus de « qui va acheter le produit, à quel prix et comment », une dimension de vision et de conviction des parties prenantes. Cette conviction repose sur l'explication « comment la valeur est générée, rémunérée et partagée. [...] Il y aurait une forme de représentation collective autour de ce qu'est, ou doit être ou peut être le BM²³ » (Jouisson et Verstraete, 2008, p. 175 et p. 177). Le modèle d'affaires initial, tout comme le plan d'affaires peut évoluer à travers de multiples transformations et si l'entrepreneur n'accepte pas cette situation, cela devient un risque important.

« Cet inventeur-là, je lui ai dis : "Écoute, ton bidule, c'est un bidule de biotechnologie industrielle, c'est pas un bidule de pharmaceutique. On va aller à Tampa, au troisième Congrès International [...]" Alors, lui c'était, "Je rêve depuis 15 ans",

²³ Business model

emprisonné sur lui dans son propre modèle qui était "J'allais tenir une société pharmaceutique" » (Répondant 2, fiche 169)

Si le créateur ne réussit pas convaincre les acteurs concernés de la pertinence de sa proposition d'affaires, le projet ne pourra pas susciter l'adhérence des parties prenantes, dont les capital-risqueurs. Par ailleurs, c'est dans cet aspect qu'il se trouve la distinction entre le modèle d'affaires et le plan d'affaires. Tel que mentionné par Jouisson et Verstraete (2008), « [...] le business model est une convention d'affaires et le plan d'affaires un document rédigé pour la communiquer » (p.175).

Nos répondants attachent une grande importance à cet aspect à cause de son influence majeure sur leur stratégie de sortie, c'est-à-dire la manière de récupérer leur investissement. Le choix des partenaires stratégiques potentiels dans le secteur où s'insère le projet dépend en grande partie de la vision comment la valeur ajoutée est créée et quelle est la place de l'entreprise dans la chaîne de valeur de son marché.. Cette vision et sa mise en exécution dépend surtout de l'entrepreneur et de sa capacité de convaincre.

« Ça fait une grosse différence là, hein ? Est-ce qu'il est capable d'avoir un groupe qui va travailler avec lui ? Est-ce qu'il est capable de faire partager le rêve qu'il a aux gens qui l'entourent ? Est-ce qu'il a de l'enthousiasme ? Est-ce qu'il a de la passion ce gars là ? Est-ce que les gens vont le suivre ? Ou s'il va toujours être obligé de tirer dessus ? Ou si les gens vont le suivre parce qu'ils ont un salaire. Pis s'ils trouvent un meilleur salaire ailleurs, ils vont sacrer le camp. C'est ça qu'on essaie de mesurer » (Répondant 4, fiche 255)

Ainsi, en dernière analyse, le poids accordé par nos répondants au volet risque d'exécution est en grande partie attribuable à flexibilité de l'entrepreneur et à sa capacité d'effectuer la transition. C'est une condition *sine quoi non*, un critère *go/no go* des capital-risqueurs de notre échantillon.

3.3.3.2. Risque financier

Tel que discuté auparavant, le plus grand risque dans ce volet est associé à l'horizon temporel en cause. Les capital-risqueurs doivent effectuer des projections en termes de besoins financiers sur un délai d'entre deux et dix ans. Ce décalage permet à plusieurs facteurs d'agir sur l'évolution du projet et de son environnement et rend les prévisions particulièrement difficiles.

« Ce n'est pas juste une question d'argent. Ça prend beaucoup d'argent et ça prend beaucoup de temps [...] Donc, la probabilité (pause) est-ce que je peux savoir aujourd'hui si dans cinq ans au Québec il va avoir beaucoup d'argent dans le secteur des sciences de la vie ? Je ne suis pas capable de le savoir. » (Répondant 1, fiche 23)

De plus, les capital-risqueurs doivent s'assurer de pouvoir assurer le financement du projet lors des rondes subséquentes.

« [...] mais on sait que la compagnie va demander 20 millions, 30 millions pour se développer, et là, on se dit, nous, on ne mettra pas plus que quatre millions et demi dans une entreprise donc est-ce qu'on est capable de la supporter cette compagnie-là, de l'amener à terme, d'amener le bébé à terme. » (Répondant 5, fiche 127)

« On limite notre premier investissement pour la simple raison qu'on veut être sûr d'être capable de suivre dans les rondes subséquentes et de bien supporter l'entreprise dans les rondes subséquentes. Parce qu'on sait que dans notre métier, ce qui arrive quand un investisseur en capital de risque n'est pas capable de suivre dans une ronde subséquente, il se fait écraser. Littéralement. » (Répondant 5, fiche 113)

Dans ce sens, le risque financier dont nous parlons en tant que constituant de la perception du risque est bien loin des ratios financiers standards. Il est plutôt relié à l'incertitude des prévisions à long terme et à l'ambiguïté des signaux de l'environnement.

« Le capital de risque est un univers où les gens suivent des modes. Tu PEUX savoir quelle est la mode aujourd'hui, mais tu ne peux pas savoir quelle va être la mode demain. Alors, ça me prend un type de dossier pour lequel je sais qu'il y a des preneurs. [...] Il est possible qu'aujourd'hui, c'est une zone dans laquelle là je sais que les gens viennent, mais quand t'arrives là, ce ne l'est plus. Alors ça c'est un risque et c'est un risque IMPORTANT. » (Répondant 1, fiche 21)

« Parce que moi j'ai appris une chose dans mon métier ça prend toujours plus de temps qu'on pense, ça coûte toujours plus cher. » (Répondant 4, fiche 274)

3.3.3.3. Risque stratégique

Le risque stratégique est une catégorie qui émerge du discours de nos répondants. Les facteurs de risque qui la composent sont stratégiques dans le sens qu'ils ont trait à l'orientation à long terme, au périmètre et aux modalités de l'activité, à l'obtention d'un avantage concurrentiel et aux ressources nécessaires (Johnson *et al.*, 2005). Selon la définition d'Allaire et Firsirotu (2004), la stratégie est « un ensemble cohérent de choix et de mesures à prendre pour réaliser une vision de l'entreprise et créer une valeur économique durable dans un contexte de marché donné ». Les facteurs de cette catégorie s'inscrivent exactement dans cette optique par rapport aux finalités des sociétés de capital de risque. En d'autres termes, les choix pour réaliser l'atteinte des objectifs des capital-risqueurs dépendent en grande partie des composantes de cette catégorie. Elle est constituée de trois volets inter-reliés : les particularités liées au stade de vie de l'entreprise, les caractéristiques de son secteur d'activité et les critères se rapportant à la stratégie de sortie des capital-risqueurs.

Stade de vie

Les facteurs qui touchent le stade de vie de l'entreprise relèvent d'une part du décalage dans le temps des flux monétaires et, d'autre part, à l'incertitude liée au développement

du produit. Dans les stades précoces, les possibilités de « surprises » de toutes sortes sont multiples.

« [...] dépendant de l'endroit, d'en quelle période où on se trouve dans l'évolution, le développement, par exemple, comme concept, prototype, etc., ben là c'est sûr que l'histoire est pas la même. » (Répondant 2, fiche 162)

« Pourquoi on ne veut pas faire de démarrage ? Parce qu'on n'accepte pas le risque associé au démarrage. Les gens vont se dire : "On ne veut pas avoir un one man show quelqu'un qui mène tout" Pourquoi ? Parce qu'ils se disent : "Si on le perd, s'il meurt" et patati, et patata... C'est un risque trop important. On ne veut pas de compagnie avec un seul produit. Pourquoi ? Parce que si ce produit-là fonctionne mal, à un moment donné les chinois décident de débarquer ici, mais là, on tombe avec un risque trop important. » (Répondant 1, fiche 13)

Secteur d'activité

Par ailleurs, le risque de compétition féroce n'est pas le seul lié au secteur d'activité. Les normes et les exigences en fonction de l'application de la technologie constituent, d'une part une barrière à l'entrée, mais, d'autre part, un facteur de risque important. En d'autres termes, plus le secteur d'activité est spécialisé et assujéti à une réglementation stricte, moins il y a de nouveau joueurs. Par exemple, l'industrie aéronautique est caractérisée par un fort investissement dans les équipements de production ainsi que par une réglementation très sévère au niveau des normes de qualité. Chaque nouveau joueur doit investir des montants considérables pour se conformer aux certifications exigées. Ceci constitue une barrière à l'entrée de ce marché et limite jusqu'à un certain point la concurrence. Cependant, la possibilité de ne pas réussir la certification constitue un risque supplémentaire. Dans le même ordre d'idées, les normes pour les applications appelées « cosméceutiques » d'une substance ne sont pas les mêmes que celles pour son application pharmaceutique. Dans le deuxième cas, la réglementation est beaucoup plus

stricte, les normes de qualité plus exigeantes et les processus d'approbation de la substance est complexe. Par conséquent, il faut prévoir des besoins financiers plus élevés et des délais beaucoup plus longs.

« Un autre secteur qu'on ne touche pas c'est biotech humaine et pharma. Pas parce que ce n'est pas nécessairement un bon secteur, mais parce que (pause) un, on a pas du tout l'expertise et deux, ça demande des poches TRÈS profondes, c'est des cycles TRÈS longs, très longs et on n'a pas cette patience là et : cette capacité là. » (Répondant 5, fiche 116)

« Plus on est en amont, moins c'est évident que l'inventeur ou le promoteur puisse te donner des réponses. Et LÀ c'est compliqué. Alors ça peut être très simple, comme de dire : "Attendez, je suis une biotech, je pense que j'ai un nouveau médicament, moi je vais faire une phase 1, phase 2 puis je vais le vendre à une pharma. " C'est [...] hyper-compliqué au plan de la technologie, parce qu'il va avoir, il va falloir faire un modèle animal, va falloir faire des phase 1, des toxico, puis des phase 2 pour démontrer que ça ait une certaine efficacité... » (Répondant 2, fiche 175)

Stratégie de sortie

Le troisième élément du risque stratégique concerne la stratégie de sortie du capital-risqueur : comment il va pouvoir liquider son investissement ? Étant donné les changements dans le marché du capital de risque et le dégonflement du PAPE²⁴ comme stratégie privilégiée de sortie, les capital-risqueurs doivent non seulement s'orienter vers des transactions de rachat, mais aussi identifier leurs acheteurs potentiels dès le début.

²⁴ Premier appel public à l'épargne qui est probablement plus connu en sa version anglaise : IPO (Initial public offering). Cette stratégie a beaucoup souffert de l'effondrement des compagnies appelées « dot com » en 2003. Depuis, la liquidation de l'investissement par une sortie sur le marché boursier n'est plus l'option préférée des capital-risqueurs.

« Je vous dirai que ça fait cinq ans que nous (pause) que les compagnies, on parle d'IPO là, mais (pause) on n'y croit pas vraiment. On monte les compagnies POUR les acquisitions. C'est TRÈS, très clair. » (Répondant 3, fiche 100)

« Pis là tu rentres forcément, tu commences à modéliser ton exit, ou tu te dis : "Garde, ils vont me racheter parce qu'ils ne pourront pas s'emmerder d'avoir une nouvelle technologie qui est vide (pause) ; tel et tel gros joueur va me racheter". » (Répondant 2, fiche 179)

« Ça fait partie du risque que prend l'investisseur. Devais-je aller vers une cotation boursière ou vais-je être racheté ou vais-je moi-même acquérir d'autres sociétés, grossir, avant d'être racheté plus loin ? » (Répondant 2, fiche 187)

En résumé, le risque stratégique réfère à la projection dans le temps du développement de l'entreprise, de son produit et de son marché. Cette catégorie est dans une moindre mesure assujettie aux influences personnelles comparativement au risque d'exécution, mais l'incertitude demeure grande à cause de la complexité des facteurs à prendre en compte lors des prévisions. Ainsi, si l'on applique les notions du management stratégique à la situation des capital-risqueurs, le point de vue à travers lequel leurs décisions stratégiques peuvent être interprétées ou leur « prisme stratégique » serait celle de la complexité. En d'autres termes, les capital-risqueurs sont confrontés à la complexité de leurs projets et de leur environnement et le plus grand enjeu est de réussir à repérer les orientations futures au sein du continuel foisonnement afin de réaliser leurs objectifs (Johnson *et al.*, 2005).

3.3.3.4. Facteurs personnels

La dernière catégorie de notre configuration regroupe certains facteurs dont la présence influence à la baisse la perception du risque. Ainsi, ce que nous avons appelé *Réseautage* constitue en fait une recherche de projets par l'entremise des réseaux de contacts des capital-risqueurs. La qualité de l'évaluation du risque par les capital-

risqueurs dépend du degré de leur encastrement social et de leurs liens hétérophiles avec différents groupes d'acteurs économiques. Ces liens « leur donnent accès à des informations privées qui les rendront capables de prendre des décisions plus efficaces que leur concurrents tout en permettant à ces SCR de mobiliser les ressources nécessaires au développement des entreprises qu'elles financent » (Ferrary 2006, p. 180). Les références des personnes de confiance ou l'expérience du capital-risqueur dans un domaine donné, même si elles n'enlèvent rien du processus formel d'évaluation, rassurent les décideurs et diminuent l'ambiguïté.

« Ça arrive qu'on a des dossiers qui nous sont référés par des gens qu'on connaît à travers nos réseaux de contacts, mais chaque dossier sera regardé au mérite. On a même des cas d'entrepreneurs qui ont fait un premier financement avec nous autres, ils nous ont fait faire de l'argent on a vendu notre placement à profit et ils nous resoumettent un autre projet d'investissement par la suite ils repartent une deuxième en affaires. On va partir avec un préjugé, à ce moment-là, favorable au niveau de l'équipe de management, parce que on connaît l'individu, on connaît ses forces et faiblesses, on sait qu'il nous a fait faire de l'argent, on sait qu'on est capable de travailler avec donc il part avec un petit atout dans son jeu. » (Répondant 6, fiche 197)

En fait, dans cette catégorie, on retrouve des éléments bien connus dans la littérature sur la prise de décision. Certains facteurs évoqués par les répondants se rapportent aux phénomènes psychologiques individuels, tels que l'évaluation collégiale (entre autres Slovic, 1972 ; Sitkin et Pablo, 1992). Les résultats des recherches antérieures démontrent que la propension au risque d'un individu augmente quand il se retrouve à prendre décision en groupe. Ce «*risky shift*» découle du partage de la responsabilité lors d'un choix en groupe.

« Je veux dire, tout le monde, tout le monde partage la tarte-là, le risque et surtout le retour. » (Répondant 3, fiche 93)

Cependant, nos répondants évoquent les évaluations en groupe plutôt dans une optique d'apport d'expertise que de partage de responsabilité. En d'autres termes, pour eux, les points de vue d'experts différents sur un projet permettent une prise de décision plus éclairée. En tant que décideurs d'expérience, les capital-risqueurs sont bien conscients que certains biais peuvent influencer leur décision et qu'ils ne peuvent pas les éliminer totalement. Ils ont donné l'exemple des résultats des décisions passées :

« Alors la première fois qu'ils investissent en biotech ils font des tonnes d'argent, c'est comme si vous gagnez la Mini Loto la première fois que vous achetez un ticket. Vous allez en acheter en maudit après. C'est ce qu'ils ont fait. Ils ont sorti de l'argent. C'est pas toujours la même chose. Ils se sont mis à investir en biotech, mais c'est pas toujours comme ça. » (Répondant 4, fiche 271)

Dans ce cas, le succès de la décision passée conditionne jusqu'à un certain point les décisions futures. Tel que mentionné par Kahneman (2003), les jugements et les choix sont la plupart du temps dépendants d'un point de référence : les attributs perçus d'un stimulus reflètent le contraste des stimuli précédents et concurrents. Un bon exemple dans ce sens est la température ressentie de l'eau à 20 degrés Celsius : elle dépend de la température ambiante et peut être perçue comme chaude en hiver et comme froide en été.

Un dernier élément évoqué par nos répondants dans cette catégorie est l'intuition basée sur l'expérience et sur laquelle ils ont appris à se fier.

« Pour moi l'intuition c'est souvent relié à la super-intelligence. Pourquoi super-intelligence ? C'est une intelligence qui me dépasse moi-même. Je ne suis pas capable moi-même de me l'expliquer. Mais c'est pas parce que je ne suis pas capable de me l'expliquer (pause) que ça n'a pas sa raison d'être. Il y a des affaires que tu te dis à un moment donné : "Je le sais pas, mais (pause) non!" » (pause) [...] C'est un avantage aussi, à un moment donné, de se faire confiance. Parce que souvent on dit

aux autres de nous faire confiance, pis on se fait pas confiance nous autres même, c'est sûr, c'est un problème là. » (Répondant 1, fiche 62)

Ce raisonnement concorde avec les travaux du courant psychologique de la littérature sur la prise de décision et plus spécifiquement avec ceux de Kahneman (2003). Cet auteur considère l'intuition et le raisonnement comme des voies alternatives pour résolution de problèmes et affirme que les jugements intuitifs et les perceptions suppriment l'ambiguïté et l'incertitude. Selon Kahneman, les comportements deviennent intuitifs à la mesure que l'expérience est acquise et cela explique le fait que les experts performant dans leur domaine presque sans effort. Cette vision correspond à la définition de l'intuition d'un point de vue cognitiviste en tant que connaissance immédiate basée sur information antérieure sans recours à un raisonnement analytique explicite (Vaghely, Julien et Cyr, 2007) et semble concorder avec les propos de nos interlocuteurs.

En résumé, il semble que les capital-risqueurs utilisent leur réseau de contacts, leur expérience et leur intuition pour diminuer l'ambiguïté et augmenter leur propre efficacité. Cependant, ils sont conscients des biais que ce type de stratégies peuvent introduire et utilisent l'évaluation collégiale afin d'en contrer les effets.

CHAPITRE 4 : Discussion

4.1. Interprétation des résultats

Nous avons entrepris cette étude exploratoire dans le but de confronter à la réalité du terrain trois hypothèses intuitives inspirées par la recension de la littérature scientifique. Plus spécifiquement, nous pensions qu'en cas de forte incertitude, les éléments qualitatifs subjectifs reliés à l'entrepreneur prendront un poids plus important par rapport aux éléments quantitatifs liés aux aspects financiers et technologiques dans la perception des capital-risqueurs lors de l'évaluation d'un projet. Aussi, étant donné leur implication dans les projets beaucoup plus grande par rapport aux banquiers traditionnels, nous croyions que le *modus operandi* des capital-risqueurs s'apparenterait plus à celui des entrepreneurs qu'à celui des banquiers. En dernier, étant donné que la perception du risque est fondée sur une intersubjectivité partagée et que, dans le cas de l'industrie du capital de risque, on parle d'une communauté d'experts assez restreinte, nous pensions qu'ils auront développé un pattern spécifique, propre à leur profession en ce qui a trait aux critères d'évaluation du risque.

Afin d'examiner la véracité de nos hypothèses, nous nous sommes adressés à six décideurs de différentes sociétés du capital de risque du Québec. Nous avons réalisé des entrevues semi-dirigées d'une durée approximative d'une heure dont la transcription verbatim a été analysée dans le but de pouvoir :

- (a) *Décrire les dimensions qui forment la perception du risque des capital-risqueurs lors de l'évaluation d'un projet d'investissement;*
- (b) *Capter l'importance relative que les capital-risqueurs attribuent à chacun de ces critères ;*
- (c) *Rechercher un éventuel « pattern » décisionnel propre aux capital-risqueurs.*

Notre méthode était basée sur un dénombrement et une analyse qualitative des évocations spontanées de différents critères reliés à l'évaluation du risque d'un projet d'investissement. Nous avons capté les facteurs de risque directement du discours des

répondants au lieu d'utiliser une grille préétablie détaillée de codage. Selon notre compréhension, de cette manière, il est possible de intercepter les critères réellement utilisés par les capital-risqueurs (par opposition aux critères déclarés, Zacharakis et Meyer, 1998) ainsi que d'éviter d'induire « la bonne réponse ». Notre idée de base était que plus un thème revient souvent dans le discours des répondants de manière spontanée, plus grande est son importance.

Les résultats obtenus concordent assez bien avec nos intuitions préliminaires ainsi qu'avec les travaux antérieurs. Tout comme dans les études précédentes, il en ressort de notre recherche que les qualités de l'équipe entrepreneuriale constituent la condition suffisante dans la décision d'investir. Les caractéristiques du produit/service et du marché sont des conditions essentielles, mais non suffisantes pour le succès d'un projet. Les capital-risqueurs de notre échantillon ont évoqué 49 critères pour décrire leur vision du risque pour un total de 565 occurrences. 34 % de ce corpus constitue des critères qualitatifs reliés à l'élément humain parmi lesquels l'on retrouve sans surprise la qualité du management (entre autres, Tyebjee et Bruno, 1984 ; MacMillan *et al.*, 1985, 1987 ; Hall et Hofer, 1993), l'expertise dans le domaine (Sitkin et Pablo, 1992) et la capacité de s'entourer des collaborateurs avec des compétences complémentaires (MacMillan *et al.*, 1985 ; Robinson, 1987 ; Hall et Hofer, 1993). Cependant, nos répondants ont aussi évoqué des critères très « soft » qui, à notre connaissance, ne sont pas mentionnés dans la littérature comme, par exemple, la transition ou le « fit » des objectifs et des attentes et qui influencent dans une large mesure leur perception du risque.

En fait, trois catégories de risque dont l'importance paraît modifiée, émergent du discours de nos répondants, notamment : le risque applications/PI, le risque stratégique et le risque de partenariat. Ce ne sont pas vraiment de nouveaux facteurs de risque, mais leur poids relatif dans le risque d'affaires semble accru dans les dernières années. Ce fait peut être expliqué par l'évolution de l'environnement d'affaires. Ainsi, le poids du risque applications/PI semble lié à une nouvelle réalité avec le resserrement des normes

réglementaires de santé/sécurité des produits comme par exemple, dans l'industrie pharmaceutique avec les exigences plus strictes de la FDA²⁵. Il est aussi relié à la propriété intellectuelle dont l'importance augmente d'une façon exponentielle avec la mondialisation et l'Internet. Pour ce qui est du risque stratégique, son apparition semble due aux changements dans le monde du capital de risque avec, par exemple, le dégonflement du PAPE (IPO en version anglaise) comme stratégie privilégiée de sortie. Le risque de partenariat, quant à lui, est une catégorie qui semble plutôt spécifique au secteur de la haute technologie étant donné qu'avec l'ampleur importante des besoins financiers et l'horizon temporel élargi, les capital-risqueurs n'ont pas d'autre choix que de faire des montages financiers.

Dans nos résultats, le risque du marché et le risque technologique prennent place complètement en bas de l'échelle. Cependant, ce résultat doit être interprété à la lumière du fait que nous nous intéressons à la perception du risque dans la phase où on a déjà établi *a priori* qu'il y a une technologie prometteuse et un marché intéressant. Par conséquent, ce qui se retrouve dans nos résultats, constitue plutôt un niveau d'incertitude résiduel et la place accordée à ces catégories ne correspond pas à leur importance réelle.

Notre deuxième hypothèse intuitive concernait l'espace cognitif et le modèle décisionnel des capital-risqueurs par rapport aux banquiers et aux entrepreneurs. Les résultats obtenus semblent appuyer notre vision que les capital-risqueurs ont plus de points en commun avec les entrepreneurs qu'avec les banquiers. Il paraît que, tout comme les entrepreneurs, les capital-risqueurs tiennent compte de leurs valeurs dans la prise de décision. Ils acceptent tous les aspects du problème comme entièrement de leur responsabilité et cherchent des solutions de manière proactive à l'interne et à l'externe

²⁵ Food and Drug Administration : organisme américain qui s'occupe entre autres de l'approbation de nouveaux médicaments.

(Sarasvathy *et al.*, 1998). Leur *modus operandi* lors de la prise de décision ressemble aussi plutôt à celui des entrepreneurs qu'à celui des banquiers. Les expériences de travail diffèrent fortement entre les capital-risqueurs et les banquiers et peuvent expliquer les représentations différentes. Les capital-risqueurs sont beaucoup plus impliqués dans les projets financés (*hands on*, si l'on reprend l'expression d'un de nos répondants) et participent aux profits générés contrairement aux banquiers dont l'intérêt dépend dans une moindre mesure de la performance de l'entreprise. Ce deuxième élément explique les efforts d'accompagnement post-investissement déployés par les capital-risqueurs. En fait, ils fournissent en plus du capital, de l'expertise ainsi que leur réseau de contacts (Ferrary, 2006). Cependant, à la différence des entrepreneurs, les capital-risqueurs ont une responsabilité aussi envers leurs commanditaires, c'est-à-dire les investisseurs dans la société de capital de risque, ce qui explique l'étape supplémentaire de mise en place de mesures de protection sous forme d'ententes contractuelles.

Notre dernière supposition concernait l'existence d'un pattern spécifique, propre aux capital-risqueurs en ce qui concerne les critères d'évaluation du risque. Les résultats de cette étude semblent confirmer cette intuition. L'analyse des fréquences révèle une proportion relativement stable des poids accordés aux différents facteurs de risque, notamment : le risque lié au potentiel du management compte pour 34 % de l'évaluation finale, le risque financier pour 17 %, le risque stratégique et les facteurs personnels pour respectivement 13 % et 12 %. Cette configuration se répète tant au plan de l'ensemble qu'au plan des répondants. Cependant, à cette étape, ce résultat doit être interprété avec prudence. L'utilisation de l'information similaire ne signifie pas nécessairement qu'elle renferme la même signification pour les individus (Zacharakis, McMullen et Shepherd, 2007). Des recherches plus poussées sont nécessaires pour confirmer ou infirmer ce pattern.

4.2. Apports de l'étude

La littérature sur les critères utilisés par les capital-risqueurs lors de l'évaluation des projets est abondante. Différentes méthodes ont été utilisées pour capter les facteurs déterminant la décision d'investissement : protocoles verbaux (p.ex. : Hall et Hofer, 1993), designs quasi-expérimentaux (p.ex. : Zacharakis et Meyer, 1998), questionnaires (p.ex. : Hatton et Moorehead, 1990), analyse conjointe (Shepherd et Zacharakis, 1999), enquêtes (p.ex. : Tyebjee et Bruno, 1984), etc. Cependant, les travaux antérieurs présentent certaines limites. Plusieurs d'entre eux sont basés sur des méthodes *post hoc* qui donnent place aux biais cognitifs et aux justifications postérieures de la décision. Même les études de capture des politiques décisionnelles en temps réel sont menées avec des grilles de critères préétablies, ce qui incite les répondants à mentionner plus de critères qu'ils n'en utilisent réellement (politiques déclarées versus réellement utilisées, Zacharakis et Meyer, 1998). Par ailleurs, plusieurs chercheurs ont effectué des recherches strictement disciplinaires et n'ont pas abordé le thème sous un angle systémique (Sitkin et Pablo, 1992).

Dans cette perspective, notre étude présente l'avantage de mettre en lumière les préoccupations réelles des répondants, telles qu'évoquées spontanément. Les questions d'entrevue étant intentionnellement très générales, la réflexion des capital-risqueurs n'est pas canalisée vers une réponse spécifique. Cette méthode n'élimine pas le biais de disponibilité, mais néanmoins capte, à notre avis, plus fidèlement l'importance accordée aux critères par rapport à une analyse à partir d'une grille détaillée préétablie. En deuxième lieu, en laissant les facteurs de risque émerger du discours des capital-risqueurs, nous avons limité les biais du chercheur ainsi que la possibilité d'induire la « bonne réponse ».

Dans un autre ordre d'idées, il existe plusieurs modèles du processus décisionnel des capital-risqueurs et les auteurs proposent des pondérations de critères selon des

catégories que nos résultats ont confirmées. Cependant, nous n'avons pas trouvé dans la littérature des études sur d'éventuels patterns récurrents dans la pondération des critères d'évaluation des projets d'investissement. De plus, notre étude présente la particularité de se concentrer sur la phase du processus décisionnel où la sélection est avancée et les projets sont comparables en ce qui a trait au potentiel de la technologie, du marché, etc. De cette manière, nous croyons avoir pu mieux isoler la perception du risque et les critères éliminatoires de décision.

Sur le plan pratique, il paraît que le *modus operandi* des capital-risqueurs et des entrepreneurs présente des similitudes assez importantes dans leur espace décisionnel et leur façon d'aborder le risque. En sensibilisant ces deux catégories d'acteurs économiques à leurs points communs, nos résultats peuvent contribuer à améliorer leur compréhension mutuelle ainsi que leur communication. Nous considérons cette possibilité comme un pas vers une meilleure collaboration qui pourrait avoir des retombées économiques considérables.

4.3. Limites de l'étude

La première limite de cette étude se situe au niveau de l'échantillon. Malgré l'effort déployé pour reproduire autant que possible la diversité des sociétés de capital de risque (capital privé, institutionnel, mixte, etc.), nous n'avons pas eu tous les cas de figure ce qui limite dans une certaine mesure le pouvoir de généralisation. Cependant, nous avons réussi à atteindre un seuil de saturation des données au-delà duquel l'apport des entrevues supplémentaires devient marginal, tel que mentionné par Eisenhardt (1989) et Fillion (1999). Notre dernier entretien présentait une redondance des récits considérable qui, dans le cadre d'une recherche exploratoire, nous paraissait satisfaisante.

Les biais et l'inexpérience du chercheur constituent la deuxième limite de cette étude. Cependant, la supervision du directeur de recherche tout au long du processus a limité

les effets de la subjectivité. Cette dernière ne peut être éliminée totalement et fait partie du processus de co-construction de la réalité avec les répondants.

En dernier lieu, malgré les efforts déployés pour éviter d'influencer les répondants, la conscience d'être évalué affecte toujours les individus (effet Hawthorne, Mayo, 1933) et ils essaient de « mieux performer » en entrevue. Cet effet fait partie des difficultés d'introspection des capital-risqueurs relevée par Shepherd et Zacharakis (1999). De plus, tel que mentionné par Pidgeon (1988, cité dans Keizer, Vos et Halman, 2005, p. 304) :

« Les analyses du risque sont toujours incomplètes quel que soit le niveau de complexité. Par définition, on ne peut jamais savoir complètement ce qu'on ne sait pas. » [traduction libre]²⁶

4.4. Pistes de recherche future

Cette étude exploratoire visait à circonscrire les éléments constitutifs de la perception du risque et à rechercher un éventuel pattern décisionnel propre aux capital-risqueurs lors de l'évaluation de projets technologiques. Nos résultats semblent confirmer l'existence d'une configuration répétitive tant au niveau de la pondération des critères d'évaluation du risque qu'au niveau du processus décisionnel. Plusieurs pistes de recherche s'ouvrent à partir de ces constats préliminaires. En premier lieu, il serait opportun de vérifier ces résultats sur un échantillon plus élaboré afin d'en étendre la portée. Aussi, étant donné la nature sociale de la notion du risque, il est possible que la configuration décelée soit assujettie aux influences culturelles. Il serait intéressant de comparer les capital-risqueurs du Québec avec le reste du Canada et les États-Unis, par exemple. En dernier lieu, étant donné les limites des introspections *post hoc* des capital-risqueurs, des études

²⁶ Risk analyses, no matter how sophisticated, are inherently incomplete: One can never know completely what one does not know.

de cas en temps réel tout au long du processus, de la soumission d'un projet à leur attention à la décision finale, pourraient s'avérer extrêmement enrichissantes.

Conclusion

Cette étude a été entreprise dans le but de mieux définir les contours de la perception du risque des décideurs lors de l'évaluation de projets des PME technologiques à partir d'une perspective holistique et interdisciplinaire. Selon notre compréhension, cette perception est déterminante pour la prise de décision d'investissement surtout dans les stades précoces du développement des entreprises. Tel que mentionné par Ferrary (2006), à cette étape, les PME n'ont « ni produit, ni client, ni chiffre d'affaires et bien souvent les créateurs de l'entreprise n'ont aucune expérience entrepreneuriale » (p. 174). Dans ces conditions, l'évaluation du risque s'appuie sur des connaissances tacites et diffuses appliquées à l'inconnu par l'entremise de processus heuristiques qui reposent sur l'expérience et les antécédents des acteurs concernés. En d'autres mots, les capital-risqueurs « sont dans une situation d'évaluation subjective de l'incertain. Ils se forment des convictions sur des bribes d'information » (Ferrary, 2006, p. 174).

La littérature suggère qu'avec l'expérience, les capital-risqueurs développent un automatisme professionnel et, au lieu de procéder à une évaluation systématique de chaque aspect d'un projet, ils répondent plutôt à une image « gestalt » : une évaluation subconsciente et intuitive de l'information disponible (Shepherd et Zacharakis, 2002). Ce processus est critiqué comme étant subjectif et injuste pour les PME et l'évaluation du risque est considérée comme la principale raison de l'incompréhension entre les capital-risqueurs et les entrepreneurs (St-Pierre, 2004).

Dans cette optique, nous nous sommes posés la question quels sont en réalité les constituants de cette image intuitive, comment ils se déclinent en fonction de l'expérience et les antécédents des acteurs en cause et quel est leur poids dans l'évaluation finale du risque d'un projet. Les résultats de notre recherche suggèrent que la perception du risque des capital-risqueurs est déterminée principalement par quatre catégories de critères, parmi lesquels le plus grand poids est accordé à ceux qui se rapportent à l'entrepreneur et à son potentiel d'évolution.

Nous avons constaté que les relations avec le fondateur sont de loin en tête de liste des éléments clés qui déterminent la perception du risque des décideurs. Nos répondants accordent une importance considérable au « fit » des objectifs et des attentes entre eux et les porteurs de projets. Dans ce sens, nous considérons que les composantes essentielles de la perception du risque relevés par notre recherche peuvent fournir de précieuses indications aux entrepreneurs, d'autant plus qu'ils semblent avoir plusieurs points en commun avec les capital-risqueurs.

En ce qui concerne le *modus operandi* des capital-risqueurs, il paraît qu'ils ont une manière d'aborder le risque semblable à celle des entrepreneurs. L'espace décisionnel dans lequel ils cherchent des solutions paraît construit de façon similaire et la principale différence dans leurs actions face au risque se situe au niveau des mesures de protection sous forme d'ententes contractuelles mises en place par les capital-risqueurs. Ces mesures traduisent leur responsabilité envers les commanditaires de leurs fonds et visent à protéger les gains potentiels plutôt que de limiter la liberté d'action des entrepreneurs.

Ces constats nous semblent encourageants dans le sens qu'ils suggèrent l'existence d'un terrain d'entente possible entre les entrepreneurs et les capital-risqueurs. Cette étude exploratoire est loin de donner des résultats définitifs à ce sujet, mais les pistes semblent prometteuses et les conséquences d'une telle entente peuvent se traduire dans un meilleur financement des PME technologiques et des retombées économiques considérables.

Références

- ALLAIRE, Y., & FIRSIROTU, M. (2004). *Stratégies et moteurs de performance*, Montréal : Chenelière Mc Graw-Hill.
- ALTHAUS, C.F. (2005). A disciplinary perspective on the epistemological status of risk, *Risk Analysis*, 25(3), 567-588.
- APPÉRÉ, G., (2006). Gestion des risques et information endogène, *Revue française de la gestion*, 32(162), 63-76.
- ARGYRIS, C. & SCHON, D. A. (1974). *Theory in Practice: Increasing Professional Effectiveness*, San Francisco, CA : Jossey-Bass.
- BABB, S. (2006). A sociologist among economists, in Hesse-Biber et Leavy (Eds.) *Emergent methods in social research*, (pp. 43-54), Thousand Oaks, CA : Sage Publications.
- BEAUD, J.-P. (2003). L'échantillonnage, dans B. Gauthier (Ed.), *Recherche sociale. De la problématique à la collecte des données* (4 ed., pp. 211-242). Sainte-Foy: Les Presses de l'Université du Québec.
- BRECHET, J.-P. (1997). Projets individuels et collectifs, paradigme stratégique et réalité construite, pour une lecture constructiviste du développement des organisations. Récupéré de : <http://www.iae.univ-nantes.fr/brechet/brechet97.pdf> le 28 mai 2008.
- CHEVRIER, J. (2003). La spécification de la problématique, Dans B. Gauthier (Éd.), *Recherche sociale : de la problématique à la collecte des données* (4e éd.), (pp. 51-84), Sainte-Foy, Québec : Presses de l'Université du Québec.
- COOMBS, C.H. (1975). Portfolio theory and measurement of risk, in M.F. Kaplan and S. Schwartz (Eds) *Human Judgement and decision process*, New York: Academic Press.
- COSSETTE, P. (1998). The study of language in organizations: a symbolic interactionist stance, *Human Relations*, 51(11), 1455-1377.
- CYR, A. (2002). *Le discours en tant qu'instrument de gestion - le cas de Royal champignon : de la PME familiale à la première mondiale*. Thèse de doctorat, HEC - Université de Montréal, Montréal.
- CYR, A. (2008). La perception du risque dans la perspective des sociétés de capital de risque et des PME innovantes : une étude exploratoire, Actes du 9ème CIFEPM, Louvain-la-Neuve, Belgique, 28 - 31 octobre.
- DAFT, R.L. & LENGEL, R.H. (1986). Organizational Information Requirements, Media Richness and Structural Design, *Management Science*, 32(5), 554-571.

- DAMASIO, A. R. (1994). *Descarte's error: emotion, reason, and the human brain*. New York: G. P. Putnam and Sons.
- D'AMBOISE, G. (1996). Le projet de recherche en administration : Un guide général à sa préparation. Récupéré de <http://www.fsa.ulaval.ca/personnel/damboisg/liv1/index.html>, le 25 juin 2008.
- DESLAURIERS, J.-P. (1991). *Recherche qualitative : guide pratique*. Montréal: McGraw-Hill.
- DIXON, R. (1991). Venture Capitalists and the Appraisal of Investments, *OMEGA International Journal of Management Science*, 19(5), 333-344.
- EMBLEMSVÅG, J. & KJØLSTAD, L. E. (2002). Strategic risk analysis – a field version, *Management decision*, 40(9), 842-852.
- FERRARY, M. (2006). Apprentissage collaboratif et réseaux d'investisseurs en capital-risque, *Revue Française de Gestion*, 32(163), 171-182, ABI/INFORM Global.
- FILION, L. J. (1999). Empirical systems modeling methodology (ESM) : Applications to entrepreneurial actors, in Wagner, J. A. III (Ed.), *Advance in qualitative organization research* (pp 201-220), Stamford, CT: Jai Press, Vol.2.
- FINUCANE, M.L., ALHAKAMI, A., SLOVIC, P. & JOHNSON, S.M. (2000). The affect heuristics in judgement of risks and benefits, *Journal of Behavioural Decision Making*, 13, 1-17.
- FLORICEL, S. & ST-PIERRE, J. (2003). Evaluating risk in the innovation projects of small firms, Proceedings of the Annual Conference of the Administrative Sciences Association of Canada, StratTechnology and Innofavion Management Division, Halifax, Nova Scotia, June 14-17, récupéré de <http://www.asac.ca/asac-f.htm>, le 25 février 2008.
- FREEL, M.S. (2007) Are small innovators credit rationed?, *Small Business Economics*, 28, 23-35
- FRIED, V. H. & HISRISH, R. D. (1994). Toward a model of venture capital investment decision making, *Financial management*, 33(3), 28-37.
- GAGNON, Y.-C. (2005). *L'étude de cas comme méthode de recherche*. Ste-Foy: Presses de l'Université du Québec.
- HALL, J., & HOFER, C. W. (1993). Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation, *Journal of Business venturing*, 8(1), 25-42.

- HATTON, L. & MOOREHEAD, J. (1996). Determining venture capitalist criteria in evaluating new ventures, Récupéré de <http://www.sbaer.uca.edu/research/usasbe/1996/pdf/07.pdf>, le 24 janvier 2008.
- HESSE-BIBER, S. N. & LEAVY, P. (2006). *Emergent methods in social research*. Thousand Oaks, CA : Sage Publications.
- HILLSON, D. & MURRAY-WEBSTER, R. (2005). *Understanding and managing risk attitude*. Burlington, VT, USA: Gower Publishing Company.
- HISRISH, R. D. & JANKOWICZ, A. D. (1990). Intuition in venture capital decisions: an exploratory study using a new technique, *Journal of Business venturing*, 5(1), 49-62.
- INDUSTRIE CANADA (2002). Les lacunes dans le financement des PME : cadre d'analyse. Préparé par Equinox Management Consultants Ltd., récupéré de : [http://sme-fdi.gc.ca/epic/site/sme_fdi-prf_pme.nsf/vwapj/FinancingGapAnalysisEquinoxFeb2002_f.pdf/\\$FILE/FinancingGapAnalysisEquinoxFeb2002_f.pdf](http://sme-fdi.gc.ca/epic/site/sme_fdi-prf_pme.nsf/vwapj/FinancingGapAnalysisEquinoxFeb2002_f.pdf/$FILE/FinancingGapAnalysisEquinoxFeb2002_f.pdf), le 28 janvier 2008.
- INDUSTRIE CANADA (2004). Marché canadien du capital de risque : Analyses des tendances et des lacunes (1996-2002), récupéré de : http://sme-fdi.gc.ca/epic/site/sme_fdi-prf_pme.nsf/fr/01160f.html, le 28 janvier 2008.
- JOHNSON, G., SCHOLLES, K., WHITTINGTON, R. & FRÉRY, F. (2005). *Stratégique*, (7e ed.), Paris: Pearson Education France.
- JOUISSON, E. & VERSTRAETE, T. (2008). Business model et création d'entreprise, *Revue française de gestion*, 34(181), 175-197.
- KAHNEMAN, D. & TVERSKY, A. (1979). Prospect theory : An analysis of decision under risk, *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- KAHNEMAN, D. (2003). Maps of bounded rationality: Psychology for Behavioral Economics [dagger], *The American Economics Review*, 93(5), 1449-1475.
- KEIZER, J. A., VOS, J.-P. & HALMAN, J. I. M. (2005). Risks in new product development : devising a reference tool, *R&D Management*, 35(3), 297-309.
- KELLER, C., SIEGRIST, M. & GUTSCHER, H. (2006). The role of the affect and availability heuristics in risk communication, *Risk Analysis*, 26(3), 631-639.
- KIRSCHENBAUM, S. S. (1992). Influence of Experience on Information-Gathering Strategies. *Journal of Applied Psychology*, 77(3), 343-352.

- KISFALVI, V. (2000). The treat of failure, the perils of success and CEO character : sources of strategic persistence, *Organizations studies*, 21(3), 611-639.
- KISFALVI, V. (2002). The entrepreneur's character, life issues and strategy making. A field study, *Journal of Business Venturing*, 17, 489-518.
- KISFALVI, V. (2003). Doing what feels right. The influence of CEO character and emotions on top management team dynamics, *Journal of Management Inquiry*, 12(1), 42-66.
- KISFALVI, V. (2009). Apprivoiser le passé : Les histoires de vie, .les émotions et la compétence émotionnelle du leader (article sous presse)
- KNIGHT, F. H. (1964). *Risk, uncertainty and profit*. New York: A.M.Kelley.
- KOBBELTVED, T., BRUN, W. & JOHNSEN, B.H. (2005). Risk as feeling or risk and feelings? A cross-lagged panel analysis, *Journal of Risk Research*, 8(5), 417-437.
- KOELLINGER, P., MINNITI, M. & SCHADE, C. (2007). I think I can, I think I can': Overconfidence and entrepreneurial behaviour, *Journal of Economic Psychology*, 28, 502-527.
- KOONCE, L., MCANALLY, M.L. & MECER, M. (2005). How do investors judge the risk of financial items ?, *The Accounting Review*, 80(1), 221-241.
- KORZYBSKI A. (1953). Le rôle du langage dans les processus perceptuels, dans Ivanaj, V. et S. Gehin, 1997. Les stratégies du dirigeant et la croissance de la PME, *Revue internationale de la PME*, 10(3-4).
- LACHMANN, J. (1999). *Capital-Risque et Capital-Investissement*. Paris : Économica
- LE MOIGNE, J-L. (2006). *La théorie du système général, théorie de la modélisation*, publication électronique de l'édition 1994, récupérée de : <http://www.mcxapc.org/inserts/ouvrages/0609tsgtm.pdf>, le 31 janvier 2008.
- LEBART, L., & SALEM, A. (1994). *Statistique textuelle*. Paris: Dunod.
- LOEWENSTEIN, G.F., WEBER, E. U., HSEE, C. K. & WELCH, N. (2001). Risk as feelings, *Psychological Bulletin*, 127 (2), 267-286.
- MACMILLAN, I., C., SIEGEL, R., & SUBBA NARASIMHA, P., N. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals, *Journal of Business venturing*, 1(1), 119-128.

- MACMILLAN, I. C., ZEMANN, L., & SUBBA NARASIMHA, P., N. (1987). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process, *Journal of Business venturing*, 2(2), 123-137.
- MANIGART, S., WRIGHT, M., ROBBIE, K., DESBRIERES, P. & DE WAELE, K. (1997). Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 21(4), 29-43.
- MAYO, E. (1933). *The human problem of an industrial civilization*, New York: MacMillan.
- MCGILL, S.M. & SIU, Y.L. (2005). A new paradigm for risk analysis, *Futures*, 37:1105-1131.
- MERRIAM-WEBSTER ONLINE DICTIONARY (2009). Retrieved May 4, 2009, from <http://www.merriam-webster.com/dictionary/serendipity>
- MILES, M. B., HUBERMAN, A. M. (2003) *Analyse des données qualitatives* (2 ed.). Bruxelles : De Boeck.
- NORDGREN, L. F., VAN DER PLIGT, J. & VAN HARREVELD, F. (2007). Unpacking perceived control in risk perception: the mediating role of anticipated regret, *Journal of Behavioral Decision Making*, 20, 533-544.
- PETTERSEN, N. (2007). Notes de cours : Méthodologie de la recherche, Université du Québec à Trois-Rivières, Unpublished manuscript, Trois-Rivières, Québec.
- RESHER, N. (1983). *Risk : A philosophical introduction to the theory of risk evaluation and management*. Washington D.C. : University Press of America.
- ROBINSON, R. B. (1987). Emerging strategies in the venture capital industry. *Journal of Business venturing*, 2(1), 53-76.
- RUHNKA, J. C., & YOUNG, J. E. (1991). Some hypotheses about risk in venture capital venturing *Journal of Business venturing*, 6(2), 115-133.
- SARASVATHY, D.K., SIMON, H.A. & LAVE, L. (1998) Perceiving and managing business risks: differences between entrepreneurs and bankers, *Journal of Economic behaviour and Organisation*, 33,207-225.
- SCHWARZ, N. & CLORE, G. L. (1983). Mood, misattribution and judgements of well being: informative and directive functions of affective states, *Journal of Personality and Social Psychology*, 45, 513-523.

- SCHWARZ, N., SERVAY, W. & KUMPF, M. (1985). Attribution of arousal as a mediator of the effectiveness of fear-arousing communications, *Journal of Applied Social Psychology*, 15, 74-78.
- SHEPHERD, D., A., & ZACHARAKIS, A. (1999). Conjoint analysis: a new methodological approach for researching the decision policies of venture capitalists. *Venture capital: an international journal of entrepreneurial finance*, 1(3), 197-217.
- SHEPHERD, D., A., & ZACHARAKIS, A. (2002). Venture capitalists' expertise a call for research into decision aids and cognitive feedback. *Journal of Business venturing*, 17(1), 1-20.
- SITKIN, S. B. & PABLO, A. L. (1992). Reconceptualizing the determinants of risk behavior, *The Academy of Management Review*, 17(1):9-38.
- SLOVIC, P. (1972). Psychological study of human judgement : implications for investment decision making, *The Journal of Finance*, 27(4), 779-799.
- SLOVIC, P., FINUCANE, M. L., PETERS, E. & MACGREGOR, D.G. (2007). The affect heuristics, *European Journal of Operational Research*, 177, 1333-1352
- ST-PIERRE, J. & THERRIEN, C. (2007). L'évaluation du risque des PME : L'objectivité totale est-elle possible ?, Communication présentée à la Conférence internationale : Méthodes de recherche innovantes pour créer des connaissances valides et opérationnelles, co-organisée par l'Academy of Management et par l'ISEOR, du 26 au 28 mars 2007, Lyon, France.
- ST-PIERRE, J. (2004). *La gestion du risque: comment améliorer le financement des PME*. Sainte-Foy, Québec : Presses de l'Université du Québec.
- THALMANN, A. T. & WIEDEMANN, P.M. (2006). Beliefs and emotionality in risk appraisals, *Journal of Risk Research*, 9(5), 453-466.
- THOMPSON, P. B. (1986). The philosophical foundations of risk, *Southern Journal of Philosophy*, 24(2), 273-286.
- TVERSKY, A. & KAHNEMAN, D. (1971). Belief in the law of small numbers, *Psychological Bulletin*, 76, 105-110.
- TVERSKY, A. & KAHNEMAN, D. (1991). Loss aversion in riskless choice : A reference-dependant model, *The Quarterly Journal of Economics*, 106(4), 1039-1061.
- TYEBJEE, T. T. & BRUNO, A. V. (1984). A model of venture capitalist investment activity, *Management science*, 30(9), 1051-1066.

- VAGHELY, I. P., JULIEN, P.-A. & CYR, A. (2007). Information transformation: Some missing links, *Human Systems Management* 26, 157–172.
- VAN DER MAREN, J.-M. (1986). Questions sur les règles à partir d'analogies extrêmes: l'interprétation comme interface, traduction, mise en scène et divination. Dans J.-M. Van der Maren (Ed.), *L'interprétation des données de la recherche qualitative* Montréal: Les publications de la Faculté des sciences de l'éducation, Université de Montréal.
- VOLLE, P. (1995). Le concept de risqué perçu en psychologie du consommateur: antécédents et statut théorique, *Recherche et applications en marketing*, X(1), 39-56.
- VON NEUMANN, J. & MORGENSTERN, O. (1944). *Theory of games and economic behaviour*. Princeton: Princeton University Press.
- WEICK, K. (1979). Cognitive processes in organizations, *Research in Organizational Behavior*, 1, 41-74.
- WILLIAMS, S., ZAINUBA, M. & JACKSON, R. (2003). Affective influences on risk perceptions and risk intentions, *Journal of Managerial Psychology*, 18(1/2), 126-137.
- YATES, F. J. (1990). *Judgement and decision making*, Englewood Cliffs, NJ : Prentice Hall.
- ZACHARAKIS, A. & SHEPHERD, D. A. (2005). A non-additive decision-aid for venture capitalists investment decisions, *European Journal of Operational Research* 162, 673–689.
- ZACHARAKIS, A. L. & MEYER, G. D. (1998). A lack of insight : do venture capitalists really understand their own decision process?, *Journal of Business Venturing*, 13(1), 57-76.
- ZACHARAKIS, A. L., MCMULLEN, J. S. & SHEPHERD, D. A. (2007). Venture capitalists' decision policies across three countries: an institutional theory perspective, *Journal of International Business Studies* 38, 691–708.
- ZACHARAKIS, A., & MEYER, G. D. (2000). The potential of actuarial decision models: can they improve the venture capital investment decision? *Journal of Business venturing*, 15, 323-346.

Annexes

Annexe 1 : Protocole d'entrevue

Le protocole d'entrevue se résume comme suit :

1. En un premier temps, l'intervieweur explique au répondant les objectifs de l'entrevue, lui réitère les engagements à la confidentialité et lui demande la permission d'enregistrer l'entrevue.
2. L'intervieweur demande ensuite au répondant de se présenter et de décrire sommairement les grandes étapes du parcours professionnel qui l'a amené à occuper ses fonctions actuelles.
3. L'intervieweur demande au répondant de décrire :
 - ☐ Comment il définit le risque
 - ☐ Quelles sont les trois principales catégories du risque qu'il juge lors de l'évaluation d'un projet d'investissement
 - ☐ Quelles sont ses critères « go/no go » pour un projet d'investissement, mise à part la revue diligente
 - ☐ Quels sont les signaux d'alarme susceptibles d'entraîner un rejet
4. Une fois ces sujets couverts, la suite de l'entrevue consiste à explorer latéralement pour approfondir les explications données par le répondant, ou pour demander des précisions.
5. À quelques reprises au cours de l'entrevue, l'intervieweur procède à une brève synthèse des propos du répondant pour valider sa compréhension avant de passer à un nouveau sujet.
6. En dernier, l'intervieweur remercie le répondant, expose en bref les suites du projet, prend en note la durée de l'entrevue et arrête l'enregistrement.

Annexe 2 : Protocole de transcription

(rire)	Les parenthèses sont utilisées pour insérer un commentaire du transcripteur (commentaire sur la situation, rire).
()	Les parenthèses vides sont utilisées pour rendre compte des énoncés incompréhensibles.
<u>souligné</u>	Le souligné indique les chevauchements (énoncés produits simultanément par au moins deux locuteurs).
:	Le deux-points est employé pour marquer l'arrêt, l'hésitation et l'allongement de la syllabe. Il se place derrière la lettre sans espace. (exemple : « Euh: il: il était seul. »)
.	Le point est utilisé en fin de phrase, il marque un intonème terminal.
,	La virgule est utilisée en cas de rupture majeure, elle marque un intonème majeur mais non terminal.
?	Le point d'interrogation marque l'intonation interrogative.
< >	Les crochets (ou chevrons) délimitent les signaux <i>back-channels</i> , c'est-à-dire les signaux vocaux de l'interlocuteur ou les courts commentaires qui n'entraînent pas un changement d'interlocuteur.
« »	Les guillemets marquent les citations.
(3 sec.)	Les pauses sont marquées lorsqu'elles dépassent plus de 2 secondes.
(pause)	Les pauses sont marquées lorsqu'elles ne dépassent pas 2 secondes.
MAJUS	Les majuscules sont utilisées pour marquer l'emphase mise sur un mot ou un énoncé (accent d'insistance).
Gras	Le caractère gras est utilisé pour marquer tout ce qui relève du vocabulaire des motions, de même que les intonations conjuguées avec l'émotion.

Annexe 3 : Grille de codage

« Fit » attentes	<p>Ce code réfère à la nécessité de convergence des attentes</p> <p>« [...] les fondateurs viennent beaucoup du côté technologique de l'entreprise, développement technologique et très naïvement, dans leur perception, ils pensent que, parce que leur technologie est excellente, qu'elle amène vraiment un avantage économique important, que le marché va la prendre et ça va se vendre tout seul. »</p> <p>« La personne nous arrive avec un bidule xyz et nous dit : "Moi, je pense que mon invention elle vaut 20 millions, donc, si vous mettez un million, vous allez avoir 4, 5 % de la compagnie" ou en tout cas à peu près 5 %. Ben là, on va lui dire "Peut-être que dans cinq ans, ça va valoir 20 millions, une fois que tous les risques d'exécution ont été passés et que tu va être sur le marché, mais aujourd'hui ..." »</p>
« Fit » objectifs	<p>Ce code réfère à l'alignement des objectifs et des efforts entre le capital-risqueur et l'entrepreneur</p> <p>« D'abord un investisseur, c'est pas un entrepreneur. Alors, la différence entre les deux et ça c'est (pause) ça c'est un problème important entre les deux là, c'est que l'entrepreneur souvent va être dans l'entreprise (pause) [pour lui] c'est pas une question financière, c'est une question de se réaliser. Mais là, devant lui, il y a du monde comme nous (pause) Nous autres, on a peu d'appartenance envers l'entreprise. [...] Notre objectif, c'est on rentre et on sort. »</p>
Acceptation par le marché	<p>Ce code réfère à la réponse du marché à la nouvelle technologie</p> <p>« En tout cas, vas voir le marché pour lui demander s'il y a besoin de ton produit, parce que là tu peux avoir des méchantes surprises. »</p> <p>« On arrive avec des technologies qui amènent (pause) qui sont très nouvelles dans le marché [...] C'est une nouvelle technologie qui soit va remplacer quelque chose, qui a déjà un marché, et là il y a un risque parce que les gens des fois il y a une résistance au changement donc, il faut que l'avantage économique de la nouvelle technologie soit important. »</p>
Ampleur des besoins financiers	<p>Ce code réfère à l'ampleur du financement nécessaire pour amener le projet à terme</p> <p>« Ça coûte énormément cher se rendre aux essais cliniques. En phase 1, une société peut dépenser 60, 70 millions. Bon. [Avant de] se rendre à la fin des essais cliniques, ils sont peut-être rendus à 300, 400 millions. »</p>
Capacité d'écouter	<p>Capacité de l'entrepreneur de prendre la critique, de se faire guider</p> <p>« Il faut qu'on sente [...] que la personne écoute et que la personne est prête à accepter de se faire challenger, de se faire coacher. »</p>
Capacité de s'entourer	<p>Ce code réfère à la capacité de l'entrepreneur de reconnaître ses limites et d'aller chercher des gens avec des compétences complémentaires</p> <p>« La relation avec l'entrepreneur est de s'assurer qu'il y ait une ouverture, la capacité de s'entourer de ressources fortes qui vont lui permettre d'exécuter son plan d'affaires et de faire une grande entreprise »</p>

Capacité de suivre	<p>Ce code réfère à la dilution des parts du CR</p> <p>« [Nos concurrents] vont débarquer ici, ils vont venir avec les moyens qu'ils ont, ils vont nous laver »</p> <p>« On limite notre premier investissement pour la simple raison qu'on veut être sûr d'être capable de suivre dans les rondes subséquentes et de bien supporter l'entreprise dans les rondes subséquentes. Parce qu'on sait que dans notre métier, ce qui arrive quand un investisseur en capital de risque n'est pas capable de suivre dans une ronde subséquentes, il se fait écraser. Littéralement. »</p>
Chimie	<p>Ce code réfère à la capacité d'établir une bonne relation de travail entre le capital-risqueur et l'entrepreneur</p> <p>« Moi j'ai dit non à de très grands chercheurs au Québec. Parce que je savais que la chicane était pour prendre. »</p> <p>« C'est un mariage de six, sept, huit ans. On est très près des entrepreneurs, on les coache, on travaille avec eux en étroite collaboration, et la vie est trop courte pour être malheureux. (rires) On veut que ça fonctionne, on veut qu'il y ait une chimie dans les deux sens. Il faut que ce soit dans les deux sens. S'il n'y a pas de chimie au départ, on va être malheureux. »</p>
Complexité technologique	<p>Ce code réfère aux difficultés de faire des prédictions concrètes dû aux interactions multiples de plusieurs facteurs</p> <p>« C'est hyper-compliqué au plan de la technologie, parce qu'il va avoir, il va falloir faire un modèle animal [...] des phase 1, des toxico, pis des phase 2 pour démontrer que ça aie une certaine efficacité. »</p>
Comportement opportuniste E	<p>Ce code réfère à l'éthique de l'entrepreneur</p> <p>« Alors ça, c'est une nature du risque importante [...] tout le risque associé au management bon, naturellement il y a des risques de bonne foi... »</p>
Confiance	<p>Ce code réfère au sentiment de confiance qu'éprouve le capital-risqueur</p> <p>« On savait que cette personne-là n'aura pas nécessairement [...] les capacités à le mener à terme mais c'est une relation de confiance très, très bonne [...] pis c'est pour ça qu'on a fait le deal. »</p>
Coût d'opportunité	<p>Ce code réfère au coût d'opportunité de la décision</p> <p>« Mais on a peut-être perdu six mois là-dedans [...] c'est ÉNORMÉMENT d'argent, c'est énormément d'argent »</p> <p>« Surtout on évite de s'en rappeler. Si ça va bien après. Parce que j'ai des cas moi qui ont été radiés [...] qui ont été rachetés pour une chanson [...] Ça va bien maintenant [...] Pis nous autres on a mis des millions pour les regarder faire. »</p>
Croissance	<p>Ce code réfère aux risques associés à la gestion de la croissance</p> <p>« On s'est développé trop vite. Et là il avait besoin de sources financières énormes, les investisseurs ont pas suivi, la compagnie a contracté un prêt à des conditions difficiles (4 sec) le prêteur a rappelé son prêt, la compagnie a fermé. Parce qu'elle n'a pas été capable de gérer sa croissance. »</p>
Expertise E	<p>Ce code réfère aux connaissances théoriques de l'entrepreneur</p> <p>« Parce que la personne qui te parle de l'objet, et qui sait en faire le tour et en trouver les risques, tu parles déjà de l'individu qui pourrait, par exemple, être le promoteur de sa propre compagnie »</p>

Expérience CR	Ce code réfère à l'impact de l'expérience du capital-risqueur sur sa propre évaluation du risque
	« Parce qu'encore une fois, si je connais le secteur, mon évaluation du risque est complètement, complètement différente. »
Expérience E	Ce code réfère à l'expérience entrepreneuriale et non pas à l'expertise technique de l'entrepreneur
	« [...] t'as bon et expérimenté. Je peux dire que quelqu'un est bon, mais s'il a beaucoup d'expérience, si c'est trois fois qui fait la même chose, je peux penser qu'il est bon et expérimenté. Alors lui, il sait les games à jouer, s'il a ça de large à passer à telle place, il le sait d'avance et il va s'enligner pour passer ou on peut penser du moins, on peut espérer qu'il ait plus de chances. »
Éjectabilité E	Ce code réfère à la possibilité de remplacer le fondateur à la tête de l'entreprise
	« Ces individus [les fondateurs] sont substituables, ils sont déplaçables sur l'échiquier et même éjectables [...] Si le fondateur n'est plus dans la société, il détient après ça 18 % de la [société] c'est ça les business fees et c'est à prendre ou à laisser. »
Évaluation collégiale	Ce code réfère à l'« objectivisation » du processus d'évaluation du risque par une évaluation à plusieurs.
	« Dans notre appréciation du risque (pause) la PERCEPTION de chacun des individus peut être différente, mais elle est importante. » « Je veux dire, tout le monde, tout le monde partage la tarte-là, le risque et surtout le retour (rire) alors s'il y a du monde qui sont contre la transaction pour différentes raisons, on ne va pas de l'avant. »
Faisabilité idéologique	Ce code réfère à la conviction des CR que la technologie est réalisable
	« C'est les mots que j'utilise dans mes textes la faisabilité idéologique, parce que la faisabilité est une chose, technologique c'est une autre, mais faisabilité idéologique ça veut dire dans mon jargon [...] j'évalue le caractère original de l'objet. Est-ce que ça a, en soi, une VALEUR. C'est-tu nouveau ? »
Horizon temporel	Ce code réfère au risque associé à l'évolution de la situation dans le temps.
	« Ben, c'est pas juste une question d'argent, ça va prendre beaucoup d'argent et ça prend beaucoup de temps [...] est-ce que je peux savoir aujourd'hui si dans cinq ans au Québec il va avoir beaucoup d'argent dans le secteur des sciences de la vie ? Je ne suis pas capable de le savoir. » « Il y a eu une étape où, tu disais, "Bon on va développer un produit pis ça va prendre six mois, pis deux ans après, il n'était pas encore développé. »
Impondérables	Ce code réfère à la turbulence de l'environnement d'affaires
	« Si je m'en vais à Paris, je perçois que le risque c'est dans l'avion (pause) mais je sors de l'entrée ici, il y a quelqu'un qui me frappe, c'est fini. Alors je l'avais pas prévu ce risque-là. J'avais pensé peut-être pendant deux semaines à ce que l'avion allait tomber, mais j'ai jamais pensé qu'en sortant » « Le problème c'est qu'en affaires, c'est pas comme ça. (pause) Le problème c'est que tout bouge. »

Intuition	<p>Ce code réfère à un processus intuitif de traitement de l'information dont la maîtrise nécessite des années d'expérience</p> <p>« OK. Alors moi j'ai dis bon, il est mis dans un algorithme et c'est évalué comme très risqué; moi je pouvais vous dire, avant que vous ne regardiez le dossier que c'était très risqué. (rire) »</p> <p>« C'est une job très cartésienne pis en même temps (pause) c'est par feeling. C'est comme les entrepreneurs, hein ? C'est juste que nous, on a des rapports à écrire, pis on essaie de mettre ça dans des formes pis de généraliser, mais ça reste très, très par feeling. »</p>
Modèle d'affaires	<p>Ce code réfère à la crédibilité de la proposition d'affaires</p> <p>« Mais si ça te coûte cher de le produire et ça te prend des efforts extraordinaires le commercialiser pis que tu peux pas le vendre à un prix qui fait que tu aies de marge, il n'y a pas de plan, il n'y a pas de business model. Pis le business model, pour moi c'est du step by step. Qui va produire de quoi là, où tu l'as outsourcé, tu va le vendre à qui, à quel prix ? »</p>
Montage financier	<p>Ce code réfère à la capacité d'assurer du financement dans le temps et à la mesure des besoins</p> <p>« Oui, j'en mettrai un, mais il faut voir pour les six autres. Pis le problème, même si aujourd'hui tu trouves sept millions, dans deux ans, tu va en avoir besoin de 15 millions. QUI va venir mettre 15 millions ? »</p> <p>« Mais on sait que la compagnie va demander 20 millions, 30 millions pour se développer, et là, on se dit, [...] est-ce qu'on est capable de la supporter cette compagnie-là, de l'amener à terme, d'amener le bébé à terme ? »</p>
Normes liées à l'application de la technologie	<p>Ce code réfère aux exigences normatives de plus en plus complexes et qui diffèrent selon le type d'application</p> <p>« Si c'est une activité chimique (pause) aux fins cosméceutiques, c'est autre chose. L'activité chimique à des fins industrielles, de la peinture ou (pause) c'est autre chose. »</p> <p>« Avant, on disait que quand c'est en clinique, la compagnie décolle, quand elle est en phase I, (pause) maintenant, en Phase II là, depuis quelques années, on a fait une bonne preuve de concept là chez les humains, mais là, ce qu'on se rend compte, même plus tard dans le développement clinique, les compagnies peuvent (pause) euh : peuvent avoir des problèmes. »</p>
Partage du contrôle E	<p>Ce code réfère à la capacité de l'entrepreneur de travailler en équipe</p> <p>« PARTICULIÈREMENT, les (pause) particulièrement les fondateurs, c'est très, très difficile que ça marche. Parce que c'est leur bébé-là pis là tu leur enlèves la direction. »</p> <p>« Un entrepreneur c'est dur à contrôler-là »</p>
Caractéristiques personnelles CR	<p>Ce code réfère à l'influence des caractéristiques personnelles du CR</p> <p>« Le deuxième problème [est lié] à la nature des individus, c'est-à-dire que, par exemple : Pierre est à la SGF, Pierre aime le dossier pour différentes raisons, c'est son dossier, il l'aime, Pierre quitte, c'est Marie qui s'en vient là et là Marie, elle n'aime pas le dossier <Uh-hum> alors, il se passe quoi ? »</p> <p>« Euh le boss a changé, le boss dit notre portefeuille est ben trop jeune, notre portefeuille est trop jeune, il faut le vieillir. »</p>

Plan B	<p>Ce code réfère à la possibilité de multiples applications de la technologie</p> <p>« Parce que ça te permet d'aller sur plusieurs marchés ou d'avoir plusieurs clients en même temps, mais c'est une nouvelle technologie. »</p> <p>« On veut pas de compagnie avec un seul produit. Pourquoi ? Parce que si ce produit-là fonctionne mal, à un moment donné les chinois décident de débarquer ici et là, on tombe avec un risque trop important. »</p>
Politique institutionnelle SCR	<p>Ce code réfère à l'influence qu'ont les règlements internes des sociétés du capital de risque sur les décisions d'investissement</p> <p>« Nous, on est un fonds typique, durée de vie dix ans, avec possibilité d'extension de deux ans et avec un horizon d'investissement de cinq à sept ans généralement pour la sortie d'où nos choix en termes de stade de développement des entreprises et aussi des secteurs qu'on regarde. »</p> <p>« Et, c'est important de trouver des co-investisseurs qui ont une philosophie similaire. »</p>
Portefeuille	<p>Ce code réfère à l'influence du mix d'investissements du CR</p> <p>« Moi dans la façon (pause) moi, j'accepte beaucoup de risque, j'accepte beaucoup de risque, mais une des raisons pourquoi j'accepte beaucoup de risque, c'est que je mélange au risque une autre valeur. La valeur c'est (pause) avoir plusieurs placements, alors donc, mon portefeuille, donc moi, mon risque, n'a pas une vision de dossier. »</p>
Potentiel du marché	<p>Ce code réfère à la taille et à la réalité du marché</p> <p>« Ben oui (pause) pis, mais encore une fois, dans cet ordre là, est-ce qu'il y a un marché, pis est-ce que le marché il est RÉEL. C'est un peu comme, pour moi, les centres de conditionnement physique. TOUT LE MONDE dit " Je veux aller dans les centres de conditionnement physique " Mais, à un moment donné ... »</p> <p>« Le marché MONDIAL du mon produit c'es 20 millions de dollars. Alors si je vends 10 millions, je serai extraordinaire, [...] Pis la personne qui va m'acheter, elle le sait que c'est 20 millions. Alors donc, ça influence ma valeur aussi. »</p>
Propriété intellectuelle	<p>Ce code réfère à l'importance d'assurer l'exclusivité de la nouvelle technologie</p> <p>« [...] un assez fort contenu en propriété intellectuelle qui peut prendre toutes (pause) toutes sortes de formes ça peut être soit de brevets, soit de secret commercial, soit (pause) ce qu'on cherche c'est un avantage concurrentiel ou des barrières à l'entrée pour les concurrents potentiels. »</p>
Qualité de management	<p>Ce code réfère à l'ensemble de capacités managériales (skill set) de l'entrepreneur ou de l'équipe entrepreneuriale</p> <p>« Ouais, mais si t'es smart, tu vas trouver ta niche, tu va bouger ton produit. Là où tu vois que ça s'en vient en pleine face, tu va te tasser à droite, à gauche, tu va faire de quoi, pour l'éviter (pause) si, naturellement, ton management a la flexibilité. »</p> <p>« Est-ce qu'on a les compétences, est-ce que la compagnie a les compétences à l'interne pour amener (pause) pour exécuter le plan d'affaires qui est proposé pis qu'on finance. »</p>

Rapport risque/bénéfice	<p>Ce code réfère à l'importance de l'équation entre les ressources engagées et les bénéfices potentiels.</p> <p>« Une entreprise en démarrage, elle démarre, pis : "Je t'offre 5 % de rendement" (pause) Alors là [...] j'ai un risque extrême, par rapport à un rendement minime. [...] Mon objectif c'est d'évaluer mon équation entre les deux [...] et quand j'atteins ça, en principe, c'est là que ça m'intéresse de faire un deal. »</p>
Relations entre partenaires	<p>Ce code réfère aux relations entre les co-investisseurs excluant l'entrepreneur</p> <p>« Pis je m'entendrai peut-être même pas avec Louis, mais je suis obligé de m'entendre [...] On est dans la même (pause) dans la même partie avec les mêmes objectifs. »</p> <p>« Aux États-Unis, il y a du monde (pause) il a de l'égo, il y a des GROS égos là-bas, mais tout le monde sont là pour faire de l'argent. C'est pas le cas ici donc c'est TRÈS dur. »</p>
Relations interpersonnelles	<p>Ce code réfère aux relations humaines</p> <p>« On pense aussi aux opérations, à l'impact que ça peut avoir et franchement, on (pause) [...] cette personne-là était correcte, mais dans d'autres domaines, dans d'autres occasions. Des fois, ils ont des enfants, ils sont mariés, ils sont (pause) on pense à ça, comme tout le monde. »</p> <p>« Il y a beaucoup de personnes qui sont impliqués dans un projet, fait que ça dédouble. »</p>
Relativité du plan d'affaires	<p>Ce code désigne la non-suffisance du plan d'affaires</p> <p>« Là ça devient très compliqué, parce qu'en général, même s'il y a un plan d'affaires, ça a souvent été donné à un externe, c'est un Joe Blow sur la rue qui a reçu une commission pour raconter l'histoire d'exploitation commerciale du bidule, et quand tu creuses, c'est pas mauvais, mais c'est plus subtile que ça. »</p> <p>« Il y a un élément aussi important (pause) je sais que j'ai 0% de chance que le plan d'affaires que la personne vient me présenter se réalise. Il va être mieux, il va être pire, mais il va être différent. »</p>
Retrait d'un partenaire financier	<p>Ce code réfère aux conséquences du retrait d'un partenaire financier</p> <p>« Récemment, il avait un partenaire qui n'était plus prêt à supporter une compagnie, alors ça c'est VRAIMENT difficile, parce que tout le monde devient nerveux [...] Ça rend les conditions très difficiles pour les compagnies. »</p> <p>« Si il y en un qui arrête, le gros risque c'est qu'il se fasse un effet domino pis les autres arrêtent. »</p>
Réputation CR	<p>Ce code réfère à l'influence de l'impact perçu de la décision sur la réputation du CR</p> <p>« Naturellement, étant donné que le capital de risque c'est des individus, tout le monde veut sauver la face alors ... »</p> <p>« Il faut surtout pas s'en rappeler qu'on s'est trompé. Parce que ça c'est gênant. »</p>

Résultats passés CR	<p>Ce code réfère à l'impact des résultats des décisions passées sur les décisions futures du CR</p> <p>« Alors la première fois qu'ils investissent en biotech ils font des tonnes d'argent, c'est comme si vous gagnez la Mini Loto la première fois que vous achetez un ticket. Vous allez en acheter en maudit après. »</p>
Réseautage CR	<p>Ce code réfère au réseautage personnel du CR</p> <p>« Effectivement, il ne savait pas dans quoi il investissait, mais il savait dans QUI il investissait. »</p> <p>« Idéalement quand je le fais (pause) aller chercher quelqu'un, c'est des gens que je connais <Uh-hum> les gens que ça fait 10 ans, 15 ans que je connais. »</p>
Secteur	<p>Ce code comprend les particularités liées au secteur industriel</p> <p>« La notion de risque est une notion générale à tout investisseur, elle va prendre des connotations différentes si je suis dans le secteur manufacturier ou si je suis dans le secteur technologique. »</p> <p>« Ça va prendre 5 à 10 ans, 50 à 100 millions [pour un médicament], alors que si tu vas chercher des ingrédients actifs pour la cosméto, ça te prend 5 millions et ça te prend 6 mois pour des contrats et on n'est plus dans le même risque. »</p>
Stade	<p>Ce code réfère au stade de développement du produit ou de l'entreprise</p> <p>« [...] dépendant de l'endroit, d'en quelle période on se trouve dans l'évolution, le développement, par exemple, comme concept, prototype et là c'est sûr que l'histoire est pas la même. »</p> <p>« Par exemple, aujourd'hui, les gens se disent : "Nous autres, on veut plus faire de démarrage." Pourquoi on ne veut pas faire de démarrage, parce qu'on n'accepte pas le risque associé au démarrage. »</p>
Stratégie de sortie	<p>Ce code réfère à la planification stratégique reliée à récupération de l'investissement</p> <p>« Ça fait cinq ans qu'on parle d'IPO là, mais (pause) on n'y croit pas vraiment. On monte les compagnies POUR les acquisitions. »</p> <p>« Devais-je aller vers une cotation boursière ou vais-je être racheté ou vais-je moi-même acquérir d'autres sociétés, grossir, avant d'être racheté plus loin ? »</p>
Subtilités du marché	<p>Ce code réfère aux particularités des interactions sur un marché donné</p> <p>« Donc, quel que soit l'objet que tu vends [...] t'es où dans la chaîne de valeur ? Tu vends, tu distribues, tu : tu vends aux distributeurs, tu veux vendre en direct ou t'es seulement un compounded parts, ou ... »</p> <p>« [...] les subtilités du marché, c'est comme le plancher de danse : [...] regarder les autres danser c'est autre chose. [...] pis c'est tout un tissu euh : de euh : vendeurs, de revendeurs pis de distributeurs qui prend ça marge pis qui prend quoi, pis comment ta marge, pis comment ton prix peut être cassé par d'autres »</p>
Term sheet	<p>Ce code réfère à la gestion du risque par la mise en place d'ententes contractuelles</p> <p>« Term sheet, c'est euh : l'investisseur va définir le contexte, les critères, les paramètres à l'intérieur desquels il est prêt à investir dans une société technologique. »</p>

Transition	<p>Ce code réfère à la capacité d'adaptation de l'entrepreneur</p> <p>« Bien souvent l'équipe qui est en place a faite une EXCELLENTE job pour amener la compagnie jusque (pause) où elle est présentement [...] mais on amène la compagnie à un autre niveau et bien souvent, ce qu'on se rend compte c'est que ces entrepreneurs-là (pause) ont de la difficulté à faire la transition entre le niveau X pis et le niveau Y. »</p>
Triangulation	<p>Ce code traduit la variation de la perception du risque du CR en fonction de l'avis de son réseau d'experts</p> <p>« J'ai encore plein de contacts, alors je vais appeler ces gens-là et puis je vais leur dire : "Qu'est ce que tu penses de cette idée-là ? Avez-vous besoin de ça ? On peut-tu faire de l'argent avec ça ?" »</p> <p>« [...] la technologie à votre avis? Nous on pense qu'il y a quelques chose-là, mais on veut votre avis. Est-ce que l'on se trompe? On pense qu'il y a un marché. Est-ce que l'on se trompe?»</p>
Turbulence technologique	<p>Ce code comprend la durée de vie de la technologie</p> <p>« Il y a toujours le risque qu'une technologie une autre technologie arrive dans le marché qui rend l'ancienne obsolète »</p>