

**UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À TROIS-RIVIÈRES**

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

**COMME EXIGENCE PARTIELLE DE LA MAÎTRISE EN GESTION DES  
PME ET DE LEUR ENVIRONNEMENT**

**PAR  
WASSIM FERJANI**

**L'ANALYSE DU PROCESSUS DÉCISIONNEL D'INVESTISSEMENT  
DES SOCIÉTÉS DE CAPITAL DE RISQUE QUÉBECOISES**

**SEPTEMBRE 2000**

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.

## RÉSUMÉ

Le capital de risque est une activité de financement qui s'inscrit dans le cadre des mutations que connaît la sphère financière tant sur le plan interne qu'externe. Ce moyen de financement se voudrait une réponse aux besoins de capitaux des petites et moyennes entreprises (PME) qui, malgré leur rôle considérable dans le tissu économique, rencontrent plusieurs difficultés pour se financer auprès des institutions financières traditionnelles et par-là, à s'insérer dans le système financier classique. C'est pourquoi, le processus décisionnel d'investissement des sociétés de capital de risque (SCR) sera au cœur de notre travail de recherche. En outre, le capital de risque constitue un atout majeur en matière d'assistance managériale à la PME.

L'originalité du capital de risque, son impact multidimensionnel (aspects financier, managérial et stratégique) sur le mode de fonctionnement de la PME et son empreinte marquée sur l'économie nous amènent à s'interroger sur la logique d'action de ce mode de financement. C'est pourquoi, le processus décisionnel d'investissement des sociétés de capital de risque (SCR) sera au cœur de notre travail de recherche.

Notre recherche poursuit trois objectifs : (1) développer à partir d'une recension de la littérature, un modèle décrivant le processus décisionnel des SCR en matière d'investissement ; (2) valider ce modèle auprès de SCR québécoises et (3) déterminer l'influence de la structure de propriété des SCR sur le processus décisionnel d'investissement.

Le modèle développé comprend plusieurs phases. En amont de ce processus, nous trouvons des activités pré-investissement englobant toutes les phases précédant la prise de décision finale. Il s'agit des phases d'origine des projets (recherche proactive, demandes référées et demandes non sollicitées en provenance des entrepreneurs), de sélection des dossiers (sélection spécifique et sélection générique), d'évaluation des demandes d'investissement (analyse préliminaire et étude approfondie) et de

structuration des projets (établissement des clauses contractuelles et négociations du contrat d'investissement). En aval, c'est-à-dire une fois que la décision d'investissement est prise et que la transaction est clôturée (après la signature du contrat), il y a les activités post-investissement. Ces dernières reflètent la relation entre les gestionnaires de capital de risque (GCR) et les dirigeants de l'entreprise, et se traduisent d'une part, par les différentes formes d'implication des SCR et leur valeur ajoutée aux PME de leur portefeuille (gestion, financement et assistance), et d'autre part, par la procédure de dessaisissement de l'investissement (stratégie de sortie).

Notre modèle semble bien expliquer le processus décisionnel suivi par les SCR québécoises. Néanmoins, certains éléments nouveaux et quelques divergences ont été relevés quant à l'application des différentes phases.

Au niveau de l'influence de la structure de propriété des SCR (provenance des capitaux et lois de constitution) sur leur processus décisionnel d'investissement, notre étude de cas soulève quelques distinctions, principalement au niveau de la mission et de certains volets de la politique d'investissement des SCR étudiées. Certes, les différences dans la structure de propriété des SCR conditionnent leur mission et les amènent à favoriser certaines stratégies d'investissement, à fixer leurs propres objectifs de rendement et à privilégier leurs critères spécifiques d'investissement. Bref, ces différences les amènent à adopter une politique d'investissement particulière, mais sans pour autant avoir un impact considérable sur le processus décisionnel utilisé.

## REMERCIEMENTS

La réalisation de cette étude a été rendue possible grâce à la contribution et aux encouragements de certaines personnes envers lesquelles je suis très reconnaissant.

Je me permets tout d'abord, d'exprimer ma profonde gratitude à mes directeurs de recherche, les professeurs Robert Beaudoin et Claude Mathieu qui m'ont accordé leur confiance en acceptant d'encadrer ce travail. Leurs critiques constructives, leur rigueur scientifique et leur appui aussi bien moral que matériel furent indispensables et déterminants dans la conduite à terme de ce mémoire.

Je remercie également les professeurs Josée St-Pierre et Luc Robitaille qui, malgré leurs nombreuses occupations, ont accepté de lire et d'enrichir mon mémoire par leurs remarques pertinentes.

Je tiens aussi à exprimer ma sincère reconnaissance à monsieur Pierre Giroux pour sa disponibilité, sa collaboration et ses recommandations précieuses. Mes remerciements vont pareillement à messieurs Donald Lefebvre et Jean-Pierre Chartrand qui ont aimablement accepté de me consacrer une partie de leur temps précieux pour répondre à mes questions.

Je voudrais exprimer également mon éternelle gratitude envers mes frères, mes ami(e)s et les membres de ma famille qui n'ont cessé de m'encourager et de croire en moi.

Enfin, je tiens à rendre un hommage spécial à mes parents et à ma tante dont la contribution financière et le soutien moral inconditionnel ont été indispensables tout au long de mon cursus universitaire et plus particulièrement dans la réalisation de ce travail de recherche de longue haleine.

## TABLE DES MATIÈRES

<b>RÉSUMÉ</b> .....	<b>I</b>
<b>REMERCIEMENTS</b> .....	<b>III</b>
<b>TABLE DES MATIÈRES</b> .....	<b>IV</b>
<b>Liste des tableaux</b> .....	<b>VIII</b>
<b>Liste des figures</b> .....	<b>X</b>
<b>Liste des principales abréviations</b> .....	<b>XI</b>
<b>CHAPITRE 1 : INTRODUCTION</b> .....	<b>1</b>
<b>CHAPITRE 2 : RECENSION DE LA LITTÉRATURE</b> .....	<b>6</b>
2.1 APERÇU HISTORIQUE.....	6
2.2 CONCEPT ET DÉFINITIONS .....	9
2.3 STRUCTURATION DE L'INDUSTRIE NORD AMÉRICAINE DU CAPITAL DE RISQUE.....	11
2.3.1 Organisation de l'industrie du capital de risque aux États-Unis .....	11
2.3.1.1 Les SCR privées et indépendantes .....	12
2.3.1.2 Les «Small Business Investment Companies» (SBICs).....	13
2.3.1.3 Les filiales de groupes financiers ou industriels .....	13
2.3.1.4 Les SCR incorporant des fonds publics .....	13
2.3.2 Organisation de l'industrie du capital de risque au Canada .....	14
2.3.2.1 Les fonds de capital de risque privés et indépendants (FCRPI).....	14
2.3.2.2 Les filiales de groupes financiers ou industriels .....	14
2.3.2.3 Les fonds gouvernementaux .....	15
2.3.2.4 Les fonds hybrides .....	15
2.3.3 Évolution du marché canadien du capital de risque formel .....	16
2.4 LA SPÉCIALISATION DES SCR .....	18
2.4.1 Spécialisation selon les stades de développement de la PME .....	18
2.4.1.1 Cycle de vie de la PME.....	18
2.4.1.2 Typologie du capital de risque et stades de développement .....	19

a) Le financement du stade initial.....	20
b) Le financement du développement ou de l'expansion .....	20
c) Le financement axé sur une acquisition ou un rachat.....	21
d) Le financement axé sur un redressement.....	21
2.4.1.3 Stades d'intervention du capital de risque .....	21
2.4.2 Spécialisation par secteur d'activités.....	24
2.4.3 Spécialisation selon l'emplacement géographique des PME .....	27
2.4.4 Spécialisation par taille d'investissement.....	28
2.5 CRITÈRES D'INVESTISSEMENT .....	29
2.6 RELATION ENTRE LA SCR ET LA PME.....	36
2.6.1 Sources de conflits entre la SCR et la PME .....	37
2.6.2 Les solutions aux conflits .....	39
2.6.2.1 Les contrats d'investissement en capital de risque .....	40
2.6.2.2 La politique d'investissement graduel : les rondes de financement.....	43
2.6.3 Les instruments financiers.....	44
2.6.4 La syndication .....	48
2.6.5 L'implication active des GCR.....	49
2.7 LES STRATÉGIES DE SORTIE DES SCR .....	52
2.7.1 Les différents mécanismes de sortie.....	53
2.7.1.1 Premier appel public à l'épargne (PAPÉ) ou émission initiale d'actions	53
2.7.1.2 Acquisition stratégique de la PME.....	54
2.7.1.3 Vente sur le marché secondaire.....	54
2.7.1.4 Rachat.....	55
2.7.1.5 Radiation .....	56
2.7.2 Fréquence des sorties au Canada.....	56
2.7.3 Relation entre les voies de sortie et les stades d'investissement.....	57
2.7.4 Relation entre le mode de sortie et le type de fonds de capital de risque.....	58
2.7.5 Fréquence des sorties selon les motifs et les proportions de dessaisissement	59
<b>CHAPITRE 3 : CADRE CONCEPTUEL THÉORIQUE.....</b>	<b>63</b>
3.1 LES PRINCIPALES ÉTUDES SUR LA MODÉLISATION DU PROCESSUS DÉCISIONNEL D'INVESTISSEMENT EN CAPITAL DE RISQUE.....	63
3.1.1 Le modèle de Wells (1974) .....	63
3.1.2 Le modèle de Tyebjee et Bruno (1984).....	65
3.1.3 Le modèle de Fried et Hisrich (1988).....	68
3.1.4 Le modèle de Fried et Hisrich (1994).....	70
3.1.5 Le modèle de Gardella (1997).....	74
3.1.6 Le modèle de Riding et Orser (1997).....	77
3.2 OBJECTIFS DE RECHERCHE .....	81

3.3 PROPOSITION D'UN MODÈLE THÉORIQUE DE PROCESSUS DÉCISIONNEL	
D'INVESTISSEMENT EN CAPITAL DE RISQUE.....	82
3.3.1 Les activités pré-investissement.....	84
3.3.1.1 L'origine des projets.....	84
3.3.1.2 La sélection.....	86
3.3.1.3 L'évaluation.....	86
a) L'analyse préliminaire.....	86
b) L'étude approfondie («due diligence»).....	87
3.3.1.4 La structuration de l'investissement.....	88
3.3.2 Les activités post-investissement.....	88

## CHAPITRE 4 : MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE ET PRÉSENTATION

<b>DES RÉSULTATS.....</b>	<b>90</b>
4.1 MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE.....	90
4.1.1 Type d'étude.....	90
4.1.2 Instrument de mesure.....	90
4.1.3 Échantillonnage.....	91
4.1.4 Collecte des données.....	91
4.2 PRÉSENTATION DES RÉSULTATS.....	92
4.2.1 Étude de cas # 1 : Investissements Mauricie-Bois-Francis-Drummond.....	92
4.2.1.1 Analyse des différentes étapes du processus décisionnel d'investissement	
.....	94
a) Origine des projets.....	94
b) Sélection.....	95
c) Évaluation.....	96
d) Structuration.....	98
e) Vérification diligente.....	99
f) Clôture.....	99
h) Gestion.....	100
i) Dessaisissement.....	101
4.2.2 Étude de cas # 2 : Fonds régional de solidarité Mauricie-Bois-Francis.....	102
4.2.2.1 Analyse des différentes phases du processus décisionnel d'investissement	
.....	104
a) Origine des projets.....	104
b) Sélection.....	105
c) Évaluation.....	106
d) Structuration.....	108
e) Vérification diligente.....	109
f) Clôture.....	110
g) Suivi.....	110
h) Dessaisissement.....	111



4.2.3 Étude de cas # 3 : Investissements Novacap inc. ....	112
4.3.2.1 Analyse des différentes étapes du processus décisionnel d'investissement .....	114
a) Origine des projets.....	114
b) Sélection .....	115
c) Évaluation.....	115
d) Structuration, vérification diligente et clôture.....	117
e) Valorisation.....	118
f) Dessaisissement.....	120
4.2.4 Analyse comparative des trois SCR.....	120
4.2.4.1 Caractéristiques de la prise de décision d'investissement des trois SCR .....	121
4.2.4.2 Les activités pré-investissement.....	129
a) Origine des projets.....	129
b) Sélection .....	130
c) Évaluation.....	131
d) La structuration.....	131
e) Vérification diligente et clôture .....	132
4.2.4.3 Les activités post-investissement .....	133
a) Gestion, suivi ou valorisation .....	133
b) Dessaisissement.....	134
4.2.4.4 Résumé des ressemblances et des différences des processus décisionnels .....	135
<b>CHAPITRE 5 : CONCLUSION .....</b>	<b>138</b>
5.1 APPORTS DE LA RECHERCHE .....	139
5.2 LIMITES ET SUGGESTIONS .....	142
<b>BIBLIOGRAPHIES.....</b>	<b>145</b>
<b>ANNEXE : QUESTIONNAIRE .....</b>	<b>154</b>

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1 : Disponibilité du capital de risque selon les stades de développement.....	22
Tableau 2 : Répartition des investissements en capital de risque au Canada selon les stades de développement des PME.....	23
Tableau 3 : Répartition des investissements en capital de risque aux États-Unis selon les stades de développement des PME au cours de l'année 1998.....	24
Tableau 4 : Répartition des investissements en capital de risque par secteur au Canada au cours de l'année 1999.....	26
Tableau 5 : Répartition des investissements en capital de risque par secteur aux États-Unis au cours de l'année 1998.....	26
Tableau 6 : Répartition géographique des investissements canadiens en capital de risque.....	27
Tableau 7 : Les cinq principaux états américains de capital de risque en 1998.....	28
Tableau 8 : Évaluation des composantes des différents facteurs de risque dans les PME.....	33
Tableau 9 : Les principales clauses contractuelles des investissements canadiens en capital de risque et leur fréquence.....	42
Tableau 10 : Les différentes formes d'investissement utilisées par les SCR canadiennes.....	47
Tableau 11 : Les principaux mécanismes de sortie utilisés par les SCR canadiennes...	57

Tableau 12 : Fréquence relative des sorties selon le stade d'investissement au Canada durant la période de 1992 à 1995.....	58
Tableau 13 : Fréquence relative des différents moyens de sorties selon le stade d'investissement au Canada durant la période de 1992 à 1995.....	58
Tableau 14 : Fréquence relative des sorties selon le type de fonds au Canada durant la période de 1992 à 1995.....	59
Tableau 15 : Fréquence relative selon la raison de sortie au Canada durant la période de 1992 à 1995.....	60
Tableau 16 : Fréquence relative selon la proportion de liquidation de l'investissement au Canada durant la période de 1992 à 1995.....	60
Tableau 17 : Récapitulation des études sur les différentes phases du processus décisionnel d'investissement en capital de risque.....	80
Tableau 18 : Comparaison des politiques d'investissement.....	123
Tableau 19 : Comparaison des taux de rejet des dossiers ayant franchi la phase précédente.....	125
Tableau 20 : Comparaison des activités pré-investissement.....	126
Tableau 21 : Comparaison des activités post-investissement.....	127

## LISTE DES FIGURES

Figure 1 : Typologie du capital de risque et stades de développement.....	22
Figure 2 : Modèle de Tyebjee et Bruno (1984).....	66
Figure 3 : Modèle de Fried et Hisrich (1988).....	69
Figure 4 : Modèle de Fried et Hisrich (1994).....	73
Figure 5 : Les différentes phases du processus décisionnel d'investissement en capital de risque.....	85
Figure 6 : Modèle pratique de processus décisionnel d'investissement des SCR.....	137

## LISTE DES PRINCIPALES ABRÉVIATIONS

- AO : Actions ordinaires
- AP : Actions privilégiées
- CDPQ : Caisse de dépôt et placement du Québec
- CGI : Comité de gestion interne
- DG : Directeur général
- FCRT : Fonds de capital de risque de travailleurs
- FRSMBF : Fonds régional de solidarité Maurice-Bois-Francis
- FSTQ : Fonds de solidarité des travailleurs et des travailleuses du Québec
- GCR : Gestionnaires de capital de risque
- IMBFD : Investissements Mauricie-Bois-Francis-Drummond
- PAPÉ : Premier appel public à l'épargne
- PME : Petites et moyennes entreprises
- SBICs : Small Business Investment Companies
- SCR : Sociétés de capital de risque
- TRI : Taux de rendement interne

## CHAPITRE 1

### INTRODUCTION

Dans une mouvance de mondialisation et de libéralisation économique, l'enjeu de la survie, de la croissance et de la compétitivité des PME constitue le souci majeur de tous les pays. Les deux dernières décennies ont été marquées par un mouvement accéléré de création de PME. Cette tendance a suscité l'intérêt des milieux politiques, économiques et académiques qui se sont rendus compte de l'importance et de la spécificité des PME. De nos jours, le rôle moteur que jouent les PME au niveau du dynamisme du tissu économique tant sur le plan de création d'emplois et du développement local, régional et national, que sur le plan de l'élargissement du champ de l'innovation est un constat largement prouvé par de nombreuses recherches et ne fait plus l'ombre d'aucun doute. Cependant, parallèlement à la place de plus en plus importante que prennent les PME, la plupart des pays ont vécu un grand nombre de disparition d'entreprises durant leurs premières années d'existence (Julien et Marchesnay, 1996).

L'une des explications de ce phénomène de volatilité peut être liée à la fragilité des PME sur le plan financier. À ce sujet, les difficultés financières rencontrées par les PME trouvent leur origine dans ce que la littérature qualifie d'écart financier («*finance gap*»). Cet écart présente deux composantes :

- ✓ l'écart dû aux manques de connaissances des entrepreneurs des différentes sources adéquates de financement, et de leurs avantages et inconvénients ;
- ✓ l'écart dû aux problèmes dans l'offre de financement, se traduisant soit par l'indisponibilité des fonds pour les PME, soit par la discrimination au niveau des coûts de financement par rapport aux grandes entreprises (GE).

La littérature semble partagée quant à la classification des problèmes financiers des PME. Ainsi, selon MacMahon et al. (1993), certains auteurs se placent du côté de l'offre de financement et invoquent :

- ✓ l'accès restreint des PME aux ressources financières et au financement par fonds propres ;
- ✓ le problème chronique de sous-capitalisation ;
- ✓ le risque financier et les coûts de financement plus élevés que la GE ;
- ✓ le problème de liquidité ou de fonds de roulement ;
- ✓ les contraintes excessives lors des emprunts et
- ✓ la déficience des marchés de capitaux.

Contrairement à cette idée, un autre courant de la littérature critique ces conclusions et stipule qu'en général, ces points de vue n'expliquent pas ou expliquent peu la réalité des problèmes financiers des PME. En effet, certains auteurs se basent principalement sur la spécificité des PME, à savoir le rôle central du propriétaire-dirigeant et les caractéristiques financières de l'entreprise, et dans une moindre mesure sur l'environnement financier de la PME pour expliquer ces problèmes. Dans ce contexte, Beaudoin et St-Pierre (1997) font remarquer que les PME ont un risque d'affaires et non un risque financier plus élevé que les GE.

Dans ce même ordre d'idées, le choix de la structure de financement des PME dépend largement des objectifs psychosociologiques et des préférences financières des propriétaires-dirigeants (Calof, 1985 ; Barton et Matthews, 1989). Selon ces auteurs, les entrepreneurs préfèrent le financement interne plutôt que le financement externe. Cette tendance est liée à la notion du pouvoir dans la mesure où les dirigeants veulent souvent garder le contrôle de leur entreprise. Il semble donc que le propriétaire-dirigeant ne cherche pas uniquement à maximiser la valeur de son entreprise. À ce chapitre, Julien et Marchesnay (1996) soulignent que le profit n'est qu'une contrainte et n'est que rarement le premier objectif de l'entrepreneuriat. Dès lors, les objectifs du propriétaire-dirigeant conditionneront sans doute son choix de structure de financement. Par exemple, si l'entrepreneur est averse au risque et cherche la pérennité de son activité, la conservation du pouvoir au sein de l'entreprise et son autonomie financière, il optera pour le financement interne. Par contre, s'il est proactif et vise un objectif de croissance, il acceptera le partage de la propriété de son entreprise avec des partenaires

financiers et donc l'ouverture de son capital au financement externe (Julien et Marchesnay, 1988 et 1996).

Le fonctionnement des entreprises (des secteurs technologique et traditionnel) est lié à l'efficacité de leur environnement financier, dont une des dimensions importantes est les diverses sources de financement disponibles à la PME et utiles à son montage financier. Dans ce contexte, l'entrepreneur peut se financer auprès des membres de sa famille et de ses amis (le capital amical), auprès des fournisseurs, des clients, des concurrents et des employés (les crédits fournisseurs, les avances des clients, le financement à travers une sous-traitance d'un important donneur d'ordre ou un partenariat avec un concurrent, les programmes de participation des employés aux bénéfices, etc.), auprès des institutions financières traditionnelles (les banques, les sociétés de crédit-bail, les sociétés d'affacturage, les caisses de retraite, les compagnies d'assurance, etc.), auprès des pouvoirs publics (subventions, exonération ou dégrèvement fiscal, etc.), auprès du marché du capital de risque informel (les anges)<sup>1</sup>, auprès du marché du capital de risque formel (les fonds ou les sociétés de capital de risque)<sup>2</sup> et auprès du marché financier public.

Plusieurs formes de financement ont été instaurées progressivement. C'est dans ce contexte que s'inscrivent l'émergence et le développement du capital de risque, qui se voudrait un moyen répondant aux besoins des PME surtout en matière de financement par fonds propres. Il s'agit de garantir constamment une structure de financement orientée principalement vers la maîtrise des phases d'innovation et de croissance afin d'assurer la survie et le développement de la PME.

La particularité du capital de risque réside dans le fait que son fonctionnement est original et se distingue du comportement des organismes financiers traditionnels. En effet, les sociétés de capital de risque (SCR) acceptent des niveaux de risque que les

---

<sup>1</sup> Il s'agit la plupart du temps de professionnels ou des familles fortunés. Selon Suret et Arnoux (1995), les anges sont des investisseurs privés qui fournissent directement du capital, souvent sans garanties, à des entrepreneurs avec qui ils n'ont aucun lien de parenté et généralement aucune relation avant l'investissement.

<sup>2</sup> Les termes fonds et sociétés de capital de risque seront utilisés indifféremment dans notre travail par souci de simplification.



institutions financières traditionnelles évitent de part leur mission, font des investissements à différents secteurs et stades de développement de la PME (pré-démarrage, démarrage, croissance, redressement et même dans des entreprises cotées en bourse<sup>3</sup>) et jouent pleinement le rôle de partenaires actifs de la PME en l'assistant et en la valorisant, contrairement aux établissements traditionnels bancaires du secteur financier qui cherchent des placements sûrs et liquides, et qui comptent beaucoup sur les garanties tangibles pour se prémunir contre la mauvaise tournure des événements. Dans ces circonstances, les SCR auront recours à un processus de décision qui repose beaucoup plus sur des éléments qualitatifs (qualité de l'équipe dirigeante, étude de la technologie, analyse des ressources humaines, etc.) que quantitatifs (ratios financiers, valeurs des actifs, etc.).

Le capital de risque a conquis ses lettres de noblesse en s'identifiant au succès de compagnies de renommée mondiale telles Digital Equipment, Intel, Apple, Compaq, Microsoft, Genentech, Federal Express, etc. À ce sujet, les statistiques de Macdonald & Associates (1998)<sup>4</sup> ont confirmé que les entreprises financées par capital de risque évoluaient à un rythme supérieur à celui de l'économie dans son ensemble et contribuaient d'une façon considérable à la création de richesses et à l'essor de l'économie. Dans ce registre, le rythme de croissance des entreprises financées par capital de risque en matière de ventes, d'exportation, de création d'emplois, de dépenses en recherche et développement et d'impôts payés était impressionnant et avait devancé de loin le rendement de l'économie.

L'originalité du capital de risque et la performance des PME financées par le biais de ce moyen nous ont amené à nous intéresser au processus décisionnel d'investissement adopté par les SCR. À ce chapitre, notre objectif de recherche prend trois volets. Dans un premier temps, nous allons développer un modèle décrivant le processus décisionnel d'investissement des SCR. Ensuite, nous allons valider ce modèle auprès de SCR québécoises. Enfin, nous allons déterminer l'influence de la structure de propriété des SCR sur leur processus décisionnel d'investissement.

---

<sup>3</sup> Voir le 6<sup>ème</sup> sondage annuel sur les retombées économiques des placements de capital de risque fait par Macdonald & Associates Limited pour le compte de la division du capital de risque de la BDC.

<sup>4</sup> Voir note 3.

Suite à cette introduction exposant notre problématique de recherche, le deuxième chapitre de notre travail consistera en une recension de la littérature couvrant les principaux aspects du marché de capital de risque formel reliés au processus décisionnel. Nous resituerons le capital de risque contemporain dans son cadre historique et nous tâcherons de définir précisément ce concept. Ensuite, nous étudierons l'organisation de l'industrie nord américaine de capital de risque et nous nous concentrerons sur le phénomène de spécialisation et les critères d'investissement des SCR. Enfin, nous examinerons les relations entre les gestionnaires de capital de risque (GCR) et les dirigeants des PME et nous nous attarderons sur les stratégies de sortie poursuivies par les SCR pour se dessaisir de leurs investissements.

Dans le troisième chapitre, nous présenterons notre modèle du processus décisionnel d'investissement en capital de risque, et ce, après avoir passé en revue les principales études portant sur ce thème et après avoir développé nos objectifs de recherche.

Au quatrième chapitre, nous préciserons notre cadre méthodologique de recherche et nous présenterons les résultats de notre étude de cas. La présentation des résultats consistera tout d'abord en une analyse distincte du processus décisionnel de chacune des SCR étudiées, et prendra ensuite la forme d'une analyse comparative des processus de décision des SCR faisant l'objet de notre étude.

Le cinquième chapitre sera une conclusion générale de tout notre travail. Il sera question de mettre en exergue les apports de la recherche, de signaler ses limites et de proposer des avenues de recherches futures.

---

## CHAPITRE 2

### RECENSION DE LA LITTÉRATURE

Dans le cadre de ce chapitre, nous procédons à une recension de la littérature afin d'exposer les principaux faits du marché du capital de risque formel. Ce chapitre constitue en fait notre cadre conceptuel théorique et comporte les éléments de base de notre modèle de processus décisionnel d'investissement en capital de risque. La première section de ce chapitre consistera en un survol historique du capital de risque. La présentation des principales définitions du capital de risque fera l'objet de la deuxième section. Dans la troisième section, nous examinerons la structure nord américaine de l'industrie du capital de risque. À la quatrième section, nous passerons en revue la tendance de spécialisation des SCR en matière de financement de projets. Les différents aspects des critères d'investissement utilisés par les SCR lors de l'analyse des demandes de financement caractériseront la cinquième section. La sixième section sera consacrée à l'étude de la nature des relations entre les SCR et les PME. Enfin, lors de la dernière section, nous nous attarderons sur le phénomène de dessaisissement des SCR de leurs investissements à travers leurs différentes stratégies de sortie.

#### **2.1 Aperçu historique**

L'histoire ancienne raconte que l'idée de base du capital de risque existe depuis l'ère d'avant Jésus-Christ. À ce propos, le mathématicien et philosophe grec Thalès a misé sur une bonne récolte d'olives afin de convaincre certains investisseurs d'obtenir leur appui financier pour la réalisation de son projet de moulins à huile. Cet investissement a généré des revenus considérables pour Thalès et ceux qui ont financé son projet (Bertonèche et Vickery, 1987).

D'aucuns pensent que l'origine du capital de risque remonte aux XV<sup>e</sup> et XVI<sup>e</sup> siècles, à l'époque des expéditions portugaises et espagnoles. Au cours de cette période, des navigateurs aventuriers, comme Vasco de Gama, Christophe Colomb et Américo Vespucci, recourraient aux mécènes (capital-risqueurs) qui n'hésitaient pas à prendre des risques en acceptant de financer leurs voyages périlleux de recherche de pierres précieuses et d'épices (Bertonèche et Vickery, 1987; Battini et al., 1988).

Le capital de risque contemporain a fait son apparition aux États-Unis vers les années 1920. Jusqu'au début des années 1940, l'activité du capital de risque était l'apanage de certaines grandes familles américaines, telles que les Rockefeller et les Whitney, qui investissaient leurs fortunes dans des entreprises jeunes et en cours de formation comme Xérox et Eastern Airlines (Zopounidis, 1990 ; Hisrich et Peters, 1991 ; Bygrave et Timmons, 1992 ; Mortier, 1994).

Le premier pas vers l'institutionnalisation du capital de risque a été fait en 1946 suite à la concrétisation d'une idée de Ralph Flanders, président de la Réserve fédérale de Boston qui, en coopération avec le Massachusetts Institute of Technology (MIT), a pu créer un nouveau type d'établissement financier : l'American Research and Development Corporation (Battini, 1985 ; Bertonèche et Vickery, 1987 ; Bessis, 1988 ; Bygrave et Timmons, 1992 ; Mortier, 1994). Mais le succès de ce dernier revient à la philosophie de son président, le Général Georges Doriot, qui a permis à ses actionnaires de réaliser des plus-values atteignant six mille fois l'investissement initial en 1957 dans la jeune société Digital Equipment Corporation (Battini, 1985 ; Battini et al., 1988 ; Lachmann, 1992).

Le capital de risque a connu un véritable essor après la seconde guerre mondiale sous le nom de «*venture capital*» au moment où l'électronique faisait une percée ahurissante dans le secteur industriel (Préaux et Vieux, 1986 ; Zopounidis, 1990 ; Lachmann, 1992), surtout dans deux régions américaines : le Nord-Est, principalement New York et Massachusetts (la fameuse route 128 près de Boston) et l'Ouest, en particulier la Californie (la Silicon Valley au sud de San Francisco).

La seconde étape fut le relais du gouvernement américain aux fortunes familiales, qui s'est traduit par la promulgation en 1958 du décret de la *Small Business Investment Act* encourageant la création des sociétés d'investissement dans les petites et moyennes entreprises (*Small Business Investment Companies* ou SBICs ; Bertonèche et Vickery, 1987 ; Bessis, 1988 ; Zopounidis, 1990 ; Hisrich et Peters, 1991 ; Geoffron, 1991a et 1991b ; Bygrave et Timmons, 1992). Cette action gouvernementale, conjuguée avec le succès de certains protagonistes comme Doriot et Rockefeller, a contribué à la création de nombreuses sociétés de capital de risque privées entre 1960 et 1970 (Zopounidis, 1990 ; Bertonèche et Vickery, 1987). Cependant, malgré le développement exceptionnel qu'a connu l'industrie du capital de risque, elle est demeurée longuement à l'étape fœtale (Geoffron, 1991a).

Au début des années 1970, l'industrie de capital de risque a été secouée par une forte récession économique (Bertonèche et Vickery, 1987) qui s'est traduite par une conjoncture financière défavorable (Cleiftie et Persitz, 1981 ; Préaux et Vieux, 1986 ; Bygrave et Timmons, 1992) et qui s'est prolongée jusqu'en 1978 (Bertonèche et Vickery, 1987 ; Zopounidis, 1990 ; Geoffron, 1991a). Les raisons principales de cette crise ont été résumées par Cleiftie et Persitz (1981) en trois points :

- ✓ le ralentissement de la croissance de l'industrie électronique ;
- ✓ l'orientation de la bourse vers les valeurs traditionnelles après les déboires de la haute technologie et
- ✓ l'augmentation par le gouvernement américain de la taxation des plus-values à long terme qui est passée de 15% à 49%.

Il a fallu attendre l'année 1978 pour entamer une nouvelle génération de capital de risque et assister au vrai démarrage de cette industrie (Bertonèche et Vickery, 1987 ; Geoffron, 1991a). En effet, à partir de 1978, l'application de certaines décisions réglementaires, la mise en vigueur de mesures institutionnelles et l'adoption de plusieurs lois fiscales libérales telles que la réduction du taux d'imposition des plus-values par le pouvoir fédéral, l'assouplissement des règles de gestion des caisses de retraite, l'allègement des règles d'introduction en bourse sans oublier l'apparition de certains créneaux potentiellement rentables dans de nouveaux secteurs technologiques

de même que le retour de l'industrie électronique ont contribué au nouvel essor du capital de risque (Cleiftie et Persitz, 1981 ; Bertonèche et Vickery, 1987 ; Tabourin, 1989 ; Geoffron, 1991a et 1991b).

À partir de 1979 et jusqu'en 1983, le capital de risque s'imposait de plus en plus comme un moyen de financement nécessaire aux PME. En effet, durant cette période, les investissements en capital de risque se sont accrus à un rythme exponentiel. Dès lors, tout le monde s'est tourné vers le modèle américain, et le capital de risque s'est implanté progressivement en Europe, au Canada, en Australie, au Japon et dans quelques pays émergents au cours des deux dernières décennies. Néanmoins, Geoffron (1991a et 1991b) souligne que le secteur du capital de risque américain a connu une baisse très sensible au niveau des flux de capitaux investis et collectés en 1984 et 1985. Cette baisse était le résultat des apports massifs des investisseurs institutionnels et avait provoqué la saturation du marché boursier. Toutefois, cette crise était prévisible et attendue dans la mesure où Plasi (1984) s'était inquiété des excès commis au sein du secteur de capital de risque américain et s'était même interrogé sur les goulots d'étranglement que pouvait causer un tel afflux de fonds.

En 1988, la régression importante de la collecte et de l'investissement des capitaux n'était que la conjonction de deux facteurs : le prolongement des effets pervers de la crise de surcapitalisation et le crash boursier de 1987 (Geoffron, 1991b).

## **2.2 Concept et définitions**

Cette section exposera les différentes définitions du concept de capital de risque qui existent actuellement dans la littérature. Le capital de risque sera considéré dans le cadre de ce mémoire comme un synonyme du terme américain «*venture capital*».

Le financement par capital de risque constitue une charnière entre le monde industriel et le milieu financier (Bertonèche et Vickery, 1987) et s'inscrit dans le cadre des changements que connaît la sphère financière tant sur le plan interne que sur le plan externe. À ce chapitre, Geoffron (1991a) révèle que, selon le concept schumpeterien d'innovation, le capital de risque est à la fois une innovation de produit, une innovation

de processus et une innovation d'organisation. Selon Pierre et Averbouch (1986), ce concept désigne «les capitaux à la recherche d'opportunités d'investissements à haut risque assortis de gains potentiels élevés».

Amit et al. (1997) définissent le capital de risque comme étant «la fourniture de capital d'investissement et de financement mixte aux jeunes entreprises de propriété privée». Ces auteurs sous-entendent que les SCR peuvent investir dans les fonds propres comme elles peuvent accorder des crédits ou associer à la fois la participation aux capitaux propres à l'octroi de prêts. Quant à Fournier (1987), le concept du capital de risque s'applique dans le cas «du financement, en fonds propres, d'un stade de croissance (quel qu'il soit) d'une entreprise non cotée présentant un (des) avantages(s) concurrentiel(s) donnant à penser que cette entreprise est capable d'atteindre, suffisamment rapidement, son objectif de développement et, par là-même, capable d'augmenter sa valeur, et donc de procurer une rémunération sous forme de plus-value en capital».

Le capital de risque est un instrument de développement destiné aux PME en phase de croissance qui consiste à la fois en un apport de fonds propres et de compétences stratégiques, financières et techniques (Geoffron, 1991a et 1991b). C'est aussi une possibilité de financement pour les PME dont l'activité est basée sur l'innovation technologique (Lam, 1991 ; Geoffron, 1991a et 1991b) et tout particulièrement les jeunes, encore en stade de création (Poitrinal, 1994 ; Geoffron, 1991a et 1991b). Toutefois, Battini et al. (1988) de même que Lachmann (1992) indiquent que le capital de risque n'est ni synonyme de création de sociétés ni destiné exclusivement aux entreprises de haute technologie. À cet égard, Lachmann (1992) a noté que ce concept était aussi valide pour tous les stades de développement des entreprises déjà en activité et à fort potentiel de croissance. C'est pourquoi il a adopté dans son analyse la définition du capital de risque comme «toute activité de financement à tous les stades de développement de l'entreprise». Concernant Battini et al. (1988), le capital de risque est «une source de financement particulière offerte aux entreprises non cotées, récentes ou connaissant un développement important». Toujours selon Battini et al. (1988), la particularité de ce moyen de financement réside dans le fait que son fonctionnement est

original et se distingue du comportement traditionnel des banques dans la mesure où il accepte des niveaux de risque que celles-ci souvent évitent de par leur mission.

Suite à ces définitions, nous pouvons dire que le capital de risque est une activité à moyen ou à long terme qui consiste en un apport de fonds à des petites et moyennes entreprises généralement privées, jeunes ou à fort potentiel de croissance, sélectionnées surtout selon des aspects qualitatifs, par des investisseurs qui partagent les risques et les opportunités des PME qu'ils financent, en participant activement au développement de ces dernières afin de réaliser des plus-values au terme de l'investissement.

### **2.3 Structuration de l'industrie nord américaine du capital de risque**

Dans cette section, nous allons étudier dans un premier temps l'organisation des industries américaine et canadienne du capital de risque. Enfin, nous réserverons une section à l'évolution du marché canadien du capital de risque.

#### **2.3.1 Organisation de l'industrie du capital de risque aux États-Unis**

Les États-Unis constituent un modèle de référence en matière de capital de risque et l'unique marché ayant atteint la maturité. Parmi les facteurs explicatifs du succès du capital de risque américain, Mortier (1994) et Maitre (1994) citent :

- ✓ la dynamique entrepreneuriale et la culture managériale très développées aux États-Unis ;
- ✓ l'existence du NASDAQ, un marché financier spécialisé, hautement professionnel et qui constitue une sorte de relais au capital de risque ;
- ✓ l'étendue et l'ampleur du marché américain et
- ✓ l'accessibilité au marché avec les mêmes outils marketing, la même langue, etc.

Toutefois, la prospérité de ce segment du marché financier américain résulte aussi d'une offre de capital de risque complète et diversifiée. Dans ce contexte, plusieurs auteurs se sont intéressés à la structure de l'industrie américaine de capital de risque que nous présentons dans les paragraphes qui suivent (Cleiftie et Persitz, 1981 ; Bertonèche et Vickery, 1987 ; Zopounidis, 1990 ; Geoffron, 1991a et 1991b ; Hisrich et Peters, 1991 ; Bygrave et Timmons, 1992).



### 2.3.1.1 Les SCR privées et indépendantes

Les fonds privés et indépendants représentent la principale source institutionnelle des fonds de capital de risque aux États-Unis (Zopounidis, 1990 ; Geoffron, 1991a et 1991b ; Bygrave et Timmons, 1992). Les capitaux sont fournis par des partenaires à responsabilité limitée, qui sont souvent des investisseurs institutionnels tels que les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, les fondations privées et des grandes familles riches<sup>5</sup> ou des investisseurs individuels fortunés (Bertonèche et Vickery, 1987 ; Zopounidis, 1990 ; Hisrich et Peters, 1991).

Ces sociétés sont organisées sous la forme de sociétés en commandite ou «*limited partnerships*» où la gestion des fonds est confiée à une équipe de professionnels spécialisés en capital de risque (Bertonèche et Vickery, 1987), notamment une SCR (Hisrich et Peters, 1991), qui est responsable et qui perçoit des honoraires de gestion relatifs à l'importance du capital investi ainsi qu'une partie des bénéfices réalisés sur toute opération d'investissement (Bertonèche et Vickery, 1987 ; Hisrich et Peters, 1991). La SCR (ou gestionnaire du fonds) est libérée des pressions de performance à court terme, vu que la mission de ces sociétés s'étale sur une période de 10 ans. L'investissement est ensuite liquidé et les investisseurs initiaux peuvent réaliser des plus-values (Cleiftie et Persitz, 1981 ; Bertonèche et Vickery, 1987 ; Bygrave et Timmons, 1992).

Certaines SCR privées et indépendantes se spécialisent dans le financement de démarrage, tandis que d'autres choisissent le financement de la croissance ou d'autres phases de développement de la PME (Zopounidis, 1990). En outre, Bertonèche et Vickery (1987) et Zopounidis (1990) notent que la majorité de ces sociétés allouent une part importante de leurs fonds aux secteurs de haute technologie (électronique, biotechnologie, médecine, robotique, énergie, etc.). Ceci, n'empêche pas certaines d'entre elles d'investir dans d'autres industries qui sont sujettes à une forte croissance.

---

<sup>5</sup> Voir note 1.

### **2.3.1.2 Les «*Small Business Investment Companies*» (SBICs)**

Les SBICs résultent de la loi de 1958 qui, dans le cadre d'un vaste programme de dynamisation des PME américaines (Bertonèche et Vickery, 1987), a permis d'amasser des capitaux privés et publics au sein de sociétés d'investissement spécialisées dans le financement de PME, faisant en sorte qu'elles jouissent d'avantages fiscaux et d'un effet de levier grâce aux fonds publics (Hisrich et Peters, 1991). En effet, après avoir constitué leur capital, ces sociétés peuvent recourir aux emprunts étatiques à des taux privilégiés (Zopounidis, 1990 ; Bygrave et Timmons, 1992). Une partie importante des fonds de ces sociétés est constituée des prêts gouvernementaux (Bertonèche et Vickery, 1987). Les SBICs injectent des capitaux dans des petites entreprises en création ou en croissance (Hisrich et Peters, 1991). Cependant, Zopounidis (1990) souligne que les SBICs interviennent dans tous les stades de développement des entreprises et qu'à la différence des SCR privées et indépendantes, elles contribuent au financement des entreprises dont le potentiel de croissance est modéré et dont le risque est moindre.

### **2.3.1.3 Les filiales de groupes financiers ou industriels**

Il s'agit d'abord de SCR ou plus exactement de départements spécialisés en capital de risque de certaines sociétés financières telles que les compagnies d'assurance et les banques (Zopounidis, 1990 ; Hisrich et Peters, 1991). Ces SCR optent pour le financement des stades de développement avancés des PME (Zopounidis, 1990). Il existe ensuite ce que Hardymon et al. (1984) ont qualifié de «Capital-Risque d'Entreprise», qui consiste en des SCR créées par des grandes sociétés industrielles telles que Xérox, 3M, General Electric, Exxon, qui cherchent les moyens de maîtriser l'innovation (Palasi, 1984), de saisir les opportunités d'élargir leur champ d'activités en accédant à des nouveaux marchés (Hisrich et Peters, 1991) et de diversifier leurs activités (Hardymon et al., 1984 ; Zopounidis, 1990) ou leurs technologies (Bertonèche et Vickery, 1987).

### **2.3.1.4 Les SCR incorporant des fonds publics**

Hisrich et Peters (1991) mentionnent que la taille et les moyens de financement de ces sociétés varient d'un État à l'autre. En plus, elles sont obligées de consacrer un certain montant de leurs capitaux à des entreprises de leur État.

### **2.3.2 Organisation de l'industrie du capital de risque au Canada**

Dans le but de jeter de la lumière sur la structure de l'industrie du capital de risque canadienne, Macdonald & Associates (1992<sup>6</sup>, 1998), Best et Mitra (1997) et Riding et Orser (1997) ont recensé l'existence de cinq types de fonds qui se différencient au niveau des sources de capitaux. Il semble donc nécessaire de comprendre les divers intervenants et leur positionnement sur le marché du capital de risque.

#### **2.3.2.1 Les fonds de capital de risque privés et indépendants (FCRPI)**

Les FCRPI étaient dans le passé le pilier de l'industrie. Ils sont généralement gérés par une équipe d'administrateurs professionnels qui jouissent de l'apport de capitaux de différentes sources, à l'instar des anges, des caisses de retraite privées et publiques, des compagnies d'assurance et occasionnellement des personnes morales. Les fonds sont souvent structurés selon le modèle de sociétés en commandite ayant 10 ans d'existence. Durant les trois ou quatre premières années de la constitution du fonds, les administrateurs investissent les capitaux réunis dans des nouvelles opérations et gardent habituellement 30% du capital en réserve pour des mises de fonds ultérieures dans ces mêmes entreprises.

La capacité d'allouer une partie des capitaux à des rondes de financement subséquentes est primordiale surtout dans le cas des PME technologiques et des PME en croissance rapide. Le fonctionnement de ces fonds est cyclique dans la mesure où après trois à quatre ans, les administrateurs essaient de mobiliser de nouveaux capitaux sur le marché.

#### **2.3.2.2 Les filiales de groupes financiers ou industriels**

Il s'agit des filiales ou des divisions opérationnelles d'institutions financières ou d'entreprises industrielles. Parmi les groupes bancaires actifs dans l'industrie du capital de risque, il y a lieu de citer Royal Bank Capital Corporation, TD Capital, LBC Capital, HSBC Capital, CIBC Innovation Fund et Investissement Desjardins. Parmi les filiales d'institutions non financières, il y a BCE Capital inc., Bombardier Capital et GE Capital.

---

<sup>6</sup> Cité dans MacIntosh (1997).

### 2.3.2.3 Les fonds gouvernementaux

Les fonds gouvernementaux sont des fonds créés ou administrés par le gouvernement fédéral ou provincial et dont la mission principale est de financer les PME technologiques. La Banque de développement du Canada constitue le principal fonds fédéral, alors qu'au niveau provincial, la Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ) et les sociétés Innovatech (Québec) représentent les plus importants fonds provinciaux au Québec.

### 2.3.2.4 Les fonds hybrides

Les fonds hybrides sont des fonds dont le capital est constitué à plus de 50% du gouvernement ou des fonds bénéficiant d'incitations fiscales, notamment les fonds de capital de risque patronnés par les travailleurs (FCRT). Ils découlent souvent d'une politique directe du gouvernement (les fonds d'immigrants) ou d'une action conjuguée du gouvernement et des investisseurs privés. Les objectifs d'investissement, les modes de régie des FCRT et leurs modalités de traitement fiscal varient en fonction des lois provinciales (Vaillancourt, 1997). Par exemple, en ce qui concerne les objectifs d'investissement, les FCRT du Québec, de l'Ontario et du Manitoba privilégient l'emploi. La Colombie-Britannique et le Québec poursuivent l'objectif de formation des travailleurs, alors que seul le Manitoba favorise la gestion des FCRT par les travailleurs, la sécurité au travail et l'adaptation à l'environnement (Vaillancourt, 1997).

Les FCRT sont spécifiques au Canada et ont été mis sur pied pour la première fois au Québec au début des années 1980 suite à l'établissement du Fonds de solidarité des travailleurs et des travailleuses du Québec (FSTQ), le 23 juin 1983 (*Canadian Labour Market and Productivity Centre*, 1995 ; Vaillancourt, 1997). Sa mission consiste en la relance économique du Québec et le maintien des emplois, tout en maximisant les rendements à ses partenaires.

En 1988, le *Working Venture Canadian Fund* a vu le jour grâce au parrainage de la Fédération canadienne du travail. Les crédits d'impôt résultant de la participation à ce fonds couvrent l'Ontario, le Nouveau-Brunswick, l'Île du Prince Édouard, la Nouvelle

Écosse et la Saskatchewan (*Canadian Labour Market and Productivity Centre*, 1995 ; Vaillancourt, 1997).

Au début des années 1990, le *Working Opportunity Fund* est apparu en Colombie-Britannique et le *Crocus Investment Fund* au Manitoba.

Les FCRT constituent un moyen par lequel les individus peuvent investir indirectement dans l'industrie du capital de risque et recevoir des avantages fiscaux (Riding et Orser, 1997), un mécanisme permettant aux syndicats de multiplier leur participation financière à la propriété du capital (Vaillancourt, 1997) et un véhicule politique permettant l'atteinte de certains objectifs socio-économiques visés par les gouvernements en place tels que la création et la protection des emplois, la diversification économique des régions défavorisées, le renforcement du marché de capital de risque national, la consolidation de l'offre de financement destinée aux PME et la facilitation du nouveau rôle des travailleurs et des syndicats au sein de l'économie par la mise en place des programmes de participation des employés à l'actionnariat, la formation des travailleurs, etc. (*Canadian Labour Market and Productivity Centre*, 1995).

### **2.3.3 Évolution du marché canadien du capital de risque formel**

Historiquement, les sources principales de capital de risque canadien étaient les caisses de retraite, les compagnies d'assurance, les fonds communs de placement et les corporations industrielles (Riding et Orser, 1997). Selon les statistiques de Macdonald & Associates (1998), les fonds de travailleurs sont devenus actuellement la catégorie dominante de l'industrie canadienne de capital de risque.

Selon les chiffres publiés par l'Association canadienne de capital de risque (ACCR, 2000), le stock de capital de risque canadien a doublé entre 1995 et 1999 en passant de 6,0 à 12,1 milliards de dollars. En ce qui concerne le montant des nouveaux investissements en capital de risque, il a connu une hausse de 44% sur la même période en passant de 756 millions de dollars en 1998 à 1,1 milliards de dollars. Une grande

partie de l'augmentation du stock de capital de risque géré au Canada et des montants des nouveaux investissements est attribuable au rôle actif joué par les FCRT.

D'après Macdonald & Associates (1998), les trois facteurs expliquant la croissance des investissements en capital de risque au Canada sont : l'accroissement du nombre d'investisseurs experts dans le capital de risque, l'augmentation du nombre des entrepreneurs dotés d'une bonne expérience dans la gestion des PME à forte croissance, et l'enrichissement et l'élargissement du capital disponible.

En résumé, nous pouvons établir une structure commune à l'industrie nord-américaine de capital de risque. Il existe d'abord des SCR privées regroupant les investisseurs institutionnels, les filiales des entreprises industrielles et des sociétés financières, ainsi que les fonds communs de placement ouverts ou privés et les anges. Il y a aussi des SCR publiques dont leur existence découle souvent des mesures gouvernementales et dont la réglementation et le fonctionnement varient d'une province à l'autre au Canada et d'un état à l'autre aux États-Unis. Nous notons enfin l'existence des SCR hybrides qui sont dominées par les FCRT au Canada et par les SBICs aux États-Unis.

Par ailleurs, MacIntosh (1997) relève la différence des objectifs d'investissement selon les divers types de SCR. Ainsi, les SCR privées ont pour objectif primordial la réalisation de profits. En ce qui concerne les SCR publiques, elles financent davantage les premières phases de développement des petites entreprises de haute technologie. Pour ce qui est des SCR hybrides, elles visent essentiellement la maximisation des bénéfices mais aussi la création d'emplois. Il faut ajouter aussi que les SCR hybrides provinciales limitent généralement leurs investissements aux entreprises installées dans la province où la SCR est constituée. En définitive, les SCR publiques et hybrides aspirent maximiser leurs bénéfices tout en respectant certaines contraintes juridiques ou les obligations exigées en terme de leur mission de commanditaire (MacIntosh, 1997).

## **2.4 La spécialisation des SCR**

La littérature fait souvent référence à la spécialisation des SCR. Dans ce contexte, plusieurs chercheurs (Roberts, 1991 ; Ruhnka et Young, 1991 ; Garner et al., 1991 ; Bygrave et Timmons, 1992 ; Gupta et Sapienza, 1992 ; Norton et Tenenbaum, 1993b ; Fried et Hisrich, 1994 ; Barry, 1994 ; Gompers, 1995 ; Lerner, 1995 ; Gardella, 1997 ; Schilit, 1997 ; Riding et Orser, 1997 et MacIntosh, 1997) révèlent parfois même implicitement que la plupart des SCR tendent généralement à se spécialiser dans la réalisation de leurs investissements selon une combinaison des facteurs suivants : le stade de développement, le secteur industriel, la localisation géographique et la taille de l'investissement. De plus, les différentes statistiques fournies par les diverses associations de capital de risque, telles que l'ACCR et son homologue américaine, la *National Venture Capital Association* (NVCA), confirment cette tendance de spécialisation.

Les paragraphes qui suivent seront consacrés à l'étude des divers types de spécialisation des SCR.

### **2.4.1 Spécialisation selon les stades de développement de la PME**

L'injection du capital de risque dans la PME peut avoir lieu à tout moment de la vie de celle-ci. Afin de mieux comprendre l'intervention des SCR, il est nécessaire d'examiner l'évolution que connaît la PME au cours de son cycle de vie.

#### **2.4.1.1 Cycle de vie de la PME**

L'approche selon la théorie du cycle de vie de l'entreprise pour analyser le financement de la PME par capital de risque se justifie par la prise en compte des stades de développement. À ce chapitre, la littérature est très riche du fait des diverses optiques dans lesquelles se placent les auteurs. Dans ce contexte, Buchele (1967), Parks (1977) et Robidoux (1980) ont déterminé l'évolution des PME selon un processus de crises. Greiner (1972) a relevé l'existence de cinq stades de développement composé chacun d'une période de croissance stable (évolution) et se terminant par une crise managériale (révolution). En ce qui concerne Basire (1976), il a souligné l'existence d'une logique cyclique dans le développement de la PME en analysant son évolution en fonction du

nombre d'employés. Le modèle élaboré par Churchill et Lewis (1983) met en évidence cinq phases de développement caractérisée chacune par un indice de taille, de diversité et de complexité, et contient cinq facteurs de gestion : style de gestion, structure organisationnelle, importance des systèmes formels, objectifs stratégiques majeurs et degré de délégation de l'entrepreneur.

En mettant l'accent sur un référentiel purement financier, cette perspective de cycle de vie stipule que l'entreprise passe par différents stades dans son développement qui entraînent des problèmes, des besoins de financement et d'assistance spécifiques (Bessis, 1988 ; Ang, 1991). Pour leur part, Churchill et Lewis (1983) ainsi que Hutchinson et Ray (1986)<sup>7</sup> indiquent clairement que l'usage des moyens de financement devra changer pour mieux convenir aux nouveaux besoins de développement de la PME.

À la lumière de ce qui précède, et après avoir révisé d'autres modèles de développement (Kroeger, 1974 ; Cooper, 1979 ; Toulouse, 1980 ; Beckman et al., 1982), il faut reconnaître qu'il est difficile de faire une synthèse des modèles de développement étant donné que toutes les PME n'évoluent pas au même rythme. Chacune passe une période plus ou moins longue dans chaque stade et certaines n'atteindront jamais l'étape suivante (Bertonèche et Vickery, 1987). Cependant, il est généralement reconnu que chaque stade de développement requiert un financement spécifique et les premiers sont particulièrement propices au capital de risque.

#### **2.4.1.2 Typologie du capital de risque et stades de développement**

Plusieurs auteurs ont relié le capital de risque au stade de développement de la PME (Zopounidis, 1990 ; Sahlman, 1990, Colcy, 1990 ; Lam, 1991 ; Hisrich et Peters, 1991 ; Geoffron, 1991a ; Jog et al., 1991 ; Brealey et al., 1992 ; Bygrave et Timmons, 1992 ; Yon, 1992 ; Schilit, 1997 ; Riding et Orser, 1997 ; MacIntosh, 1997) pour montrer qu'à chaque stade de développement peut correspondre un type spécifique de capital de risque.

---

<sup>7</sup> Cité dans McMahan et al. (1993).



Certes, les terminologies utilisées par les divers chercheurs sont parfois différentes mais elles n'affectent en rien le principe du financement progressif des PME par capital de risque. Afin d'éviter un débat qui va au-delà de l'objectif de ce mémoire, nous avons choisi l'approche de MacIntosh (1997) qui est à la fois la plus exhaustive et la plus représentative pour comprendre la spécialisation des SCR en fonction des stades de développement des PME.

MacIntosh (1997) a catégorisé l'injection des fonds par les SCR selon les différentes étapes où elle intervient. À ce chapitre, il a distingué : le financement du stade initial, le financement de développement, le financement axé sur une acquisition ou un rachat et le financement axé sur un redressement. Les paragraphes ci-dessous décrivent ces types de financement.

#### **a) Le financement du stade initial**

Le financement du stade initial couvre le financement séminal et le financement du démarrage. Le financement séminal se fait par le biais du capital d'amorçage qui consiste en des montants relativement faibles servant à valider des concepts et à financer des études de faisabilité. Le financement de démarrage sert au développement du produit et au marketing initial mais sans atteindre l'étape de commercialisation.

#### **b) Le financement du développement ou de l'expansion**

Le financement du stade d'expansion se décompose en quatre étapes qui sont :

- ✓ le financement du fonds de roulement destiné à aider les PME ayant épuisé leur capital de départ à démarrer la production et à vendre leur produit ;
- ✓ le financement des PME qui connaissent une croissance sans être encore rentables ;
- ✓ le financement de la commercialisation, de l'agrandissement de l'entreprise ou du développement de nouveaux produits et
- ✓ le financement relais pour préparer l'entreprise à un financement public (l'inscription dans un marché financier public).

**c) Le financement axé sur une acquisition ou un rachat**

Ce type de financement est destiné aux cadres de la PME ou à des investisseurs externes pour l'acquisition d'une gamme de produits, d'une division ou d'une société. Ce moyen de financement vise aussi le rachat avec effet de levier («*leveraged management buyout*») qui consiste en un apport de fonds lors du rachat de la PME par ses propres cadres (Zopounids, 1990 ; Hisrich et Peters, 1991 ; Schilit, 1997).

**d) Le financement axé sur un redressement**

Il s'agit des capitaux investis dans le but d'aider les PME qui ont des problèmes financiers, à surmonter leur difficultés et à atteindre la rentabilité. C'est en quelque sorte un capital destiné au renforcement des fonds propres.

**2.4.1.3 Stades d'intervention du capital de risque**

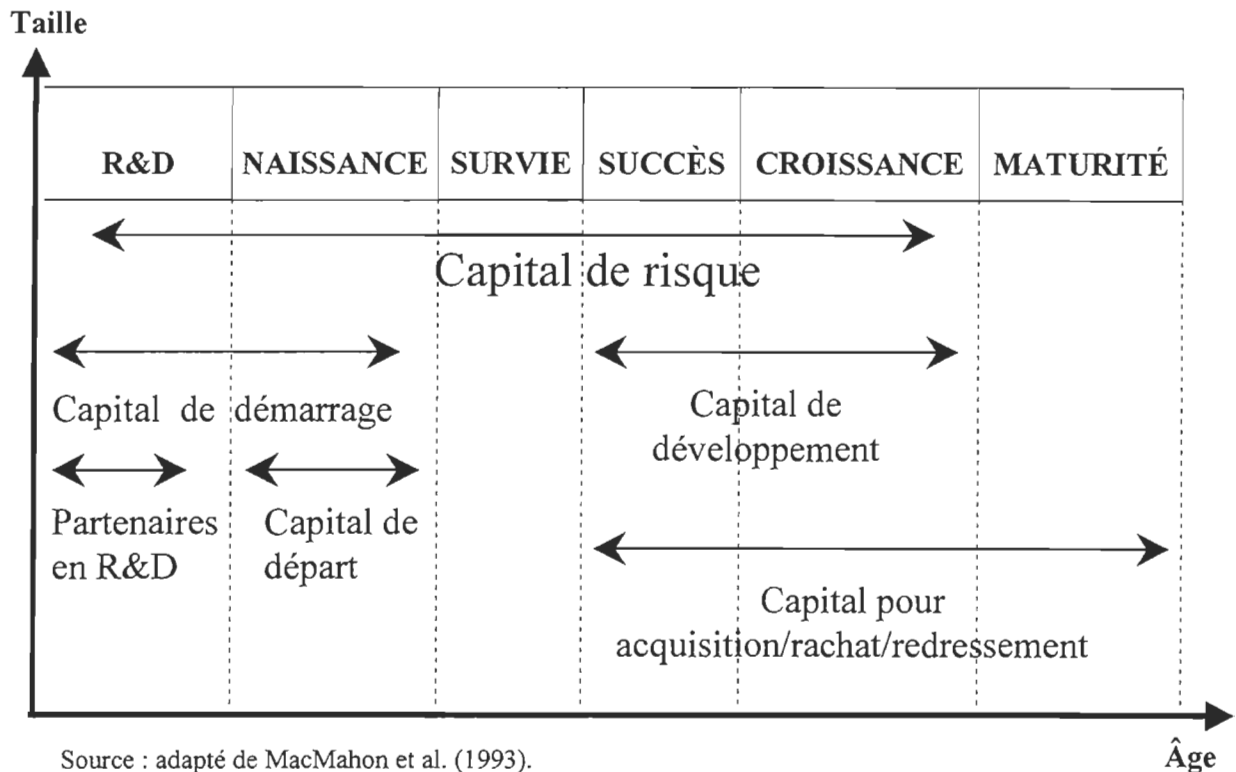
En s'inspirant du modèle de Churchill et Lewis (1983), Vickery (1989)<sup>8</sup> a mis en exergue les différents types de capital de risque liés à chaque stade de développement de la PME (voir figure 1 ci-dessous). Selon lui, le capital de risque intervient dès les premières phases de développement des PME. Or, Colcy (1990) indique que les SCR sont réticentes à investir dans les toutes premières phases de développement des PME (voir tableau 1 ci-dessous). De même, Jog et al. (1991) précisent que les SCR consacrent seulement 26% de leurs investissements au développement de l'idée. En outre, Hutchinson et Ray (1986)<sup>9</sup> soulignent que le capital de risque n'intervient qu'en troisième phase de croissance lorsque le propriétaire-dirigeant songe à partager le contrôle de son entreprise pour éviter le risque de ralentissement de son activité.

---

<sup>8</sup> cités dans McMahon et al. (1993).

<sup>9</sup> voir note 8.

**Figure 1**  
**Typologie du capital de risque et stades de développement**



**Tableau 1**  
**Disponibilité du capital de risque selon les stades de développement**

Stade de développement	Disponibilité
Création	90% des SCR actives n'investissent pas à ce niveau
Démarrage	Difficulté d'accéder au capital de risque formel
Première phase de croissance	Capital de risque disponible
Deuxième phase de croissance	Capital de risque facile à obtenir
Troisième phase de croissance	Capital de risque facile à obtenir
Quatrième phase de croissance	Capital de risque inutile car la PME sera capable d'accéder au marché des capitaux

Source : adapté de Colcy (1990).

Pour avoir une idée plus précise sur la tendance des SCR en matière de spécialisation selon les stades de développement, nous avons choisi d'analyser les statistiques de l'ACCR et de *Venture Economics* qui sont résumées dans les tableaux 2 et 3 ci-dessous.

Le tableau 2 montre que les investissements en capital de risque étaient principalement orientés vers le financement des stades initial et d'expansion des PME. En effet, le financement du stade initial a accaparé 45% du total des investissements en capital de risque en 1999 (44% en 1998) et a bénéficié comme en 1998 de 35% des fonds investis. Le financement de l'expansion a pour sa part attiré 41% des investissements réalisés (45% en 1998) et a bénéficié comme en 1998 de 53% des capitaux injectés.

**Tableau 2**

**Répartition des investissements en capital de risque au Canada selon les stades de développement des PME**

Stade	1998		1999	
	Investissement	Montant	Investissement	Montant
<b>Initial</b>	44%	35%	45%	35%
<b>Expansion</b>	45%	53%	41%	53%
<b>Acquisition/Rachat</b>	3%	5%	5%	7%
<b>Redressement</b>	2%	1%	2%	1%
<b>Autres</b>	6%	6%	7%	5%

Source : ACCR (2000).

L'ACCR (1998) indique que le nombre de PME au stade initial financées par capital de risque a augmenté de 50% entre 1996 et 1997. En outre, le montant des capitaux investis dans ces jeunes PME a crû de 92% durant la même période. Il semble donc que le capital d'amorçage, qui était difficilement accessible pendant la première moitié des années 1990 au Canada, est devenu de nos jours plus disponible (ACCR, 1998). Ce renversement de la situation s'explique par la multiplication des fonds spécialisés dans les investissements au stade initial des PME (ACCR, 1998).

Le tableau 3 montre nettement la concentration du capital de risque américain dans le financement de l'expansion. Dans ce contexte, 43% des montants du capital de risque américains sont investis dans les phases d'expansion des PME. Le stade initial ne bénéficie que de 28.1% des capitaux.

En s'appuyant sur les données de Macdonald & Associates, Amit et al. (1997) ont relevé que les investissements au stade initial étaient à la fois moins nombreux et moins élevés que ceux réalisés à des phases ultérieures. Ils ont conclu que le secteur du capital de risque était plutôt orienté vers la croissance et l'expansion des entreprises que sur le financement du stade initial.

**Tableau 3**  
**Répartition des investissements en capital de risque aux États-Unis selon les stades de développement des PME au cours de l'année 1998**

Stades	Montants investis (%)
<b>Expansion</b>	43.0
<b>Stade initial</b>	28.1
<b>Stade avancé</b>	21.5
<b>Rachat/acquisition</b>	6.7
<b>Autres</b>	0.9

Source : Venture Economics (1999).

#### 2.4.2 Spécialisation par secteur d'activités

D'une manière générale, les SCR tendent à se spécialiser en matière d'investissement en choisissant des créneaux particuliers de l'industrie (la biotechnologie, les équipements informatiques, les composantes électriques, les pièces électroniques, les logiciels, etc.) dans lesquels elles peuvent développer une certaine expertise.

L'étude de Jog et al. (1991) montre que le portefeuille de financements des SCR est diversifié par secteur industriel : 45% dans les PME de haute technologie, 33% dans les PME manufacturières et 11% dans les PME commerciales. Toutefois, selon l'étude de Knight (1994), la haute technologie est étonnamment classée en bas de l'échelle américaine (18ème position sur 24). Néanmoins, les possibilités de forte croissance dans les secteurs de la haute technologie, la protection par un brevet et la présence d'un prototype compenseront toute sous-estimation liée à ce critère.

Aux États-Unis, une large fraction des investissements en capital de risque est consacrée à la haute technologie (Bessis, 1988 ; Walker, 1989 ; MacIntosh, 1997). De même, l'activité du capital de risque canadien est principalement orientée vers le secteur de haute technologie (Amit et al., 1997). Cependant, MacIntosh (1997) constate que les SCR canadiennes n'ont commencé à se spécialiser dans certains segments du secteur technologique qu'au cours des dernières années. En réalité, la vocation généraliste des SCR canadiennes est expliquée dans une large mesure par l'offre moins abondante de nouvelles technologies au Canada qu'aux États-Unis (MacIntosh, 1997).

Le capital de risque a été la principale source de financement des industries informatiques, électroniques et des services technologiques qui leur sont rattachés (OCDE, 1985). Les tableaux 4 et 5 ci-dessous confirment ce point de vue en indiquant que l'informatique et les sciences de la vie sont les secteurs de prédilection tant pour les SCR américaines que canadiennes. En effet, selon le tableau 4, 75% des entreprises canadiennes financées par capital de risque en 1999 œuvrent dans le secteur technologique. En plus, les entreprises technologiques canadiennes ont bénéficié de 80% du capital de risque injecté. Le tableau 5 montre qu'en 1998, 83% des investissements en capital de risque américains sont orientés vers le secteur de haute technologie. Le reste des fonds investis est alloué au secteur traditionnel.

Cependant, le capital de risque n'est pas tout à fait l'apanage des entreprises technologiques et n'est pas non plus un synonyme absolu d'investissement dans la haute technologie, étant donné que 25% des investissements ont touché le secteur traditionnel et qui a attiré 20% des fonds.

**Tableau 4**  
**Répartition des investissements en capital de risque par secteur au Canada au cours de l'année 1999**

Industries	Investissements	Montants
Informatique (logiciels et matériels)	29%	36%
Sciences de la vie	23%	18%
Biotechnologie	(14%)	(12%)
Soins médicaux et santé	(9%)	(6%)
Électroniques	10%	10%
Communications	8%	13%
Technologie de l'énergie et de l'environnement	2%	2%
Productique et équipements industriels	3%	1%
<b>Technologie</b>	<b>75%</b>	<b>80%</b>
Consommation	5%	5%
Fabrication	9%	5%
Autres	11%	10%
<b>Traditionnel</b>	<b>25%</b>	<b>20%</b>

Source : adapté de l'ACCR (2000).

**Tableau 5**  
**Répartition des investissements en capital de risque par secteur aux États-Unis au cours de l'année 1998**

Secteurs	Montants investis (%)
Informatique	38.4
Logiciels et services	33.9
Matériels	4.5
Sciences de la vie	20.3
Soins médicaux et Santé	13.9
Biotechnologie	6.4
Communications	17.3
Semi-conducteurs et électroniques	5.2
Industrie/énergie	1.9
<b>Technologie (total)</b>	<b>83.1</b>
Autres produits et services	10.1
Consommation	6.8
<b>Traditionnel (total)</b>	<b>16.9</b>

Source : adapté de NVCA (1999) et Venture Economics (1999).

### 2.4.3 Spécialisation selon l'emplacement géographique des PME

Les SCR préfèrent investir dans une même zone géographique afin de profiter de leurs connaissances du marché et de faciliter leurs tâches de contrôle et de suivi des investissements effectués (McNaughton, 1991). Dans ce registre, Lerner (1995) trouve que la proximité géographique offre à la SCR la possibilité d'avoir plus de représentants sur le conseil d'administration, ce qui permettra d'élargir le champ de surveillance et de réduire les coûts de transaction liés aux visites fréquentes et à l'implication intensive de la SCR dans la gestion des PME de son portefeuille. De son côté, MacIntosh (1997) pense que les SCR cherchent à s'établir en proximité des milieux innovateurs.

Selon le tableau 6 ci-dessous, le capital de risque canadien est concentré au Québec et en Ontario<sup>10</sup>. Durant les quatre dernière années, le Québec s'est emparé du premier rang à l'échelle canadienne en ce qui concerne le nombre d'investissements réalisés en capital de risque. Ainsi, le Québec a accueilli en moyenne 40,25% du nombre d'investissements en capital de risque entre 1996 et 1999, tandis que l'Ontario a bénéficié en moyenne de 29,25% du total des investissements effectués au Canada durant la même période. Le dynamisme des FCRT a été un facteur déterminant dans l'explication du rôle de chef de file que joue le Québec sur la scène nationale dans le domaine du capital de risque (Amit et al., 1997).

**Tableau 6**

#### Répartition géographique des investissements canadiens en capital de risque

Localisation	Nombre d'investissements (%)			
	1996	1997	1998	1999
Colombie-Britannique	12	12	11	11
Alberta	3	5	5	4
Saskatchewan	7	6	4	1
Manitoba	3	3	2	3
<b>Ontario</b>	29	30	28	30
<b>Québec</b>	38	38	43	42
Canada Atlantique	2	2	3	3
Pays étrangers	5	5	5	7

Source : ACCR (2000).

<sup>10</sup> Voir en plus l'étude d'Amit et al. (1997).



Le développement économique et la richesse technologique dont jouit la Silicon Valley (sud de San Francisco) ont fait de la Californie l'état préféré des investisseurs américains en capital de risque (voir tableau 7 ci-dessous). Le Massachusetts, grâce à la fameuse route 128, se situe en deuxième position. Ces deux états ont été le fer de lance du capital de risque américain depuis plusieurs années. Les états du Texas, de New York et du Colorado drainent des capitaux dans des proportions presque semblables.

**Tableau 7**  
**Les cinq principaux états américains de capital de risque en 1998**

États	Montants investis (%)
Californie	40,50
Massachusetts	11,20
Texas	5,30
New York	4,60
Colorado	3,80
Autres	34,60

Source : *Venture Economics* (1999).

#### **2.4.4 Spécialisation par taille d'investissement**

En survolant la liste des membres des associations canadienne et américaine de capital de risque, nous nous sommes rendus compte que les SCR indiquent en plus des secteurs d'activités ciblés, des stades de développement visés et des localisations géographiques privilégiées, les montants d'investissements préférés. En effet, les SCR précisent le capital minimal et le capital maximal qu'elles sont prêtes à investir dans les projets. Cette information permettra à la PME d'acheminer sa demande vers la SCR qui répondra le mieux à ses besoins de financement. Ainsi, les SCR qui acceptent de faire des investissements importants, se spécialisent essentiellement dans le financement des PME ayant atteint la maturité et par conséquent, dans des investissements apparemment moins risqués et donc moins rentables (en terme relatif) que les investissements dans les phases précédentes (MacIntosh, 1997).

En résumé, il semble qu'au début des années 1990, l'industrie du capital de risque est devenue plus structurée et plus hétérogène qu'elle ne l'était la décennie précédente (Bygrave et Timmons, 1992). En effet, outre leur spécialisation en fonction du stade de

développement, du secteur d'activité et de la localisation géographique des PME, les SCR se spécialisent selon la taille des investissements. Ce phénomène de spécialisation peut expliquer en quelque sorte la situation concurrentielle de l'industrie de capital de risque (vu le nombre croissant de SCR), où chaque SCR veut se concentrer sur un créneau particulier du marché pour avoir une identité spécifique et afin de pouvoir développer ses propres compétences distinctives.

Il apparaît que le capital de risque se cantonne dans le financement des stades initial et d'expansion des PME, qu'une large fraction des investissements en capital de risque est allouée aux PME œuvrant dans les secteurs de haute technologie et que les SCR préfèrent investir à proximité des milieux innovateurs afin de mieux surveiller l'investissement, ce qui leur permettra de faciliter les tâches de contrôle et de réduire certains coûts.

## **2.5 Critères d'investissement**

Il ressort généralement de la littérature que le pourcentage de projets financés par capital de risque est relativement très faible par rapport aux demandes présentées par les PME. À ce sujet, plusieurs auteurs trouvent que les critères de sélection des SCR sont très sévères dans la mesure où seulement 1 à 5% des demandes de financement reçues sont retenues pour fin d'investissement (Silver, 1985 ; Maier et Walker, 1987 ; Bertonèche et Vickery 1987 ; Fried et Hisrich 1988 ; Lam, 1991 ; Gardella 1997 et Riding et Orser, 1997).

Vu le nombre limité de PME pouvant obtenir un financement par capital de risque, beaucoup d'études se sont intéressées à l'identification des critères utilisés par les SCR lors de leur processus décisionnel d'investissement (Wells, 1974 ; Poindexter, 1976 ; Tyebjee et Bruno ; 1984, MacMillan et al., 1985 et 1987 ; Battini et al., 1988 ; Bessis, 1988 ; Hisrich et Peters, 1991 ; Colcy, 1990 ; Hall et Hoffer, 1993 ; Knight, 1994).

Les SCR utilisent souvent certains critères spécifiques tels que la taille et la localisation de l'investissement, le secteur industriel et le stade de développement de la PME (voir spécialisation des SCR) avant d'étudier les projets selon leurs propres critères d'évaluation. Ces critères spécifiques font partie de la politique d'investissement arrêtée par la SCR et constituent par conséquent la première base de sélection des projets (Wells, 1974 ; Tyebjee et Bruno, 1984 ; Fried et Hisrich, 1988 et 1994 ; Gardella, 1997 ; Riding et Orser, 1997).

Par ailleurs, l'originalité du capital de risque est liée à la notion de partenariat. C'est pourquoi la profession a accordé une importance primordiale à l'aspect humain en considérant le capital de risque comme «le financement des hommes» (Battini et al., 1985). À ce sujet, le Général Doriot, président de l'American Research and Development Corporation a noté : «je préfère un homme de catégorie A avec une idée de classe B, à un homme de catégorie B et une idée de classe A»<sup>11</sup>. Pour d'autres, les critères d'évaluation sont «les hommes, les hommes, les hommes, le marché, le produit» (Bessis, 1988). Dans ce même sens, la fameuse maxime de Pratt (1981) stipule que les cinq facteurs de succès en capital de risque sont «du management, du management, du management, un créneau et un produit»<sup>12</sup>.

Selon Hisrich et Peters (1991), la SCR s'appuie sur trois critères lors d'une décision d'investissement. D'abord, il faut que la PME soit dirigée par une équipe managériale compétente et expérimentée. Ensuite, le couple produit/marché doit se distinguer par certains avantages concurrentiels (savoir-faire de l'entrepreneur, brevet, procédé de fabrication spécial, qualité du produit, etc.) de telle façon que l'opportunité d'investissement soit exceptionnelle. Enfin, la PME doit offrir un niveau de rendement élevé sur les capitaux investis.

À part ces trois critères, Battini et al. (1988) mentionnent que la décision d'investissement repose sur deux autres éléments. Il est question d'abord de la stratégie fixée par la PME. À ce sujet, les entrepreneurs doivent établir certains objectifs et déterminer les moyens pour les atteindre ainsi que les conséquences qui en découlent.

---

<sup>11</sup> Cité dans Bertonèche et Vickery (1987) et Bessis (1988).

Leurs choix stratégiques doivent tenir compte du côté industriel (par exemple, faire appel ou non à la sous-traitance), du côté commercial (par exemple, posséder son propre réseau de distribution ou recourir à des agents de vente) et du côté financier (par exemple, se financer par emprunt ou par fonds propres). Le deuxième élément se traduit par l'importance particulière qu'accordent les SCR au montage financier et juridique des investissements (par exemple : possibilité de syndication dans le cas des grands projets).

En mettant en contraste les résultats d'une enquête sur les critères d'évaluation des propositions d'investissement par les SCR canadiennes et ceux déjà obtenus par une étude similaire américaine, Knight (1994) a pu dégager des similarités frappantes avec toutefois quelques différences. Dans ce contexte, Knight a classé les critères utilisés par les SCR pour évaluer les demandes de financement en cinq groupes : la personnalité de l'entrepreneur, son expérience, les caractéristiques du produit ou du service, les caractéristiques du marché et les considérations financières. Les conclusions de Knight (1994) rejoignent celles de MacMillan et al. (1985) en dévoilant que la personnalité de l'entrepreneur et son expérience sont plus importantes que les considérations financières ou les caractéristiques du produit, du service et du marché. Cependant, Hall et Hoffer (1993) soulignent que les critères liés aux caractéristiques de l'entrepreneur ou à l'équipe managériale ne jouent pas un rôle important dans la décision d'acceptation ou de rejet du projet, du moins au début du processus décisionnel. En effet, selon ces auteurs, les critères de base doivent dans un premier temps s'accorder avec la politique de crédit de l'entreprise, la croissance à long terme et la rentabilité du secteur industriel de la PME. Dans un second temps, les caractéristiques de la demande de financement, surtout la source de référence du projet, et à moindre degré, le contenu et la forme de la demande incitent la SCR à accorder plus d'intérêt au projet.

Mises à part les similarités entre les SCR américaines et canadiennes au niveau de l'importance de la personnalité de l'entrepreneur et de son expérience comme critère primordial de sélection, les considérations financières et les caractéristiques du produit, du service et du marché n'étaient pas évaluées de la même façon (Knight, 1994). À ce

---

<sup>12</sup> Cité dans Lachmann (1992).

chapitre, l'auteur remarque que les SCR américaines semblent privilégier les critères de rendement et de liquidité de leurs investissements et accordent beaucoup d'importance à la propriété du produit et à sa protection par des brevets, contrairement aux SCR canadiennes qui sont réticentes à investir dans le secteur de haute technologie, perçu comme un point négatif dans la proposition d'investissement, et qui s'intéressent davantage au niveau de développement du prototype et sont, par conséquent, peu disposées à investir dans les tous premiers stades de développement.

Il semble donc que l'avantage technologique est une condition nécessaire mais pas suffisante pour attirer les SCR. En effet, en absence de protection par des brevets, cet avantage ne va pas durer longtemps à cause de la réaction de la concurrence. C'est pourquoi, il faut que la PME soit dotée en plus de son avantage technologique, d'une équipe de gestion expérimentée et d'une stratégie commerciale parfaitement adaptée à son développement (Battini, 1985). Pour leur part, Tyebjee et Bruno (1984) ont montré à l'aide d'un modèle linéaire de régression multiple que les critères d'évaluation peuvent être analysés selon une fonction discriminante basée essentiellement sur le taux de rendement interne (TRI) escompté et sur le niveau de risque. À ce titre, la rentabilité espérée est évaluée selon les critères d'attraction du marché et de différenciation du produit alors que le risque est fonction des compétences des gestionnaires et de la résistance à l'environnement.

Carter et Van Auken (1994) rapportent à leur tour six facteurs de risque analysés par les SCR. Ces éléments sont résumés dans le tableau 8 ci-dessous. Dans un raisonnement quasi identique, Knight (1994) trouve que les SCR essayent de traiter les différents risques afférents à leurs investissements et de réduire l'exposition à ces risques de plusieurs manières. À cet égard, le risque de compétition est limité par le choix d'un produit breveté, stimulant un marché déjà existant. Le risque de provision est réduit par l'expertise de l'entrepreneur et sa familiarité avec l'industrie. Le risque d'investissement est couvert par des TRI espérés élevés nécessitant la présence de dirigeants compétents et expérimentés. Le risque de gestion est compensé par la présence d'entrepreneurs qui connaissent bien leur marché, qui réagissent parfaitement au risque et qui sont disposés à fournir des efforts intenses au travail. Le risque

d'exécution est réduit si l'entrepreneur maîtrise bien son projet, dispose d'un prototype et prouve l'acceptation du marché pour son produit.

En ce qui concerne Silver (1985), il considère cinq types de risque liés aux premiers stades de développement de la PME que la SCR doit prendre en considération. Il s'agit des risques de : développement, de production, de commercialisation, de gestion et de croissance. Les risque de commercialisation et de gestion sont acceptables par les SCR puisqu'elles peuvent les contrôler, contrairement aux trois autres risques qui demeurent l'apanage d'autres types d'investisseurs.

**Tableau 8**  
**Évaluation des composantes des différents facteurs de risque dans les PME**

<b>Facteurs de risque</b>	<b>Critères de composition</b>
<b>Risque de compétition</b>	Conditions physiques et mentales de l'entrepreneur Capacité analytique de l'entrepreneur Potentiel de duplication du produit Compétitivité du produit Commercialisation du produit Cycle de vie du produit Segmentation des marchés Barrières à l'entrée du marché Potentiel du marché
<b>Risque de provision</b>	Expérience de l'entrepreneur dans l'industrie Potentiel de sortie du projet
<b>Risque d'investissement</b>	Rendement sur les fonds propres
<b>Risque de gestion</b>	Antécédents professionnels de l'entrepreneur Stratégie marketing Conditions générales du marché
<b>Risque de leadership</b>	Aptitudes de leadership de l'entrepreneur Structures de coûts de projet
<b>Risque d'exécution</b>	Intégrité et honnêteté de l'entrepreneur Motivation et engagement de l'entrepreneur Équipe managériale et structure organisationnelle

Colcy (1990) stipule pour sa part l'existence de critères généraux et de critères spécifiques utilisés par les SCR. À ce chapitre, les critères généraux nécessaires pour attirer les SCR sont : un historique intéressant de la PME, une bonne équipe managériale, une niche particulière, une stratégie marketing bien conçue, une conscience absolue de la concurrence et un plan d'affaires clair. Tandis que les critères spécifiques sont : les perspectives de croissance, la gestion et les stratégies de sortie.

Dans ce même ordre d'idées, Fried et Hisrich (1994) ont développé 15 critères génériques qui peuvent être classés dans les trois catégories de critères identifiés par Hisrich et Jankowicz (1990) : le concept, la gestion et le rendement.

Le critère de concept possède quatre composantes. En premier lieu, il faut que l'investissement présente un potentiel de croissance significatif des bénéficiaires. En deuxième lieu, l'investissement doit concerner un nouveau produit, service ou concept déjà en place ou susceptible d'être écoulé sur le marché dans deux à trois ans. En troisième lieu, le concept doit offrir un avantage compétitif remarquable ou doit viser une industrie à faible concurrence. En quatrième lieu, le concept doit avoir un besoin en capital que la SCR est en mesure de combler.

Le critère de gestion a plusieurs attributs. D'abord, les gestionnaires doivent manifester leur intégrité. Ils doivent en plus être expérimentés et posséder des caractéristiques de leadership. Les gestionnaires sont tenus en outre d'afficher une bonne performance sur le plan personnel. Ils doivent également être réalistes et capables d'identifier et de traiter les risques. Enfin, ils doivent être flexibles et généreux dans leurs efforts.

Le critère de rendement comprend trois caractéristiques. L'investissement doit offrir dans un premier temps une voie de sortie à la SCR pour rentabiliser sa participation. Ensuite, l'investissement doit présenter un TRI élevé, de l'ordre de 30% à 70%. Enfin, la PME doit afficher un potentiel important de rentabilité absolue. En effet, les SCR ne veulent pas réaliser des petits investissements générant de faibles gains même si le TRI est élevé. La valeur absolue des gains est plus importante pour compenser les frais fixes que la valeur relative.

À la lumière de ce qui précède et en tenant compte de la structure de propriété des SCR (privées, hybrides ou publiques) et de leurs différences en ce qui concerne leurs missions poursuivies, leurs stratégies d'investissement adoptées et leurs objectifs de rendement visés, nous pouvons regrouper les critères d'investissement en deux grandes catégories formant la structure de base de la politique d'investissement de chaque SCR. La première catégorie est les critères spécifiques et ils définissent la spécialisation des SCR selon le stade de développement, le secteur d'activités, la localisation géographique et la taille d'investissement. Les critères spécifiques comprennent aussi l'horizon d'investissement puisqu'il est tributaire de la structure de propriété de la SCR et conditionne par conséquent la durée de vie de ses participations. Ce critère peut varier selon la mission de chaque SCR. La deuxième catégorie est les critères génériques et ils reflètent la philosophie de fonctionnement propre à chacune des SCR. Les principaux critères génériques sont :

- ***les caractéristiques de l'entrepreneur ou de l'équipe managériale***
  - formation et expérience,
  - compétences managériales,
  - connaissance du marché,
  - bon leadership dans le passé et personnalité compatible avec le GCR,
  - capacité d'évaluer le risque et bien réagir aux moments critiques,
  - effort soutenu,
  - vision stratégique des dirigeants,
  
- ***les caractéristiques du couple produit/marché***
  - protection par un brevet,
  - différenciation et avantage compétitif du produit (prix/qualité),
  - démonstration de l'acceptation potentielle du produit par le marché,
  - niveau de technologie,
  - taille et potentiel de croissance du marché,
  - état de la concurrence, types de consommateurs et de fournisseurs,
  - positionnement de la PME sur le marché et réseaux de distribution,
  
- ***les considérations financières***
  - rendement sur l'investissement,
  - stratégie de sortie (liquidité de l'investissement),
  - rondes de financement,
  - instruments financiers,
  - durée de l'investissement,
  - part de contrôle de la SCR,
  - besoins financiers de la PME.



## 2.6 Relation entre la SCR et la PME

La relation entre les GCR et les entrepreneurs attire de plus en plus l'attention des chercheurs. À ce chapitre, la littérature relative au financement par capital de risque s'intéresse essentiellement aux conflits d'intérêts entre la SCR et la PME. En effet, cette relation peut être de nature conflictuelle à cause de la divergence des objectifs des deux acteurs suite au partage de la propriété et du pouvoir au sein de la PME, aux exigences de la SCR et à son implication dans les activités de l'entreprise. Cependant, il est utile de mentionner que le GCR peut être considéré comme un allié important de l'entrepreneur, développant des relations professionnelles intimes avec lui et lui apportant un support moral durant les périodes de crises (Fried et Hisrich, 1995).

Les termes clés d'un investissement en capital de risque sont : confiance, partenariat, patience et assistance. En fait, l'investissement est souvent seulement garanti par des actifs incorporels et par la confiance en l'éthique et les capacités des entrepreneurs (Norton, 1995). D'où l'intérêt fondamental qu'accorde la SCR à la fréquence et à la qualité de la communication avec l'équipe dirigeante et à l'honnêteté des entrepreneurs (Jog et al., 1991).

Afin de mieux comprendre l'interaction entre la SCR et la PME, Perry (1988)<sup>13</sup> a identifié trois types de relations entre les entrepreneurs et les GCR. La première est du type inventeur/investisseur où la SCR est considérée seulement comme un bailleur de fonds. Dans ce cas, le pouvoir est entre les mains de la SCR. La seconde relation est du type fondateur/conseiller où la SCR est à la fois une source de capital et une source d'informations et de conseils. Le contrôle de la PME est dans ce cas entre les mains des propriétaires-dirigeants. La dernière relation est du type innovateur/partenaire où la SCR est perçue comme une ressource qui facilite le développement de la technologie et de l'infrastructure de la PME dans une perspective de long terme. Le pouvoir est partagé entre les deux parties.

Dans ce même ordre d'idées, Fried et Hisrich (1995) signalent l'existence de trois sortes de pouvoir exercé par la SCR dans sa relation avec la PME. Il s'agit des pouvoirs

---

<sup>13</sup> Cité dans Jog et al. (1991).

monétaire, relationnel et formel. Le pouvoir monétaire résulte de la politique d'investissement graduel (rondes d'investissement) au sein de la PME dont les dirigeants savent que la SCR demeure leur principale source de financement. Toutefois, ce pouvoir devient faible lorsque la PME est très performante (accès moins difficile aux capitaux externes). Le pouvoir relationnel découle de l'expertise de la SCR et de son effort consacré à la PME. Ce genre de pouvoir est le plus difficile à obtenir mais aussi le préféré des GCR puisqu'il leur permet de convaincre l'entrepreneur de certaines mesures et d'avoir une influence sur les décisions stratégiques au sein de la PME. Le pouvoir formel provient de la présence des GCR au conseil d'administration ou de certaines clauses contractuelles donnant à la SCR le droit de contrôler la PME surtout dans les moments critiques. La SCR est peu disposée à utiliser ce pouvoir à cause des confrontations avec les dirigeants qui peuvent s'ensuivre.

Dans ce qui suit, nous allons traiter les différents aspects caractérisant la relation entre la PME et la SCR. Ainsi, il sera question d'étudier en premier lieu les sources de conflits et en deuxième lieu, de présenter quelques solutions aux dissensions éventuelles entre les GCR et les entrepreneurs, notamment : les contrats d'investissement en capital de risque, la syndication des SCR et la participation des GCR à la gestion des PME ayant bénéficié du financement par capital de risque.

### **2.6.1 Sources de conflits entre la SCR et la PME**

Les attentes au niveau du rendement et des perspectives de croissance ne sont pas les mêmes pour les GCR et les entrepreneurs, ce qui crée souvent des frictions (Jog et al., 1991). En effet, même si les GCR et les entrepreneurs disposent des mêmes informations, ils sont souvent en désaccord en ce qui concerne la possibilité et le moment d'abandonner le projet, la méthode de conversion de leurs avoirs non liquides, et le moyen et le moment adéquat de sortie (Sahlman, 1990).

Les conflits entre les GCR et les entrepreneurs s'articulent autour de leur divergence concernant : le partage de la richesse, la répartition du risque, l'horizon d'investissement, les mesures de performance, la marge de manœuvre des dirigeants, la politique stratégique, la planification de la croissance, les pratiques de gestion, le

financement, la gestion du personnel, les stratégies de marketing et autres considérations qui caractérisent la relation principal-agent (Jog et al., 1991). Le désaccord entre le GCR et l'entrepreneur concerne aussi la valeur de l'entreprise (Chua et Woodward, 1993) et l'utilisation des fonds (Bergemann et Hege, 1998). À ce chapitre, le GCR aura toujours une interprétation moins optimiste des données relatives au potentiel de rentabilité fournies par l'entrepreneur.

Les résultats de l'étude de Jog et al. (1991) révèlent que les conflits au niveau des pratiques de gestion, du financement, du marketing et de la gestion du personnel sont plus fréquents et plus intenses au stade initial de développement de l'entreprise, alors que ceux relatifs à la politique stratégique s'amplifient et deviennent plus excessifs au stade de croissance. En ce qui a trait à la planification de la croissance, malgré qu'elle soit une source critique de conflits, elle semble indépendante du stade d'évolution de la PME.

Trester (1998) soulève la probabilité d'existence de problèmes d'asymétrie d'information entre les GCR et les entrepreneurs à différents stades de développement de la PME. L'asymétrie d'information peut prendre deux formes : l'information dissimulée et le risque moral (Amit et al., 1997). Dans le cas d'information dissimulée, Amit et al. (1997) soulignent que l'entrepreneur, grâce à sa situation "privilegiée" au sein de l'entreprise, possède un pouvoir discrétionnaire sur les flux monétaires et ne divulgue que l'information qui lui semble bénéfique. Ainsi, les GCR sont incapables d'observer la façon avec laquelle ce dernier gère les fonds mis à sa disposition. Dans le cas du risque moral, lorsque le droit de propriété est partagé, l'entrepreneur réduit son niveau d'effort (Amit et al., 1997 ; Bergemann et Hege, 1998) et n'agit plus avec assiduité en prêtant moins d'importance aux capitaux de l'entreprise et en profitant de certains avantages indirects tels que les voyages et les loisirs (Chua et Woodward, 1993). À ce sujet, l'enquête de Jog et al. (1991) révèle la non conformité notée par les GCR entre certaines catégories de dépenses (salaires, voitures, voyages, loisirs, frais de bureau, dépenses promotionnelles) effectuées par les entrepreneurs et les clauses contractuelles s'y rattachant.

Dans un contexte d'asymétrie d'information, l'entrepreneur peut différer l'investissement et exploiter les fonds injectés par la SCR pour servir ses intérêts personnels au dépend de la rentabilité des investissements (Gompers, 1995 et Bergemann et Hege, 1998), et peut continuer à gérer et à croire en la réussite d'un projet ayant une valeur actuelle nette négative (Barry, 1994 et Gompers, 1995). Par conséquent, l'asymétrie d'information entraîne des conflits d'intérêts qui affectent la relation entre les GCR et les dirigeants, et qui réduisent la valeur de la participation de la SCR puisque les gains, qui auraient autrement été réalisés, auraient été partagés proportionnellement entre les deux parties.

En s'appuyant sur la théorie des coûts économiques de transaction et sur les recherches en gestion stratégique, Barney et al. (1994) remarquent que les SCR peuvent faire face à deux comportements opportunistes dans le cadre de leur relation avec la PME : l'opportunisme managérial et l'opportunisme concurrentiel. Dans le cas d'opportunisme managérial, les gestionnaires peuvent entreprendre des actions qui ont pour effet de réduire la richesse de la SCR. À titre d'exemple, ils citent les grandes dépenses dans la R&D, les salaires élevés des cadres et le maintien en poste de gestionnaires incompetents. L'opportunisme concurrentiel se traduit par le départ des gestionnaires et leur implication dans d'autres entreprises concurrentes. Ce comportement cause un préjudice non négligeable à la SCR. En effet, si les gestionnaires rejoignent une autre entreprise, celle-ci bénéficiera de leurs avoirs, de leurs connaissances de certains éléments technologiques et de leur expertise, que la SCR a partiellement financés lors de l'investissement dans l'ancienne PME. Ce comportement augmentera les risques de la SCR puisque le risque de compétition est devenu plus élevé pour la PME d'origine.

### **2.6.2 Les solutions aux conflits**

Chan et Thakor (1987) trouvent qu'en présence d'informations confidentielles et de risque moral, les garanties jouent un rôle crucial dans la résolution des problèmes d'asymétrie d'information. Norton (1995) affirme que l'étude approfondie des demandes de financement permet de réduire l'asymétrie de l'information et les futurs coûts d'agence. Il souligne aussi que la spécialisation des SCR peut aussi avoir un rôle déterminant dans la réduction de ces problèmes. En effet, la spécialisation permet

d'atténuer les coûts d'agence puisque la SCR n'examinera que les projets qui font partie de son domaine d'expertise et dans lesquels elle détient des informations pertinentes. Au reste, le rôle de surveillant exercé par la SCR permet de réduire le problème de risque moral (Bergemann et Hege, 1998). En ce qui concerne Sahlman (1990), il souligne que les mesures disciplinaires combinées au rôle actif de la SCR dans la gestion de la PME atténuent les possibilités d'augmentation du risque.

Selon Jog et al. (1991), les conflits entre les entrepreneurs et les GCR peuvent être résolus de deux manières complémentaires : les clauses contractuelles et l'implication active de la SCR dans la gestion de la PME. Lerner (1994a) et Barry (1994) constatent que la syndication est un mécanisme par lequel les SCR réduisent la sélection adverse et résout les incertitudes informationnelles. Ces deux derniers points feront l'objet de notre analyse dans les paragraphes suivants.

#### **2.6.2.1 Les contrats d'investissement en capital de risque**

Les pactes contractuels, appelés souvent termes ou conditions, se trouvent au cœur de la relation entre les SCR et les PME. En fait, les contrats financiers liés aux investissements en capital de risque reflètent d'une part, l'incertitude à l'égard des asymétries d'information et des résultats éventuels entre les GCR et les entrepreneurs (Sahlman, 1990), et d'autre part, ils protègent la SCR des risques et préservent son potentiel de rendement (Norton, 1995 ; Poitrinal, 1994). Ceci étant possible grâce à un certain nombre de clauses contractuelles, à l'instar des clauses d'information, des clauses de préemption, des clauses anti-dilution, des clauses d'inaliénabilité, des clauses de consultation préalable, des clauses d'autorisation préalable, etc. (Poitrinal, 1994). Les SCR optent pour l'établissement de pactes contractuels afin de faciliter leurs procédures de contrôle et pour limiter les possibilités des gestionnaires d'exploiter leur expertise et leur capacité au profit d'autres entreprises (Barney et al., 1994).

Dans ce même ordre d'idées, Gifford (1997) note que les contrats de capital de risque prévoient généralement la répartition des fonds selon des rondes d'investissement, l'existence d'une option d'abandon par la SCR, l'utilisation de systèmes de compensation et les moyens de distribution des recettes générées par l'investissement.

Barney et al. (1994) stipulent que ces pactes comprennent certaines clauses précisant les limites concernant l'exploitation des ressources par les propriétaires-dirigeants, les dépenses et les salaires des gestionnaires, les conditions d'apport de capital externe et de changement des pratiques de gestion, les modalités de liquidation de l'investissement et la non divulgation des spécificités technologiques du projet. En ce qui concerne Sahlman (1990), il souligne que les termes de l'investissement concernent : le prix de conversion (qui peut varier en fonction de la performance de la PME), la voie de sortie (en expliquant la raison qui provoque le dessaisissement de la SCR), le taux de dividendes, le délai de paiement et le droit de vote.

Admati et Pfleiderer (1994) ont prouvé que le type de contrat optimal est un contrat financier appelé contrat à fractions fixes (*«fixed fraction contract»*) s'associant avec les décisions d'investissement graduel prévues par les SCR. Le contrat à fractions fixes offre à la SCR une participation au sein de la PME qui lui permet de bénéficier d'une fraction des gains et d'investir proportionnellement à cette même fraction lors des rondes de financement subséquentes. En effet, après un investissement initial, la SCR devient le propriétaire unique d'une portion fixe du projet qu'elle contribue à financer en lui fournissant tous les capitaux nécessaires. La SCR obtiendra une fraction fixe du surplus net et ses profits seront indépendants de l'évaluation des nouveaux titres émis ultérieurement. Dans ce type de contrat, il n'y a aucune possibilité pour l'entrepreneur de profiter de certains avantages indirects.

Winter (1997) note que les contrats assortis d'options d'achat d'actions constituent une solution efficace au problème de risque moral. Selon cet auteur, ces contrats offrent aux entrepreneurs la possibilité de conserver leurs capital-actions et d'avoir éventuellement une participation résiduelle importante. Cette alternative incite l'entrepreneur à accroître ses efforts afin d'augmenter sa part dans le bénéfice marginal réalisé. L'auteur note aussi que ce type de contrats permet aux SCR de ne retenir que des projets de qualité supérieure et donc potentiellement rentables. Les options seront ainsi converties en actions ordinaires dans des circonstances très favorables (situations où les profits sont très élevés).

Par ailleurs, Jog et al. (1991) soulignent que l'industrie canadienne de capital de risque est caractérisée par un degré élevé d'uniformisation des clauses contractuelles. La fréquence d'utilisation des clauses est illustrée au tableau 9 ci-dessous. Ces auteurs ajoutent que la standardisation des clauses contractuelles permet aux SCR d'anticiper les conflits avec les PME, alors que Sahlman (1990) ne voit aucun contrat susceptible d'anticiper tous les conflits potentiels entre les GCR et les entrepreneurs. De plus, Busentiz et al. (1997) mentionnent que si les clauses contractuelles sont très contraignantes et très restrictives, elles peuvent priver la SCR et la PME de réaliser des échanges synergiques et nuire par conséquent à leur relation.

**Tableau 9**  
**Les principales clauses contractuelles des investissements canadiens en capital de risque et leur fréquence**

Clauses	Fréquence
Droit de nomination des directeurs	95%
Réunions régulières du conseil d'administration	84%
Prévention du changement des comptables sans préavis	60%
Prévention contre le transfert unilatéral des actions par les gestionnaires	93%
Prévention de la distribution unilatérale des dividendes	79%
Accès aux états financiers vérifiés	89%
Accès aux rapports financiers intérimaires	89%
Accès à la mise à jour du plan d'affaires	68%
Accès aux budgets	74%
Droit de participer au prorata de nouvelles émissions d'actions	91%
Limitation du régime d'options d'achat d'actions par les gestionnaires	84%
Restrictions sur le transfert et le nantissement des actions	95%
Assurance-vie pour l'entrepreneur	89%
Recours en cas de non respect des dispositions contractuelles	42%
Restrictions sur le salaire et la compensation de l'entrepreneur	84%

Source : Jog et al. (1991).

### **2.6.2.2 La politique d'investissement graduel : les rondes de financement**

Le financement par étapes constitue le meilleur mécanisme dont disposent les SCR pour contrôler les PME et pour résoudre les conflits d'agence entre les GCR et les entrepreneurs (Sahlman, 1990 et 1992). De cette manière, l'entrepreneur pourrait être plus motivé pour créer de la valeur ajoutée que s'il reçoit d'un seul coup tout le capital éventuellement nécessaire aux différents stages d'évolution de l'entreprise (Sahlman, 1992 ; Riding et Orser, 1997). Pour leur part, Lam (1991) et Sahlman (1992) signalent que le financement graduel constitue un investissement en information relatif à la valeur de l'entreprise et que chaque investissement est en soi une alternative du financement du stage suivant.

Selon cette stratégie, les projets sont subdivisés en différents stages qui sont définis en fonction de résultats intermédiaires (Bergemann et Hege, 1998). À chaque étape, une décision de continuer ou d'abandonner le projet est prise (Admati et Pfleiderer, 1994). Le financement par étape offre à la SCR l'option d'abandonner son investissement si le projet montre des signes décevants (Ruhnka et Young, 1987 ; Sahlman 1990 et 1992 ; Barry et al. 1990 ; Riding et Orser, 1997). Cependant, si le projet est prometteur, la SCR pourra augmenter le montant des fonds investis (Sahlman, 1992 ; Brealey et al., 1992 ; Riding et Orser, 1997).

Les SCR peuvent recourir à une mise de fonds par étape si le niveau d'incertitude qui entoure les premiers stades de développement des PME est élevé. À cet égard, les SCR perçoivent les PME comme étant moins risquées au fur et à mesure qu'elles se développent et essaient donc de répartir le risque en fonction de la croissance des entreprises. Par conséquent, le TRI attendu devra être plus élevé dans les phases initiales de développement que dans les phases avancées (Sahlman, 1990 ; Hisrich et Peters, 1991 ; Ruhnka et Young, 1991 ; Bygrave et Timmons, 1992 ; MacIntosh, 1997).



Gompers (1995) indique que si les coûts d'agence sont faibles<sup>14</sup>, la SCR va opter pour des longues rondes de financement afin d'éviter les coûts liés à la négociation, à l'établissement des contrats et les coûts de contrôle se greffant à chaque ronde d'investissement (lecture, rédaction et échange de rapports avec les entrepreneurs). De cette façon, la SCR peut se concentrer sur d'autres activités et exercera un contrôle moins intense sur la PME. Selon ce même auteur, les cas où les coûts d'agence sont faibles se traduisent par la présence de plusieurs actifs corporels, faciles à évaluer et permettant aux SCR de récupérer la majorité de leurs investissements en cas de liquidation du projet. Comme indicateurs, Gompers (1995) signale qu'un ratio actifs corporels / actif total élevé, qu'un ratio valeur au marché / valeur comptable faible, qu'un ratio dépenses en R&D / ventes faible et qu'un ratio dépenses en R&D / actif total faible s'associent avec une longue durée de financement.

### 2.6.3 Les instruments financiers

La SCR a la possibilité de prendre participation dans la PME au moyen des actions ou des dettes. Les deux principales catégories d'actions sont les actions ordinaires (AO) et les actions privilégiées (AP). Les actions ordinaires offrent certains droits à leurs propriétaires, tels que :

- ✓ le droit au vote qui permet à leurs détenteurs d'assister aux assemblées des actionnaires, de participer aux discussions et aux décisions importantes affectant la vie et le devenir de la PME, d'élire les administrateurs de l'entreprise et de les destituer en cas de mauvaise performance;
- ✓ le droit de préemption qui permet aux actionnaires actuels de conserver leur contrôle et la proportion de leur capitaux au sein de l'entreprise par le biais d'un droit prioritaire sur l'acquisition des nouvelles actions émises;
- ✓ le droit à l'information où le détenteur des actions peut consulter les documents comptables de la PME, de recevoir les états financiers et les rapports des activités et des décisions des dirigeants et

---

<sup>14</sup> Selon Gompers (1995), à cause des coûts d'agence élevés qu'elles présentent (manque d'informations et difficulté d'évaluation de l'entreprise), les jeunes PME auront des courtes durées de financement (le temps entre deux rondes de financement successives) et feront l'objet d'un contrôle continu de la part de la SCR. Les PME ayant atteint un stade avancé de développement ont un historique qui peut être évalué par les SCR et présentent par conséquent des faibles coûts d'agence et un risque réduit d'asymétrie d'information, obtiendront des montants plus importants et bénéficieront de longues durées de financement.

- ✓ le droit aux dividendes qui sont déterminés à la discrétion des administrateurs et sont payés au prorata des actions d'une même classe.

Les AP n'ont en général aucun droit de vote, permettent un accès à l'information, offrent un dividende constant et régulier. Elles peuvent être en plus rachetables, participantes, cumulatives et convertibles en AO.

Les dettes procurent généralement à son détenteur des revenus fixes (intérêts). Leur règlement se fait soit par le paiement d'intérêts avec un remboursement du principal à l'échéance, soit par le versement selon des échéances déterminées d'une fraction de l'emprunt avec des intérêts (clause de fonds d'amortissement). Les dettes présentent un caractère prioritaire sur les AO et les AP en matière de remboursement en cas de liquidation de l'investissement, elles peuvent être garanties (par des actifs corporels), participantes et convertibles en AO.

Il semble que les AP (Sahlman, 1992 ; Norton et Tenenbaum, 1993a ; Trester, 1998) et les AP convertibles (Sahlman, 1990 et 1992 ; Norton, 1995 ; Barry, 1994 ; Gardella, 1997 ; Trester, 1998) sont les formes de financement les plus utilisées par les SCR américaines. En investissant sous la forme d'actions privilégiées, les SCR ont ainsi la priorité de réclamer leur part dans les bénéfices réalisés et leur remboursement en cas de liquidation de l'investissement (Sahlman, 1992 ; Gardella, 1997 ; Riding et Orser, 1997). Cependant, Jog et al. (1991) signalent que la forme d'investissement la plus utilisée au Canada est les actions ordinaires. Ce résultat est confirmé par les données de l'ACCR présentées au tableau 10 ci-dessous qui montre que les actions ordinaires sont le moyen de financement de prédilection des SCR canadiennes, suivies par la dette subordonnée. En 1999, 30% des investissements en capital de risque au Canada ont été sous forme d'actions ordinaires (34% en 1998) et ont concerné 30% des entreprises financées par capital de risque (31% en 1998). La dette subordonnée a représenté 13% des investissements (20% en 1998) et a concerné 15% des entreprises (22% en 1998).

Norton et Tenenbaum (1993a) ont étudié l'adéquation de chaque forme de financement avec les caractéristiques des PME ayant bénéficié d'investissement en capital de risque. Selon eux, les AP permettent aux SCR de préserver à la fois les avantages des AO et ceux des dettes. Comme les dettes, les AP permettent aux SCR, grâce au droit prioritaire, de se protéger contre les actes dissimulés des gestionnaires mais sans perte de flexibilité financière. Comme les AO, les AP convertibles permettent la flexibilité pour gérer les crises et génèrent un potentiel de rendement.

En ce qui concerne les AO, Norton et Tenenbaum (1993a) indiquent qu'elles sont utilisées lorsque les SCR cherchent à contrôler le risque et à fonder une relation d'équipe avec l'entrepreneur. Pour eux, les AO constituent un instrument approprié lorsque la PME a besoin de flexibilité financière et managériale. L'investissement sous forme d'AO place la SCR sur le même pied d'égalité des gestionnaires de la PME. Ce qui correspond parfaitement à la relation innovateur/partenaire proposée par Perry (1988).

Quant aux dettes, elles sont appropriées lorsque la PME a besoin de règles rigoureuses de gestion ou lorsque la SCR exige des flux monétaires constants (Norton et Tenenbaum, 1993a). Le recours au financement par dettes devient attrayant aussi bien dans le cas des investissements aux stades avancés de développement des PME (Norton et Tenenbaum, 1993a ; Gardella, 1997 ; Bergemann et Hege, 1998 ; Trester, 1998), que dans les industries où la surveillance de la PME n'est pas très difficile (Trester, 1998). Toutefois, les dettes privent la PME des flux monétaires et deviennent un moyen de financement non approprié lorsque les SCR et les gestionnaires ont besoin de flexibilité financière et de souplesse administrative (Norton et Tenenbaum, 1993a). En plus, Trester (1998) souligne que l'option de saisie figurant dans les contrats par dettes peut inciter l'entrepreneur à prendre des risques plus élevés sur les actifs qu'il considère comme étant la propriété du créancier. S'il réussit, il prend le profit et rembourse la dette. S'il échoue, il remet l'actif au créancier. Dans les deux cas, l'entrepreneur n'a rien à perdre. C'est ce qui rend le contrat par dette indésirable dans le cas d'une forte asymétrie d'information (Trester, 1998).

Norton et Tenenbaum (1993a) concluent que les caractéristiques des SCR (taille, spécialisation et diversification du portefeuille) affectent le choix du véhicule de financement. Les résultats de leur enquête indiquent que les SCR ayant le portefeuille le plus petit et le moins diversifié utilisent beaucoup les AO, tandis que les SCR ayant un portefeuille diversifié préfèrent le financement par AP.

**Tableau 10**  
**Les différentes formes d'investissements utilisées par les SCR canadiennes**

Formes d'investissement	1998		1999	
	Investissements (%)	Entreprises (%)	Investissements (%)	Entreprises (%)
<b>Actions ordinaires (AO)</b>	34	31	30	30
<b>Actions privilégiées (AP)</b>	5	5	7	7
<b>AP convertibles</b>	7	6	13	9
<b>AP et AO</b>	2	3	2	3
<b>Dettes subordonnée</b>	20	22	13	15
<b>Dettes convertibles</b>	17	14	9	8
<b>Dettes</b>				
<b>Avec AO</b>	8	10	8	11
<b>Avec AP</b>	1	1	1	1
<b>Avec AO et AP</b>	0	0	1	1
<b>Autres</b>	7	9	15	15

Source : adapté de l'ACCR (2000).

En résumé, le recours au financement par AP ou par AP convertibles s'explique par le degré élevé d'asymétrie d'information caractérisant les investissements en capital de risque. Mais lorsque le problème d'asymétrie d'information devient moins aigu, les contrats par dettes ou par AO deviennent plus intéressants.

#### 2.6.4 La syndication

Au cours de chaque étape de financement, la PME peut bénéficier d'une mise de fonds de la part de plus d'une SCR. La syndication consiste au partage d'une ronde d'investissement entre deux ou plusieurs SCR (Amit et al., 1997). Dans ce contexte, il y aura généralement une ou deux SCR «leaders» qui domineront l'investissement et le reste sera composé de SCR qui se contenteront de suivre la politique d'investissement adoptée par leurs leaders (Fried et Hisrich, 1995). Le recours à la syndication est motivé non seulement par la répartition du risque dû au degré élevé d'incertitude mais aussi par le partage de l'information (Bygarve, 1987 et 1988). Les SCR préfèrent en outre la syndication pour avoir une idée supplémentaire sur les perspectives de l'investissement suite aux études et aux vérifications faites par d'autres SCR, ce qui leur permettra d'enrichir leur analyse du projet et de consolider leur décision à propos de l'investissement (Lerner, 1994a).

Lerner (1994a) voit que la syndication des investissements au cours de la première ronde implique une meilleure sélection des projets qui bénéficieront d'une infusion de capitaux. En effet, la syndication fait souvent intervenir des SCR expérimentées et prestigieuses (Lerner, 1994a) et leur permet d'être au courant des projets déjà rejetés (Bygrave, 1987). Quant à Admati et Pfleiderer (1994), ils trouvent que la syndication durant les dernières rondes d'investissement demeure intéressante même en l'absence de contraintes financières et même si les GCR sont neutres vis-à-vis du risque. Mais d'une manière générale, Bygrave (1988) voit qu'il est vital pour les SCR de se connecter les unes aux autres et de se regrouper dans un réseau. Selon lui, ce groupement est une source importante d'informations et d'opportunités d'investissement. De plus, la syndication favorise la disponibilité des capitaux pour les rondes d'investissement subséquentes et permet une exploitation commune des expertises (Lerner, 1994a).

En se basant sur les données de Macdonald & Associates, Amit et al. (1997) ont remarqué qu'au Canada, 73% des «blocs d'investissement»<sup>15</sup> ont été l'œuvre d'une seule SCR, 19% provenaient d'une syndication comprenant deux SCR, 6% avaient pour

---

<sup>15</sup> Amit et al. (1997) définissent le bloc d'investissement comme étant l'infusion de capital provenant d'une ou de plusieurs SCR au cours d'une ronde d'investissement.

origine trois SCR et 2% résultaient de la participation de quatre SCR ou plus. Ces auteurs mentionnent qu'au Canada, la majorité des investissements en capital de risque ne se réalisent pas sous forme de syndication. Chaque ronde d'investissement est financée dans la plupart du temps par une seule SCR. Cette situation contraste avec la tendance à la syndication caractérisant les SCR américaines (Lerner, 1994a).

### **2.6.5 L'implication active des GCR**

L'étude de Gorman et Sahlman (1989) montre que la plupart des GCR passent la plus grande partie de leur temps dans la gestion des PME qu'elles financent. En fait, 85% des SCR affirment avoir un niveau actif d'implication dans les PME de leur portefeuille (Jog et al., 1991). À cet égard, Fried et al. (1998) indiquent que la réduction des coûts d'agence est le premier motif de l'implication active des SCR. Ils soulignent que la forte implication de la SCR s'explique par sa participation élevée dans les fonds propres de la PME. Quant à Gifford (1997), il considère qu'une part élevée d'actifs incorporels entraîne une participation et un contrôle plus fréquents de la part de la SCR. En ce qui regarde Fried et Hisrich (1995), ils indiquent que le niveau d'implication de la SCR dépend du degré de pouvoir qu'elle a au sein de la PME.

Dans ce même ordre d'idées, Sapienza (1992) relie le degré d'implication des GCR au contexte de la PME (stade de développement, niveau d'innovation, stratégie de différenciation, degré d'incertitude de l'environnement et expérience de l'entrepreneur) et à l'interaction entre le GCR et l'entrepreneur (fréquence et nature de la communication). Ses analyses statistiques ont montré que le degré d'implication des GCR était très important lorsque le degré d'innovation de la PME était élevé, lorsque les contacts entre le GCR et l'entrepreneur étaient fréquents et lorsque la communication était ouverte et informelle. Cependant, MacMillan et al. (1989) constatent que les SCR choisissent leur niveau d'implication indépendamment des caractéristiques des gestionnaires, du produit, du service et du marché. D'ailleurs, ils ont identifié trois niveaux d'implication des SCR : l'implication du type laisser faire où les SCR démontraient une implication limitée, l'implication modérée et la forte implication où les SCR s'engageaient plus que les entrepreneurs dans la plupart des activités.

Plusieurs auteurs ont remarqué les différentes formes d'implication des SCR dans la gestion des PME de leurs portefeuilles (Battini, 1985 ; Battini et al., 1988 ; Gorman et Sahlman, 1989 ; MacMillan et al., 1989 ; Sahlman, 1990 ; Jog et al., 1991 ; McMahon et al., 1993 ; Maitre, 1994 ; Stéphany, 1995 ; Fried et Hisrich, 1995 ; Bruton et al., 1997 ; Mitchell et al., 1997). À titre d'exemple, les GCR sont souvent présents au conseil d'administration en tant qu'aviseurs stratégiques («*sounding board*»), confèrent régulièrement avec l'équipe managériale, interviennent dans le recrutement, la rémunération des gestionnaires compétents et le changement de l'équipe managériale, aident à la recherche de capitaux additionnels et à l'attraction de nouveaux investisseurs, mettent à la disposition des entrepreneurs les services de conseillers et de spécialistes dans divers domaines, assistent les négociations et participent à la structuration des fusions et des acquisitions d'entreprises, mettent en place des systèmes de contrôle de gestion, de planification, de budgétisation et d'informations comptable et financière, contribuent à l'élaboration et à l'évaluation des stratégies formelles, concourent au développement de la structure organisationnelle au sein de la PME, sollicitent les fournisseurs et les clients, s'impliquent dans le contrôle des coûts, instaurent une discipline à respecter, etc. Mais d'une manière générale, les SCR occupant le rôle de leader dans l'investissement allouent beaucoup plus de temps que les SCR non leaders ou qui investissent dans les derniers stades de développement des PME (Gorman et Sahlman, 1989).

Il semble que les SCR classent en moyenne l'aide à obtenir un financement additionnel en première position des services qu'elles offrent (Gorman et Sahlman, 1989). Dans ce même registre, MacMillan et al. (1989) trouvent que les SCR s'impliquent plus que les entrepreneurs dans le domaine financier. En effet, les résultats de leur étude montrent que quatre des six activités dans lesquelles les SCR s'impliquent énormément sont d'ordre financier : l'obtention du financement additionnel par capitaux propres, l'interface avec les investisseurs, le contrôle de la performance financière et l'obtention du financement par emprunt. Selon la même étude, l'assistance des gestionnaires est classée au premier rang des activités dans lesquelles les SCR s'impliquent le plus. L'enquête révèle en outre que les SCR s'impliquent moins dans des opérations telles que : la sélection des vendeurs et des équipements, le développement de la production et

des services techniques, l'évaluation et la formulation des plans marketing et la sollicitation des clients et des distributeurs.

Ces dernières conclusions vont dans le même sens que celles de Jog et al. (1991) et de Gardella (1997) qui mettent en évidence l'implication des SCR dans les décisions stratégiques plutôt que dans les opérations courantes. Toutefois, Lerner (1998) précise qu'en période de crises, la SCR s'implique fortement et assure temporairement une position opérationnelle au sein de la PME.

L'enquête canadienne de MacMillan et al. (1989) indique que les SCR ne regrettent pas leur degré d'implication dans les activités où elles interviennent le plus souvent. En plus, elles veulent participer encore plus dans les activités d'assistance et de contrôle de performances financières. Les SCR préfèrent aussi réduire leur intervention dans les activités qui exigent beaucoup d'engagement en terme de temps. Enfin, les SCR souhaitent s'impliquer davantage dans la formulation des plans marketing.

En résumé, la littérature révèle que la relation entre les SCR et les PME est souvent de nature conflictuelle. Les principales sources de conflits sont liées à la divergence des visions des GCR et des entrepreneurs en ce qui a trait aux caractéristiques de l'investissement et aux différentes dimensions fonctionnelles au sein de la PME, notamment, la politique stratégique, la planification de la croissance, les pratiques de gestion financière, commerciale et de ressources humaines. Dans ce contexte, les SCR exigent toujours des droits complémentaires et des clauses dans le but de sécuriser leurs investissements. C'est pour cette raison que les SCR et les entrepreneurs concluent habituellement des pactes contractuels pour contrôler la répartition du capital et surveiller le processus décisionnel au sein de la PME.

Afin d'atténuer les conflits causés par le risque moral et l'asymétrie d'information, les SCR recourent fréquemment à la technique des rondes successives de financement, à différentes combinaisons de moyens de financement (AO, AP, AP convertibles, dettes, dettes convertibles), à la syndication et à une participation active dans la gestion de la



PME. Ces techniques vont s'adapter selon les stades de développement, l'importance des investissements et la nature des activités de la PME.

### **2.7 Les stratégies de sortie des SCR**

Bien que l'orientation de la SCR soit à moyen ou à long terme, son intervention est limitée dans le temps. En effet, le capital de risque n'a pas pour vocation de rester éternellement investi dans la PME dans la mesure où la SCR cherche à réaliser des plus-values en capital lors de la cession de ses participations pour rentabiliser ses placements. Pour certaines SCR, il s'agit en plus de rembourser une partie des avances gouvernementales qui leur ont été consenties depuis leur création (voir Desmarteaux, 1996). Il semble donc que les conditions de sortie peuvent influencer les résultats financiers de la SCR et par conséquent sa décision d'investissement. L'opportunité d'une sortie rentable est l'un des facteurs sur lesquels se base la SCR au moment de la négociation avec les membres dirigeants de la PME (Battini, 1985 ; Bertonèche et Vickery, 1987 ; Fournier, 1987).

MacMillan et al. (1985) indiquent que les SCR ont une préférence pour la liquidité, c'est-à-dire une stratégie de sortie permettant de vendre rapidement la participation afin d'obtenir de l'argent au comptant. À ce sujet, 40% des SCR interrogées ont manifesté leur refus d'investir en l'absence de liquidité, et ce, quel que soit le potentiel offert par le projet ou le marché.

L'importance de la voie de sortie est aussi soulignée par Carter et Van Auken (1994). Ces auteurs ont trouvé que la possibilité de sortie constitue le facteur le plus déterminant pour les SCR qui financent les premiers stades de développement, tandis qu'il est classé au quatrième rang (parmi les 21 critères d'évaluation) des SCR qui financent les stades avancés d'évolution des PME. Ce résultat n'est pas étonnant puisque les SCR qui investissent dans les stades de développement avancés ont probablement plus de chances de trouver une voie de sortie adéquate.

### **2.7.1 Les différents mécanismes de sortie**

Plusieurs auteurs ont traité le thème des stratégies de sortie (Battini, 1985 ; Bertonèche et Vickery, 1987 ; Battini et al., 1988 ; Gladstone<sup>16</sup>, 1989 ; Bleackley et al., 1996 ; Amit et al., 1997 et 1998 ; MacIntosh, 1997 ; Riding et Orser, 1997). D'une façon générale, les mêmes mécanismes de sortie sont répétés tout au long de la littérature. À ce chapitre, les SCR mettent fin à leurs investissements en recourant à l'une des cinq alternatives suivantes : premier appel public à l'épargne ou émission initiale d'actions, acquisition stratégique ou acquisition totale de la PME par une autre entreprise, rachat par les propriétaires-dirigeants, vente sur le marché secondaire ou radiation. Les sections suivantes décrivent et discutent de ces stratégies.

#### **2.7.1.1 Premier appel public à l'épargne (PAPÉ) ou émission initiale d'actions**

Dans une émission initiale, la PME émet des actions pour la première fois au public. Le PAPÉ est le seul mode de sortie qui permet une importante infusion de nouveaux capitaux au sein de la PME (MacIntosh, 1997). Malgré que cette voie offre aux SCR la possibilité de céder leurs actions à un large public, celles-ci ne vendront généralement qu'une modeste fraction des actions qu'elles détiennent au moment d'un PAPÉ (Bertonèche et Vickery, 1987 ; Barry et al., 1990 ; Megginson et Weiss (1991) ; MacIntosh, 1997). En effet, les souscripteurs s'entendent habituellement avec la SCR sur la durée à partir de laquelle elle pourra vendre ses actions sur le marché secondaire et sur la part dont elle pourra se départir au moment du PAPÉ (MacIntosh, 1997). En outre, en conservant une part de sa participation, la SCR certifie la crédibilité des informations communiquées lors du PAPÉ (Megginson et Weiss, 1991), offre une certaine assurance aux nouveaux investisseurs et témoigne de sa confiance dans les perspectives futures de l'entreprise (Leland et Pyle, 1997 ; Barry et al., 1990 ; MacIntosh, 1997).

Lerner (1994b) précise que les SCR ont plusieurs mécanismes pour s'assurer du moment optimal de faire un PAPÉ. D'après lui, les SCR chevronnées décident selon les conditions du marché du moment de l'ouverture de la PME au public (lorsque les

---

<sup>16</sup> Cité dans Barry et al. (1990).

marchés boursiers présentent des sommets) et utilisent le financement privé lorsque l'évaluation des titres n'est pas très élevée.

### **2.7.1.2 Acquisition stratégique de la PME**

La SCR liquidera son placement à un tiers de la PME ayant bénéficié de l'investissement. La transaction consiste en la vente de toutes les actions de la PME en échange d'actions ou d'autres éléments d'actif de la compagnie acquéreuse ou simplement contre un certain montant d'argent (MacIntosh, 1997). Toujours selon cet auteur, l'acquéreur sera souvent une grande entreprise œuvrant dans le même secteur d'activité ou dans un secteur apparenté à celui de l'entreprise achetée et voulant se procurer la technologie possédée par la PME. De ce fait, grâce à leur connaissance du secteur d'activité de la PME, les acheteurs stratégiques sont à même de faire une bonne évaluation de la technologie, du produit, de la gestion et du potentiel de l'entreprise. L'auteur note en outre l'avantage que possède l'acquéreur stratégique par rapport aux autres acheteurs en ce qui concerne l'accès aux informations internes de la PME. En fait, les acheteurs publics et les acheteurs sur le marché secondaire ont souvent beaucoup de difficultés pour attribuer une valeur précise à l'entreprise.

### **2.7.1.3 Vente sur le marché secondaire**

Ce moyen de sortie diffère de l'acquisition stratégique puisque seulement les actions de la SCR feront l'objet d'une vente à un tiers à travers une transaction privée (Amit et al., 1998). Deux cas de figures peuvent se présenter : soit une cession à un groupe financier, soit une cession à un groupe industriel.

Dans le cas d'une vente à un groupe financier, les SCR cèdent leurs participations à d'autres organismes financiers spécialisés dans le financement de certaines phases de développement de la PME (Battini, 1985). À part la vente à des institutions financières, il y a aussi la cession à d'autres SCR plus spécialisées (Battini et al., 1988 ; Gladstone, 1989 ; Bleackley et al., 1996).

Dans le cas d'une cession à un groupe industriel, il sera préférable pour la PME (ayant atteint un certain stade de développement) de trouver un partenaire industriel d'une taille plus importante voulant racheter la part de la SCR (Battini, 1985). Le groupe industriel peut mettre à la disposition de la PME les moyens matériels et immatériels nécessaires pour accéder à un stade plus avancé de développement (Battini et al., 1988). L'opération devrait s'effectuer avec l'accord de l'équipe dirigeante pour qu'il y ait une synergie dans le fonctionnement futur des deux parties (Battini, 1985 ; Battini et al., 1988).

MacIntosh (1997) fait remarquer que le pouvoir (l'obtention de l'information, la pratique de la surveillance et l'application de la discipline) des acheteurs sur le marché secondaire est plus limité que dans le cas des acquéreurs stratégiques. Ceci s'explique par le fait que la vente secondaire ne permet à l'acheteur que l'acquisition d'un intérêt minoritaire. Ce qui n'est pas le cas lorsqu'il achète la PME en totalité.

#### **2.7.1.4 Rachat**

Dans ce cas, l'entrepreneur ou les cadres de la PME rachètent la part de la SCR. Cette opération est régie par de nombreuses clauses dont : le droit de préemption et le pacte de préférence (Battini et al., 1988). Les fondateurs ou les actionnaires initiaux peuvent jouir d'un droit de préemption sur les titres détenus par les SCR leur permettant d'avoir une position prioritaire face à de nouveaux actionnaires (Battini, 1985). Certaines SCR peuvent accepter des prix moins intéressants que ceux qu'elles pourraient obtenir autrement, dans le but d'encourager la motivation de l'entrepreneur (Battini et al., 1988) et de développer une bonne image de marque auprès des PME (MacIntosh, 1997). La participation de l'entrepreneur à la création et à la croissance de son entreprise peut développer un lien émotionnel qui le pousse à ne pas se départir de son investissement et à racheter la part de la SCR même si cette opération n'est pas profitable pour lui sur le plan financier (MacIntosh, 1997).

Le rachat peut être aussi vu comme une erreur de perception de la part de la SCR en ce qui a trait à la conciliation entre ses objectifs et les préférences de l'entrepreneur en terme de travail et de loisirs (MacIntosh, 1997). Toujours selon MacIntosh, le rachat

peut être une reconnaissance de la part de l'entrepreneur et de la SCR de la modestie du potentiel de croissance de la PME. Bertonèche et Vickery (1987) vont plus loin en considérant que cette voie de sortie n'est réservée qu'aux cas d'échec dans la mesure où le prix de rétrocession dépasse considérablement les ressources pécuniaires des entrepreneurs en cas de réussite de l'investissement de la SCR. Ainsi, l'entrepreneur est obligé de recourir à des emprunts pour racheter les actions de la SCR, ce qui influera forcément sur les liquidités de la PME à cause des intérêts à verser sur les nouveaux prêts.

#### **2.7.1.5 Radiation**

La radiation reflète souvent la faillite de la PME. Dans ce cas, l'échec de la participation oblige la SCR à abandonner son placement. Cependant, MacIntosh (1997) indique que la SCR peut encore garder sa part dans l'entreprise faillie. Les radiations peuvent s'associer à des investissements au stade initial, à des financements de projets technologiques risqués (MacIntosh, 1997) ou bien résulter de l'incompétence et de l'inexpérience des GCR (Bygrave et Timmons, 1992).

Dans ce qui suit, nous allons nous baser principalement sur le travail de MacIntosh (1997) qui semble être le plus récent et le plus complet dans le domaine des sorties du marché du capital de risque canadien.

#### **2.7.2 Fréquence des sorties au Canada**

Les données de Macdonald & Associates<sup>17</sup> couvrant la période 1992 à 1995 et les statistiques de l'ACCR pour la période de 1996 à 1998 (voir tableau 11 ci-dessous) montrent que le rachat est le principal mode de sortie au Canada. La fréquence élevée des rachats peut être tributaire à la structure du marché. En réalité, les marchés canadiens sont plus restreints et moins liquides que ceux des États-Unis, ce qui pourrait expliquer la rareté des entreprises ayant atteint la maturité et pouvant opérer en tant qu'acquéreurs stratégiques (MacIntosh, 1997).

---

<sup>17</sup> Voir MacIntosh (1997).

**Tableau 11**  
**Les principaux mécanismes de sortie utilisés par les SCR canadiennes**

Mécanismes de sortie	1996	1997	1998
	Nombre (%)	Nombre (%)	Nombre (%)
<b>Acquisition</b>	7,69	8,61	8,85
<b>Rachat</b>	45,60	38,95	52,83
<b>PAPE et ventes subséquentes</b>	8,80	11,24	8,85
<b>Fusion</b>	3,30	2,25	1,67
<b>Radiation</b>	9,34	9,74	8,14
<b>Autres*</b>	25,27	29,21	18,66

\* principalement des ventes secondaires.  
 source : adapté de l'ACCR (1998 ; 1999).

### 2.7.3 Relation entre les voies de sortie et les stades d'investissement

Le tableau 12 ci-dessous montre que la plupart des sorties au Canada sont liées à des investissements réalisés au stade initial (48%) et au stade d'expansion (46%). Ceci ne peut que confirmer la tendance des SCR à financer les stades initial et d'expansion des PME.

Selon le tableau 13 ci-dessous, le taux de radiation lié aux investissements canadiens faits au stade initial est plus élevé que celui relatif aux investissements faits au stade d'expansion. Ceci étaye le point de vue selon lequel les investissements effectués au stade initial sont plus risqués que ceux réalisés au stade de l'expansion. Le tableau 13 révèle de plus qu'au Canada, la plupart des investissements faits au stade initial se terminent suite à un rachat (33%), à une émission initiale (30%) ou par une radiation (22%). Pour les investissements faits au stade de l'expansion, le rachat est la stratégie de sortie la plus utilisée par les SCR canadiennes (30%), suivi de l'émission initiale (25%).

Tableau 12

Fréquence relative des sorties selon le stade d'investissement au Canada durant la période de 1992 à 1995

Stades d'investissement	% de sorties
Stade initial	48%
Expansion	46%
Acquisition/rachat	2%
Redressement	4%

Source : adapté de MacIntosh (1997) en se basant sur les données de Macdonald & Associates.

Tableau 13

Fréquence relative des différents moyens de sorties selon le stade d'investissement au Canada durant la période de 1992 à 1995

	Stade initial	Expansion	Acquisition/ rachat	Redressement
Modes de sortie	Sorties (%)	Sorties (%)	Sorties (%)	Sorties (%)
Émission initiale	30	25	0	33
Acquisition	8	16	33	0
Rachat	33	30	67	0
Radiation	22	15	0	67
Vente secondaire	8	11	0	0
Autres	0	3	0	0

Source : adapté de MacIntosh (1997) en se basant sur les données de Macdonald & Associates.

#### 2.7.4 Relation entre le mode de sortie et le type de fonds de capital de risque

Le tableau 14 ci-dessous nous donne une idée précise sur la fréquence des diverses stratégies de sortie utilisées par les fonds privés, hybrides et publics au Canada. Dans ce registre, MacIntosh (1997) explique le taux de radiation très élevé (31%) que connaissent les fonds publics par leurs financements de projets technologiques à haut risque et leurs investissements dans les stades précoces de développement des PME. En

ce qui a trait aux fonds hybrides, les ventes secondaires dépassent légèrement les acquisitions, les émissions initiales et les rachats, tandis que le taux de radiation est le moins élevé par rapport aux autres fonds. MacIntosh conclue que les fonds hybrides n'ont aucune préférence distincte quant au mode de sortie. Les fonds privés optent plus pour le rachat que les autres fonds. Ils choisissent ensuite les émissions initiales et enregistrent un taux de radiation plus élevé que les fonds hybrides, mais moins important que celui des fonds publics. Les ventes secondaires constituent le mécanisme de sortie le moins convoité par les fonds privés tout juste après les acquisitions.

**Tableau 14**

**Fréquence relative des sorties selon le type de fonds au Canada durant la période de 1992 à 1995**

Mécanismes de sortie	% des sorties par type de fonds		
	Fonds privés	Fonds hybrides	Fonds publics
<b>Acquisition</b>	11%	20%	8%
<b>Rachat</b>	34%	20%	27%
<b>Émission initiale et vente subséquente</b>	26%	20%	35%
<b>Vente secondaire</b>	8%	25%	0%
<b>Radiation</b>	18%	15%	31%
<b>Autre</b>	2%	0%	0%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source : adapté de MacIntosh (1997) en se basant sur les données de Macdonald & Associates.

### 2.7.5 Fréquence des sorties selon les motifs et les proportions de dessaisissement

D'après le tableau 15 ci-dessous, 26% des sorties des SCR canadiennes ont été soit planifiées, soit selon les conditions du marché. Il semble donc que les SCR se conforment souvent aux modalités de dessaisissement prévues dans le contrat d'investissement (moyen, moment et procédure de dessaisissement). Toutefois, en présence de conditions de marché favorables, elles peuvent se départir avant terme de leurs participations au moment jugé adéquat. Les dessaisissements se font généralement d'une manière complète, mais dans certains cas les SCR se départissent partiellement de



leurs investissements (voir tableau 16 ci-dessous). Le dessaisissement partiel peut refléter soit la confiance de la SCR dans les perspectives de croissance de la PME (Leland et Pyle 1977), soit que l'investissement n'offre pas assez de potentiel (MacIntosh, 1997). Dans ces cas, la SCR juge inadéquat le dessaisissement total.

**Tableau 15**

**Fréquence relative selon la raison de sortie au Canada durant la période de 1992 à 1995**

<b>Raison</b>	<b>% de sorties</b>
<b>Planifiée</b>	26%
<b>Conditions du marché</b>	26%
<b>Offre non sollicitée</b>	20%
<b>Autre</b>	28%
<b>Inconnue</b>	0%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Source : adapté de MacIntosh (1997) en se basant sur les données de Macdonald & Associates.

**Tableau 16**

**Fréquence relative selon la proportion de liquidation de l'investissement au Canada durant la période de 1992 à 1995**

<b>Liquidation</b>	<b>% de sorties</b>
<b>En partie</b>	26%
<b>En totalité</b>	74%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Source : adapté de MacIntosh (1997) en se basant sur les données de Macdonald & Associates

Pour comprendre comment la SCR se départit de sa participation, MacIntosh (1997) a fait ressortir les motifs qui influent sur le choix de la stratégie de sortie. En premier lieu, il y a les motifs économiques tels que : l'épuisement des compétences de la SCR, la préférence de la SCR pour la liquidité, la capacité des nouveaux propriétaires de résoudre les asymétries d'information, d'évaluer l'entreprise et de surveiller les gestionnaires, les capitaux mobilisés, le niveau de risque à assumer, la situation financière et les perspectives futures de l'entreprise, le renforcement de la réputation de la SCR dans les milieux entrepreneuriaux, etc. En deuxième lieu, MacIntosh a cité les facteurs psychologiques qui se manifestent surtout dans les cas du rachat (lien émotif de l'entrepreneur envers son entreprise) et du PAPÉ (rendements élevés des premières émissions à cause du biais de sélection). En troisième lieu, l'auteur a insisté sur les contraintes juridiques sous lesquelles opèrent les SCR hybrides et publiques. En effet, puisque ces contraintes influent sur le choix d'investissement, il n'est pas surprenant qu'elles déterminent la stratégie de sortie d'une SCR. En dernier lieu, les facteurs d'ordre fiscal peuvent expliquer les différences relatives aux choix des mécanismes de sortie. Cependant, ce motif est moins important que les autres car peu importe le mode de sortie, la SCR devra verser des impôts sur les plus-values en capital.

En résumé, la sortie est une étape cruciale du processus d'investissement dans la mesure où elle entraîne des conséquences sur les deux parties. C'est pourquoi, elle devrait faire l'objet d'une discussion dès le départ entre la SCR et l'équipe dirigeante afin d'envisager les différents scénarios possibles et de les inclure dans le contrat d'investissement, même si certaines variables telles la date de cession, le prix et les acquéreurs des titres restent indéterminées (Battini, 1985).

L'utilisation des diverses stratégies de sortie peut faire l'objet d'un changement dans le temps. En effet, les fluctuations cycliques que peut connaître l'environnement économique sont susceptibles d'influencer la fréquence et la rentabilité des différents moyens de sortie. Enfin, le nombre élevé de radiations peut traduire une période marquée par l'émergence de nouvelles SCR inexpérimentées.

Au Canada, les fonds privés optent plus souvent pour le rachat comme moyen de dessaisissement, contrairement aux fonds hybrides qui n'ont aucune préférence marquée en ce qui a trait au mécanisme de sortie. Les fonds publics privilégient les dessaisissements à travers les émissions initiales, mais ils enregistrent un taux de radiations beaucoup plus élevé que les fonds hybrides et privés.

Enfin, les conditions du marché constituent la principale raison de sortie des SCR canadiennes qui, d'une manière générale, se dessaisissent totalement de leurs participations.

## **CHAPITRE 3**

### **CADRE CONCEPTUEL THÉORIQUE**

Dans le cadre de ce chapitre, nous proposons notre modèle théorique de processus décisionnel d'investissement en capital de risque. Toutefois, avant de concevoir notre modèle, nous passerons en revue quelques études antérieures portant sur ce thème. Le but étant d'avoir un modèle tenant compte à la fois des principales conclusions des recherches précédentes et de leurs éléments nécessitant le plus de développement.

#### **3.1 Les principales études sur la modélisation du processus décisionnel d'investissement en capital de risque**

Wells (1974), Tyebjee et Bruno (1984), Fried et Hisrich (1988, 1994), Gardella (1997), et Riding et Orser (1997) ont tenté d'expliquer le processus décisionnel d'investissement des SCR en proposant des modèles en plusieurs phases que nous présentons tour à tour dans les sections suivantes.

##### **3.1.1 Le modèle de Wells (1974)**

Dans son étude portant sur sept SCR américaines, Wells (1974) a constaté que le processus décisionnel de ces sociétés se faisait selon un ordre chronologique et se composait d'activités pré-investissement qui englobaient les phases de recherche de projets, de sélection, d'évaluation et d'investigation, et d'activités post-investissement qui consistaient en la rencontre avec l'équipe dirigeante, l'assistance de l'entreprise et la vente des parts d'investissement.

Au niveau de la recherche de projets, Wells a identifié trois types de recherche d'opportunités d'investissement qui sont :

- ✓ la cueillette d'informations générales qui consiste à rassembler des informations sur des domaines d'investissement potentiels plutôt que sur des projets spécifiques ;

- ✓ la recherche active des opportunités d'investissement dans des domaines spécifiques et
- ✓ la recherche active de projets référés. Dans ce cas, il s'agit de développer des relations et de maintenir des contacts réguliers avec des banques, des agences de développement, des comptables, des juristes, d'autres SCR, etc.

Selon Wells, un projet recommandé par un intermédiaire constitue un facteur décisionnel discriminatoire dans la mesure où les projets non recommandés sont rarement retenus par les SCR pour passer à la phase suivante et par conséquent, ils n'ont pas beaucoup de chance d'être financés.

La phase de sélection est synthétisée par Wells en deux grandes catégories de critères : les critères généraux et les critères spécifiques. Parmi les critères généraux appliqués par les sept SCR, il y a :

- ✓ la maîtrise du projet par l'équipe dirigeante (formation, expérience, etc. ) ;
- ✓ l'état d'avancement et de développement du plan d'affaires ;
- ✓ la propriété du projet (originalité et protection du projet par des brevets) et
- ✓ la satisfaction du groupe des investisseurs.

Parmi les critères spécifiques utilisés par les SCR, il y a :

- ✓ la taille de l'investissement ;
- ✓ le secteur d'activité de l'entreprise ;
- ✓ le stade de développement de l'entreprise ;
- ✓ la croissance potentielle de l'entreprise et
- ✓ la soumission d'une proposition écrite par l'entrepreneur.

Ensuite, les projets sont évalués selon douze critères. L'engagement managérial («*management commitment*»), le produit, le marché et les compétences en marketing représentaient les critères les plus importants lors de l'évaluation. Les deux critères industrie/technologie et liquidation étaient classés en bas de l'échelle. Les compétences en ingénierie, le plan marketing, les compétences en gestion financière, les compétences

en fabrication, les recommandations par des tiers respectés et par les autres participants au projet étaient classées au milieu de l'échelle.

Les projets font par la suite l'objet d'une investigation. Quatre SCR ont examiné en détail les références du projet, le potentiel du marché et l'état de la concurrence, l'aptitude de l'équipe entrepreneuriale à commercialiser le produit et enfin les flux monétaires. Deux SCR ont recouru à des consultants externes et la dernière SCR s'est concentrée sur l'entrepreneur et son équipe.

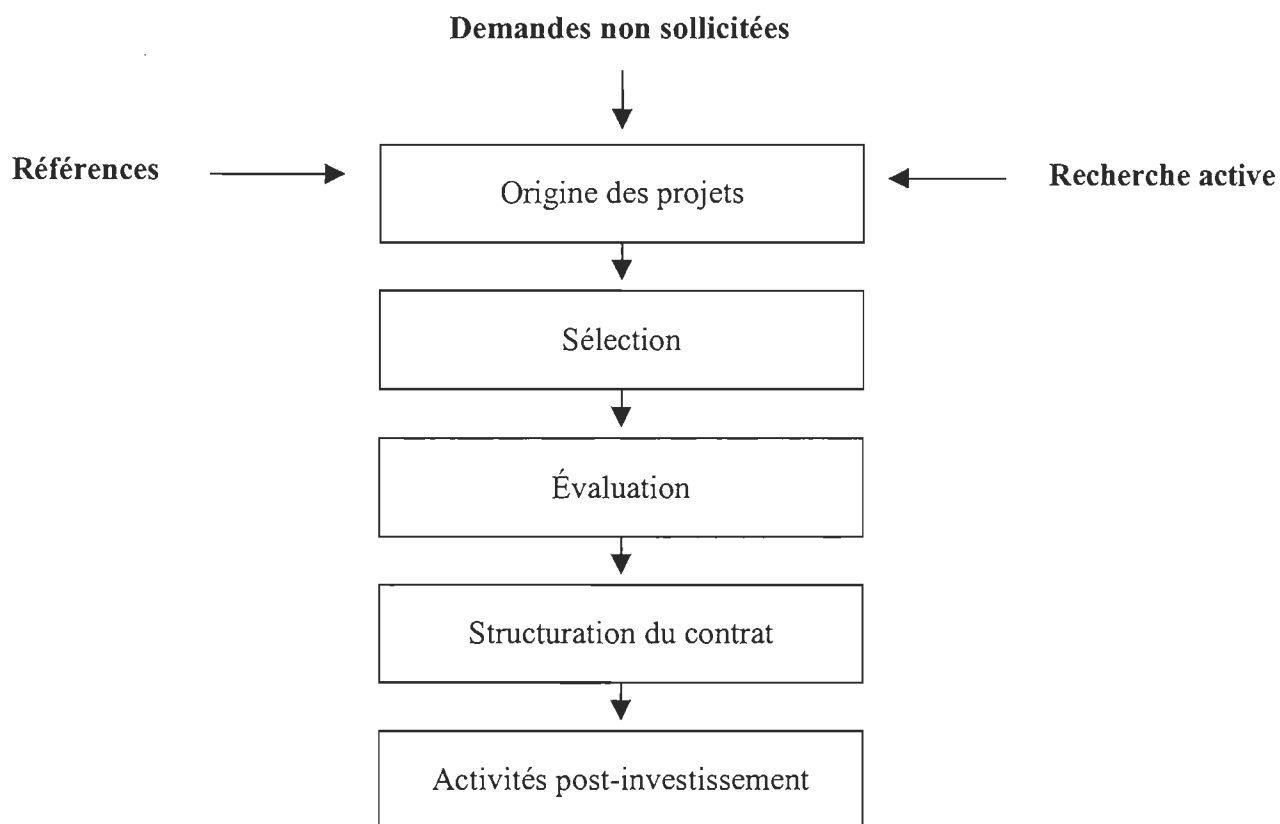
Les activités post-investissement englobent des rencontres avec le conseil d'administration de l'entreprise et du suivi du déroulement des opérations permettent aux SCR de gérer et de structurer leurs portefeuilles à la lumière des informations relatives à l'état d'évolution de leurs investissements. Les SCR passent un temps non négligeable dans les activités de conseil et d'assistance en gestion des PME. L'intérêt accordé à la liquidation de leurs portefeuilles démontre la volonté des SCR de rentabiliser leurs investissements sans mettre en péril le développement de la PME et, justifie d'autre part, leur implication dans la gestion de la PME.

Wells a constaté enfin que les SCR consacraient généralement beaucoup plus de temps aux activités post-investissement.

### **3.1.2 Le modèle de Tyebjee et Bruno (1984)**

Tyebjee et Bruno ont réalisé deux études. La première était une enquête téléphonique auprès de 46 SCR situées en Californie, au Massachusetts et au Texas. La seconde consistait en un questionnaire structuré posté à 41 SCR et traitant 90 projets d'investissement. Les résultats de leur étude sont présentés selon un processus séquentiel de cinq phases qui sont : l'origine du projets, la sélection, l'évaluation, la structuration et les activités post-investissement (voir figure 2 ci-dessous).

**Figure 2**  
**Modèle de Tyebjee et Bruno (1984)**



La première phase est l'origine du projet. C'est la phase au cours de laquelle les SCR entrent en contact avec les entrepreneurs. Tyebjee et Bruno relèvent l'existence de trois sources de demandes de financement :

- ✓ les opportunités identifiées grâce à la recherche active de la SCR (9.4% des 90 projets) ;
- ✓ les propositions non recommandées provenant spontanément des entrepreneurs : (25.6% des projets de l'échantillon) ;
- ✓ les propositions recommandées par des intermédiaires (65% des projets, dont un tiers des projets recommandés par des intermédiaires sont référés par d'autres SCR ; 40% des projets recommandés par des intermédiaires proviennent des relations personnelles et d'investissements antérieurs ; 10% des projets recommandés par des intermédiaires sont référés par des banques et le reste provient des intermédiaires en bourse).

La sélection est la deuxième phase et elle consiste en un filtrage des dossiers en vue de retenir ceux susceptibles d'être évalués ultérieurement. Les quatre critères de sélection utilisés par les SCR afin de réduire le nombre des demandes sont :

- ✓ l'adéquation entre la taille de l'investissement et la politique d'investissement de la SCR ;
- ✓ la technologie et le secteur d'activité de l'entreprise ;
- ✓ la localisation géographique de l'entreprise et
- ✓ le stade de développement de la PME.

Quant à l'évaluation, la troisième phase, les SCR procèdent à un arbitrage entre le rendement espéré et le risque perçu, basé sur une évaluation subjective du plan d'affaires et ce à l'aide de quatre critères : l'attraction du marché, la différenciation du produit, les aptitudes managériales et la résistance aux menaces environnementales. Les deux premiers critères ont une grande influence sur le TRI espéré, tandis que le niveau du risque est fortement lié aux deux derniers critères.

La quatrième phase résulte à la structuration du contrat. Lorsque le projet est considéré acceptable, il sera question de parvenir à un accord mutuel entre la SCR et l'entrepreneur. Les négociations portent principalement sur : le montant de l'investissement, le taux de participation de la SCR, la voie de sortie, les clauses incluant la prise de contrôle par la SCR, etc.

Après la signature du contrat, la SCR entame les activités post-investissement. Elle devient un collaborateur de la PME en lui fournissant plusieurs types d'informations grâce à son large réseau de relations et en l'assistant dans la gestion de ses affaires. La SCR prépare également son dessaisissement de la PME cherchant ainsi la réalisation d'une plus-value.



### 3.1.3 Le modèle de Fried et Hisrich (1988)

Fried et Hisrich (1988) ont repris le modèle de Tyebjee et Bruno (1984) en lui apportant quelques modifications. Dans ce modèle, les SCR jouent un rôle d'intermédiaire entre les investisseurs en capital de risque et les PME ayant besoin de financement. Ces auteurs se sont surtout intéressés au processus d'investissement au sein de la SCR depuis la recherche de projets, en passant par la gestion de l'investissement, jusqu'à sa liquidation. Ils proposent un modèle de processus décisionnel en sept phases qui sont : la recherche de projets, la sélection, l'évaluation, la structuration, le financement, la gestion et la liquidation (voir figure 3 ci-dessous).

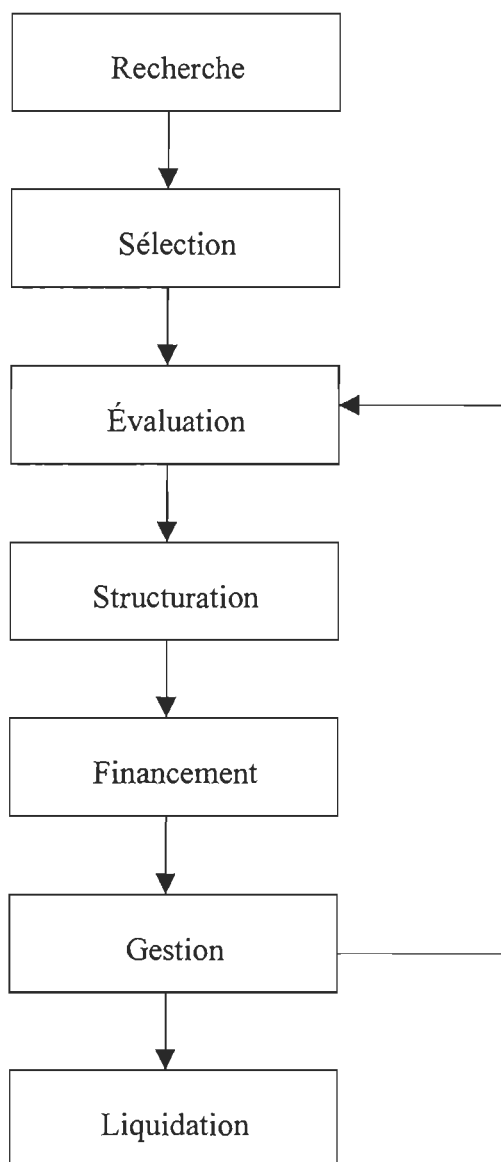
Le processus d'investissement commence par la phase de recherche de projets. Dans certains cas, la SCR est plutôt passive et laisse l'initiative à l'entrepreneur de la contacter. Dans d'autres cas, elle mène une recherche active afin de découvrir des opportunités d'investissement intéressantes.

La deuxième phase se traduit par une procédure de sélection consistant en un examen sommaire des différentes propositions à l'aide de certains critères : la taille de l'investissement, la technologie et le secteur d'activité de l'entreprise, la localisation géographique et le stade de développement. Les demandes sélectionnées sont ensuite évaluées d'une manière détaillée (la troisième phase).

Une fois la demande évaluée, la SCR structure la transaction (la quatrième phase) en fixant le type de financement, la part de la SCR dans l'entreprise et d'autres clauses contractuelles. Lorsque le projet est financé (la cinquième phase), la SCR entame la phase de gestion de l'investissement (la sixième phase) en contrôlant l'évolution de la situation, en assistant la PME de différentes manières et sur divers plans et en s'impliquant dans la gestion de celle-ci. La dernière phase du modèle concerne la liquidation de l'investissement. il y a quatre alternatives : l'introduction en bourse, l'acquisition de la PME par une autre compagnie, le rachat de la PME par ses cadres ou la faillite.

Fried et Hisrich concluent que le processus d'investissement est souvent récursif dans la mesure où, suite à un investissement initial, la SCR sera confrontée à la décision de poursuivre les investissements. Par conséquent, il sera de nouveau question de les évaluer, de les structurer, etc.

**Figure 3**  
**Modèle de Fried et Hisrich (1988)**



### 3.1.4 Le modèle de Fried et Hisrich (1994)

Fried et Hisrich (1994) ont modélisé le processus décisionnel d'investissement en capital de risque selon six phases : origine des projets, sélection spécifique, sélection générique, première étape d'évaluation, deuxième étape d'évaluation et clôture (voir figure 4 ci-dessous). Comparativement à leur modèle proposé en 1988, les auteurs considèrent outre la recherche active et les demandes non sollicitées, l'existence des dossiers recommandés au niveau de l'origine des projets. Ils suggèrent en plus le déroulement en deux étapes des phases de sélection et d'évaluation. Ils soulignent aussi que la demande d'investissement peut faire l'objet d'un refus à n'importe quelle phase du processus. Toujours selon ces auteurs, si la SCR fait face à plusieurs problèmes dans la proposition d'investissement, elle peut soit étudier davantage le dossier, soit demander des modifications majeures dans la proposition originale, soit continuer à s'impliquer dans le projet et accepter de le financer même en présence de certains soucis, ou soit rejeter catégoriquement le projet.

La première phase est l'origine des projets. Bien que les SCR attendent généralement de recevoir des propositions d'investissement de la part des PME, elles s'impliquent aussi dans le développement d'un réseau de références pouvant les aider à dénicher les bonnes opportunités. Les SCR investissent rarement dans les projets présentés directement par les PME sans aucun intermédiaire. Les projets financés sont ceux qui proviennent souvent des références comme les investisseurs en capital de risque, les banquiers (banques d'investissement et banques commerciales), les gestionnaires des PME faisant partie du portefeuille de la SCR, les consultants, les amis et les membres des familles des GCR.

Les projets recommandés ont de fortes chances de passer à la phase de sélection générique surtout si la SCR a confiance dans le jugement des références. Ceci s'explique par le fait que les références connaissent très bien la politique d'investissement de la SCR et ne lui présentent que des affaires correspondant à sa vocation.

Une minorité de SCR mènent une recherche active de projets et dans certains cas, elles aident à créer l'opportunité en développant le concept et le plan d'affaires avec un entrepreneur expert et très compétent.

Plusieurs SCR ont des critères spécifiques relatifs à la taille d'investissement, au secteur industriel, à l'emplacement géographique et au stade de développement de la PME. Cette phase de sélection, la deuxième dans le processus, élimine toutes les propositions non conformes à ces critères. La sélection spécifique consiste en un survol du plan d'affaires sans aucune analyse exhaustive.

La sélection générique est la troisième phase et elle consiste en l'analyse du projet en terme de critères génériques (concept, gestion et rendement)<sup>18</sup> et permet de rejeter plusieurs demandes qui ont passé la phase de sélection spécifique. La sélection générique est basée sur la lecture du plan d'affaires et sur les connaissances dont disposent la SCR à propos du projet concerné. Cette phase est appliquée moins rigoureusement lorsque les références sont fiables.

Fried et Hisrich soulignent que la SCR rejette beaucoup de demandes après avoir investi peu de temps dans les phases de sélections spécifique et générique.

Au niveau de la première étape d'évaluation, qui est la quatrième phase du processus, la SCR commence à rassembler plus d'informations sur le projet. Ces informations sont recueillies auprès de la PME et des sources externes, et sont par la suite comparées aux informations contenues dans le plan d'affaires. La première étape d'évaluation débute par une rencontre avec les dirigeants de la PME. Tout au long de cette étape, il y aura une série de réunions avec l'équipe managériale. Le but étant d'avoir, d'une part, plus d'informations sur le projet et d'autre part, d'évaluer l'expertise des gestionnaires, de juger leur comportement, de voir s'ils sont conscients des problèmes futurs et d'estimer leur capacité de réaction sous pression.

---

<sup>18</sup> Voir la section 2.5 portant sur les critères d'investissement.

La SCR peut aller jusqu'à demander de visiter le domicile de l'entrepreneur et de rencontrer sa femme et ses enfants afin de comprendre si l'environnement familial est stable ou chaotique. La SCR contacte aussi les consommateurs actuels et potentiels pour déterminer les raisons qui les encouragent ou qui les empêchent d'effectuer des achats auprès de la PME.

Les SCR font parfois des études de marché en recourant de temps en temps aux services de consultants externes. Cependant, cette technique n'est pas très utilisée parce que (i) la grande partie des informations nécessaires se trouvent dans le plan d'affaires, (ii) les contacts avec les clients actuels et éventuels fournissent des informations additionnelles et (iii) le marché est parfois non clairement défini.

Les SCR discutent souvent avec les gestionnaires appartenant à des PME de leur portefeuille d'investissements et particulièrement ceux dont l'entreprise œuvre dans un domaine similaire. En effet, ces PME peuvent être des clients ou des fournisseurs, actuels ou potentiels. Les SCR discutent aussi entre elles et échangent les commentaires sur les investissements. Les expériences antérieures des unes peuvent être très utiles pour les autres. Les SCR peuvent ainsi investir sous forme de syndicat en mettant en commun les ressources et en partageant les risques.

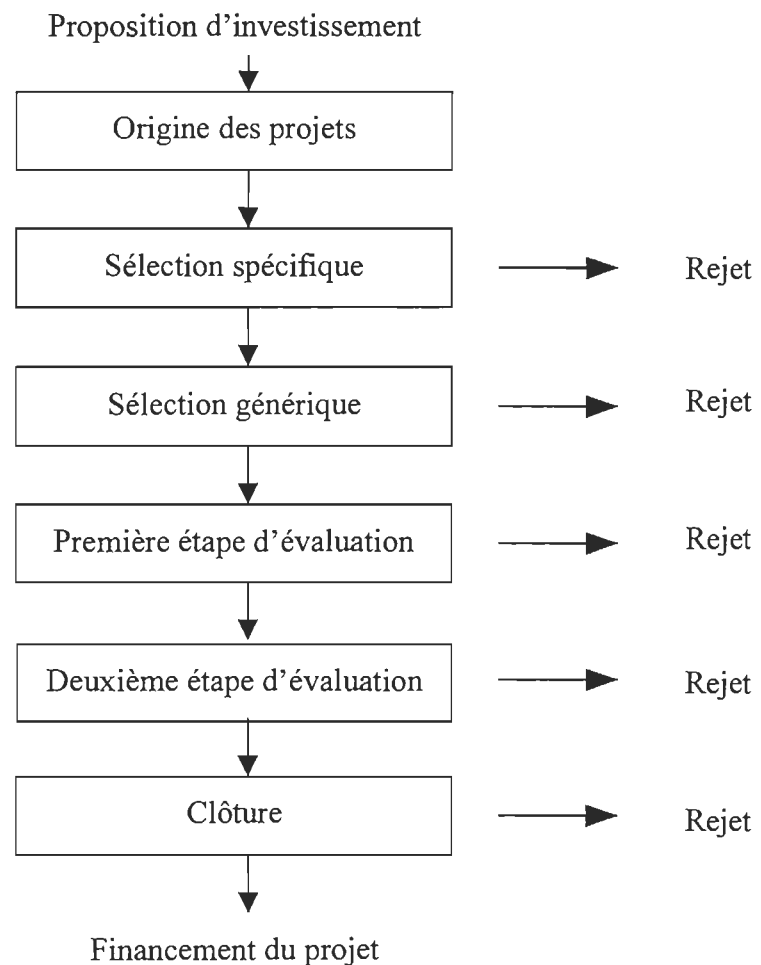
La SCR analyse les projections financières préparées par l'entrepreneur afin d'estimer la croissance potentielle, la rentabilité et de vérifier le degré de maîtrise du projet par les gestionnaires et leur niveau de réalisme. Les prévisions financières constituent une base de comparaison avec la valeur marchande des autres entreprises.

Avant d'entamer la seconde étape d'évaluation, la SCR cherche à avoir une idée approximative sur la structure de l'investissement incluant le prix, pour ne pas consacrer trop de temps à des projets qui ne seront pas financés ultérieurement à cause de leurs coûts élevés. Au cours de cette étape, les activités d'évaluation continuent avec toutefois une augmentation sensible du temps consacré au projet mais aussi un changement dans les objectifs de la SCR. En effet, lors de la première étape d'évaluation, la SCR cherchait à relever les aspects intéressants du projet. La deuxième étape consiste plutôt à

déterminer les obstacles à l'investissement et les moyens pour les surmonter. Étant donné la forte probabilité de rejet des demandes dont le prix initial est irréaliste, des investisseurs soumettent leur proposition sans mention de prix afin d'éviter d'influencer négativement les SCR lors des phases de sélection générique et de première évaluation.

Enfin, la clôture consiste en la finalisation des détails de la structuration de l'investissement et en la négociation des aspects légaux. Une fois les documents signés, la SCR procède au financement de la PME. Cependant, il n'est pas exclu que certains projets soient rejetés à cette phase.

**Figure 4**  
**Modèle de Fried et Hisrich (1994)**



### 3.1.5 Le modèle de Gardella (1997)

Gardella (1997) a présenté six aspects du processus utilisé par les SCR pour sélectionner et structurer leurs investissements qui sont : la stratégie d'investissement, les sources de projets, la sélection, l'étude approfondie («*due diligence*»), l'évaluation et la structuration de l'investissement. Ces aspects sont définis ci-dessous.

La stratégie d'investissement définit l'orientation des activités d'investissement de la SCR. Il s'agit d'une politique d'investissement interne qui tient compte du secteur industriel, du stade de développement de la PME, du montant de financement et de la région d'investissement. La stratégie d'investissement doit être assez flexible afin de saisir les nouvelles opportunités offertes par les changements du marché. Bref, la stratégie d'investissement reflète la philosophie et les objectifs fixés par la SCR.

L'effort de marketing fourni par la SCR pour déceler les projets, le deuxième aspect, lui permet d'avoir un large choix d'occasions d'affaires. La SCR peut alors se concentrer sur les projets appartenant à son domaine d'intérêts.

Il existe trois sources d'investissement pour les SCR : les références, la prospection directe et les gestionnaires des PME faisant partie de leur portefeuille. Les recommandations les plus précieuses et les plus respectées proviennent des investisseurs, des banquiers et des gestionnaires des PME financées par la SCR. Les autres sources sont les partenaires des sociétés en nom collectif, les consultants, les courtiers, les groupes de développement économique, les agences gouvernementales, les associés et les amis.

Les projets ayant pour origine les banquiers, les comptables et les avocats présentent un avantage non négligeable à la SCR. En fait, ces professionnels mènent généralement leur propre processus d'évaluation avant d'accepter d'offrir leurs services à la PME. Ainsi, une présélection externe a déjà été faite.

L'application d'une prospection proactive ou directe aide à maximiser les opportunités d'investissement. En effet, cette procédure permet à la SCR d'identifier les PME à la

recherche de financement. Les PME attractives peuvent être trouvées grâce aux contacts avec les universités, les incubateurs, les organismes de recherche, les clubs d'entrepreneuriat mais aussi à l'aide des répertoires technologiques, des publications commerciales et des conférences sur le capital de risque.

Pour attirer les entrepreneurs, les SCR doivent prouver leur présence sur le marché à travers le positionnement sur un créneau particulier et par le déploiement d'un marketing stratégique considérable comme la production et la distribution de brochures, des bulletins d'information, la création de logos spécifiques, la publication d'articles dans les journaux ou les revues de commerce, et l'utilisation des logiciels et de nouvelles technologies de l'information (courrier électronique, sites web, etc.).

Le but de la sélection, le troisième aspect, est d'identifier rapidement les opportunités, de comprendre les facteurs de risque de l'investissement et d'estimer le rendement potentiel. L'objectif central est de vérifier si le projet correspond à la stratégie ou à la vocation générale de la SCR. Une attention particulière est accordée aux sources ayant recommandé de bons projets dans le passé.

La sélection se fait selon quatre critères. D'abord, le projet est examiné en fonction de son stade de développement. Ensuite, il est analysé selon sa localisation. En effet, certaines SCR s'intéressent à des activités régionales alors que d'autres optent pour les opérations nationales ou internationales. En troisième lieu, il s'agit de voir si la PME œuvre dans l'un des domaines d'intérêts de la SCR. Enfin, la SCR essaie d'identifier le potentiel du projet en terme de compétences des gestionnaires de la PME, des capacités de croissance de la PME, de l'horizon d'investissement et du moyen de sortie potentiellement rentable.

Le quatrième aspect est l'étude approfondie (*«due diligence»*) et elle peut durer de 4 à 12 semaines. Selon la complexité du projet, un ou deux partenaires peuvent être impliqués. L'étude approfondie du projet constitue le début de la relation entre la SCR et l'équipe dirigeante de la PME. L'aspect le plus important dans cette relation est la complémentarité des objectifs quant au développement de la PME.



La SCR peut recourir à plusieurs méthodes pour évaluer la PME (cinquième aspect). Cependant, les deux méthodes les plus utilisées dans le domaine du capital de risque sont l'évaluation selon des entreprises comparables et l'évaluation selon les scénarios multiples. Plusieurs mesures sont intégrées dans la phase d'évaluation. D'abord, la rentabilité espérée est définie par le TRI basé sur les objectifs d'investissement et les risques assumés. L'évaluation des risques est très délicate à quantifier à l'instar du risque lié à la mauvaise gestion. Les autres variables pouvant affecter l'évaluation sont : le stade de développement de la PME, son historique financier, la liquidité et l'horizon de l'investissement, les industries comparables, le degré d'influence exercé dans le futur par la SCR et la voie de sortie.

Le sixième et dernier aspect du modèle de Gardella est la structuration de l'investissement. Cette dernière permet d'encadrer les objectifs de la SCR et ceux de la PME. Les documents relatifs au contrat d'option sur titres, la convention d'actionnaires, les options d'achat des titres, etc. caractérisent le début de cette phase. La structuration de l'investissement doit permettre d'aboutir à un équilibre entre les rendements escomptés et les risques assumés. Toutes les SCR possèdent une philosophie générale d'investissement : la structure d'investissement doit être flexible, doit permettre d'entretenir de bonnes relations avec la PME et générer le maximum de rendement aux investisseurs avec le minimum de risque encouru.

La SCR veut avoir une influence stratégique sur la PME à travers sa présence au conseil d'administration. En effet, la SCR cherche à réaliser une plus-value en capital et doit mettre en place des mécanismes adéquats pour s'assurer que l'équipe managériale partage ce même objectif.

Le choix de la forme de financement est l'élément fondamental de la structuration de l'investissement. À cet égard, le financement peut prendre différentes formes en fonction du stade de développement de la PME. Ainsi, la participation de la SCR peut être sous forme d'actions ordinaires ou d'actions privilégiées (participantes ou cumulatives) ou de dettes, ou bien d'une combinaison entre ces trois formes de financement.

### **3.1.6 Le modèle de Riding et Orser (1997)**

Une opération d'investissement en capital de risque exige de la patience et de la persévérance dans la mesure où elle peut durer plusieurs mois depuis la réception du dossier jusqu'à la signature du contrat. En cherchant à répondre à la question «comment les SCR prennent leurs décisions d'investissement», Riding et Orser (1997) ont pu schématiser le processus décisionnel en une séquence de sept phases.

#### Phase 1 : l'initiation de l'affaire

Le premier contact se fait soit par la soumission des dirigeants de l'entreprise d'une demande d'investissement par la poste, soit par un appel téléphonique de la part de la PME ou d'autres institutions (banques, clients, avocats, comptables, intermédiaires financiers, investisseurs informels, etc.) qui la recommandent à la SCR. L'origine de l'affaire peut aussi être le résultat d'une recherche active des opportunités d'investissement existant dans les foires et les expositions organisées par les universités, les municipalités ou les agences locales de développement économique. Dans ce cas, les projets ciblés ont une très forte chance d'être financés.

#### Phase 2 : la sélection

La sélection se déroule en deux étapes. La première étape est une sélection spécifique qui consiste en une lecture rapide du plan d'affaires pour voir si le projet correspond à la politique d'investissement fixée par la SCR (secteur d'activité, stade de développement, taille de l'investissement, etc.). La seconde étape consiste en une sélection générique ayant pour but la vérification du contenu du plan d'affaires. La SCR exige une évaluation réaliste de la PME, une prévision financière des coûts et des revenus, des informations commerciales fiables, des recommandations à propos des capacités managériales des dirigeants, des données et antécédents historiques de la PME et des dirigeants, des indications sur les moyens rentables de sortie et une opportunité de réaliser des bons rendements. Au cours de cette étape, la SCR décide si elle va continuer ou renoncer à l'étude du dossier.

### Phase 3 : l'évaluation

La SCR fait une analyse détaillée de la PME à travers une révision exhaustive du plan d'affaires et des documents qui l'accompagnent. Elle organise aussi des rencontres avec l'équipe dirigeante. Lors de cette phase, la SCR cherche à évaluer le concept, l'équipe dirigeante et la rentabilité.

### Phase 4 : l'étude approfondie ou l'examen critique («due diligence»)

L'étude approfondie n'est rien d'autre que le prolongement de la phase précédente. Il s'agit de la seconde étape d'évaluation. En effet, à la suite des résultats prometteurs de la phase 3, la SCR entame une étude plus formelle caractérisée par des études de marché, des consultations avec des tiers (clients, fournisseurs, institutions financières, avocats, comptables, etc.) et des contacts avec les références. L'examen critique permet à la SCR de s'assurer que :

- ✓ la PME possède une stratégie de marketing viable ;
- ✓ l'opportunité d'investissement présente une croissance significative des revenus, des gains et des flux monétaires ;
- ✓ l'équipe dirigeante dispose de bonnes aptitudes managériales et d'une expertise rassurante ;
- ✓ l'équipe dirigeante est prête à renoncer à une partie du contrôle de la PME en échange d'actions permettant à la SCR d'intervenir dans les décisions stratégiques et
- ✓ la voie de sortie est potentiellement rentable.

L'étude approfondie est très coûteuse pour la SCR étant donné qu'elle exige le recours aux services de certains professionnels. Les SCR préfèrent donc les gros investissements susceptibles de générer plus de profits pour compenser les coûts fixes liés à cette phase. Au terme de l'étude approfondie, la SCR établit les grandes lignes du contrat.

### Phase 5 : la négociation

Durant cette phase, la SCR et l'équipe dirigeante entament des discussions afin d'aboutir à une entente commune. Les principaux thèmes abordés sont : l'évaluation financière de la PME, les rendements espérés, la forme de l'investissement,

l'implication de la SCR, la forme et la fréquence des rapports financiers, la rémunération et les avantages accordés à l'équipe dirigeante et aux gestionnaires.

#### Phase 6 : les activités post-investissement

L'attention portée à la croissance et au rendement peut conduire à des conflits entre la SCR et la PME. En fait, les dirigeants ont besoin d'argent pour subvenir à leurs dépenses personnelles, tandis que la SCR veut réinvestir les bénéfices pour soutenir la croissance de la PME. Lors de cette phase, la SCR surveille et contrôle les activités de la PME (accès aux rapports financiers, restrictions sur les salaires des dirigeants, restrictions sur le transfert et la revente des actions, etc.). La SCR peut en outre intervenir dans la prise de décisions importantes telles que le contrôle des coûts, l'apport de fonds provenant d'autres institutions financières, la nomination et le recrutement des directeurs et des cadres supérieurs, et l'introduction de nouveaux produits. Toutefois, la SCR ne s'intéresse que rarement aux décisions courantes comme l'embauche de personnel, la publicité et le prix du produit.

#### Phase 7 : la sortie

C'est une phase cruciale du processus d'investissement dans la mesure où elle entraîne des conséquences sur les deux parties. En effet, la SCR veut choisir l'alternative la plus rentable pour elle, alors que les propriétaires-dirigeants veulent souvent racheter la part de la SCR pour reprendre le contrôle de l'entreprise. Cependant, le contrat d'investissement spécifie habituellement des clauses satisfaisant à la fois les deux acteurs.

Dans son ensemble, les études présentées discutent des activités pré-investissement regroupant la recherche de projets, la sélection, l'évaluation et la structuration du projet, et des activités post-investissement regroupant les différentes formes d'implication des SCR dans la gestion des PME financées. Le tableau 17 ci-dessous récapitule tous les modèles que nous avons déjà étudiés.

**Tableau 17**  
**Récapitulation des études sur les différentes phases du processus décisionnel**  
**d'investissement en capital de risque**

<b>Wells (1974)</b>	<b>Tyebjee et Bruno (1984)</b>	<b>Fried et Hisrich (1988)</b>	<b>Fried et Hisrich (1994)</b>	<b>Gardella (1997)</b>	<b>Riding et Orser (1997)</b>
				Stratégie d'investissement	
Recherche des projets	Origine des projets	Recherche des projets	Origine des projets	Sources de projets	Initiation
Sélection	Sélection	Sélection	Sélection spécifique	Sélection	Sélection spécifique
			Sélection générique	Étude approfondie	Sélection générique
Évaluation et investigation	Évaluation	Évaluation	1 <sup>ère</sup> étape d'évaluation	Évaluation	Évaluation
			2 <sup>ème</sup> étape d'évaluation		Étude approfondie
	Structuration	Structuration	Clôture	Structuration	Négociation
		Financement			
Activités post-investissement	Activités post-investissement	Gestion			Activités post-investissement
		Liquidation			Sortie

Il s'avère que ces modèles présentent beaucoup de ressemblances au niveau de la séquence des phases du processus décisionnel mais montrent également certaines différences notables. En ce qui concerne l'origine des projets, seuls les modèles de Tyebjee et Bruno (1984), de Fried et Hisrich (1994) et de Riding et Orser (1997) ont mentionné l'existence de trois sources de projets qui sont : la recherche proactive, les références et les demandes non sollicitées. Pour ce qui est de la phase de sélection, seules les études de Fried et Hisrich (1994) et de Riding et Orser (1997) indiquent qu'elle se réalise en deux étapes : la sélection spécifique et la sélection générique. Le modèle de Fried et Hisrich (1994) est l'unique à spécifier le déroulement de la phase d'évaluation en deux étapes. Cependant, les modèles de Gardella (1997) et de Riding et Orser (1997) proposent l'étude approfondie comme une étape d'évaluation en la

considérant respectivement en amont et en aval de cette phase. L'évolution des modèles suggère une phase de structuration qui constitue un relais entre les activités pré-investissement et post-investissement. Cette phase n'a pas été envisagée dans le modèle de Wells (1974). Toujours au niveau des activités pré-investissement, le modèle de Gardella (1997), à l'encontre des autres modèles, propose une phase de stratégie d'investissement qui précède l'origine des projets.

Les activités post-investissement n'ont pas été traitées dans les modèles de Fried et Hisrich (1994) et de Gardella (1997).

Par ailleurs, Fried et Hisrich (1988) ont été les seuls à souligner la possibilité de récursivité du processus décisionnel en cas d'une nouvelle ronde d'investissement. De plus, le modèle de Fried et Hisrich (1994) a été le seul modèle à proposer le scénario de rejet de la demande d'investissement au cours des différentes phases pré-investissement. Cependant aucun modèle n'a soulevé la possibilité de resoumission à la SCR des dossiers rejetés et la possibilité de dessaisissement avant terme de l'investissement.

### **3.2 Objectifs de recherche**

Comme il a été précédemment dit, notre recherche poursuit trois objectifs :

1. développer à partir d'une recension de la littérature, un modèle décrivant le processus décisionnel des SCR en matière d'investissement ;
2. valider ce modèle auprès de SCR québécoises et
3. déterminer l'influence de la structure de propriété sur le processus décisionnel d'investissement.

En ce qui concerne notre premier objectif, la conception de notre modèle décrivant le processus décisionnel intégrera toutes les notions survolées lors de notre recension des différents aspects du marché de capital de risque. Le modèle proposé fera ensuite l'objet d'une comparaison avec le processus décisionnel d'investissement tel qu'il est appliqué par des SCR québécoises. Enfin, nous chercherons à préciser si les différences dans la structure de propriété (provenance des capitaux et lois de constitution) des SCR

conditionnent leur mission, qui à leur tour, les amènent à adopter une politique d'investissement particulière, et par conséquent, à poursuivre leur propre processus décisionnel d'investissement.

### **3.3 Proposition d'un modèle théorique de processus décisionnel d'investissement en capital de risque**

Avant de détailler notre modèle de processus décisionnel, mentionnons que dans ce cadre, la politique d'investissement d'une SCR comporte quatre volets : les critères spécifiques d'investissement (secteur d'activité et stade de développement de la PME, taille et horizon d'investissement, et localisation géographique de la PME), la stratégie d'investissement (le degré de participation ou d'actionnariat dans les PME financées, la syndication et la technique de répartition du risque du portefeuille d'investissement), l'objectif d'investissement (le TRI escompté) et les critères génériques d'investissement (les qualités de l'équipe dirigeante, les caractéristiques du couple produit/marché et les considérations financières).

En s'inspirant des modèles analysés, nous avons élaboré un modèle complet de processus décisionnel d'investissement en capital de risque (voir figure 5 ci-dessous) qui sera présenté dans les paragraphes qui suivent.

Notre modèle, comme ses prédécesseurs, se compose de plusieurs phases. En amont de ce processus, nous trouvons des activités pré-investissement englobant toutes les phases précédant la prise de décision finale. Il s'agit des phases d'origine des projets (recherche proactive, demandes référées et demandes non sollicitées en provenance des entrepreneurs), de sélection des dossiers (sélection spécifique et sélection générique), d'évaluation des demandes d'investissement (analyse préliminaire et étude approfondie) et de structuration des projets (établissement des clauses contractuelles et négociations du contrat d'investissement). En aval, c'est-à-dire une fois que la décision d'investissement est prise et que la transaction est clôturée (après la signature du contrat), il y a les activités post-investissement. Elles reflètent la relation entre les GCR et les dirigeants de l'entreprise, et se traduisent d'une part, par les différentes formes d'implication des SCR et leur valeur ajoutée aux PME de leur portefeuille (gestion,

financement et assistance), et d'autre part, par la procédure de dessaisissement de l'investissement (stratégie de sortie).

De plus, le processus décisionnel n'est pas lié uniquement à la prise d'une décision favorable ou défavorable d'investissement. En effet, avant que les dossiers ne soient disponibles aux GCR, ceux-ci se trouvent contraints, en fonction de leur mission et de leur politique d'investissement, à se décider en ce qui concerne les sources de leurs projets (la SCR elle-même, les PME ou les références). Si l'origine de la demande d'investissement concorde avec la stratégie de recherche privilégiée de projets de la SCR, cela pourrait réduire la durée du processus. En outre, même après la décision d'investir (les activités post-investissement), les GCR font face à des situations où ils seront obligés de se prononcer sur les perspectives de leurs participations. Ils ont à décider de la manière de valoriser la PME et de suivre son évolution, des mécanismes de contrôle des dirigeants, du degré de leur intervention, des rondes d'investissement supplémentaires, des alternatives de syndication, de la liquidation avant terme de la participation, des stratégies de sortie, etc.

Au niveau des activités pré-investissement, le dossier peut être retenu à la fin de chaque phase, pour passer ensuite à la phase subséquente. Il peut aussi être rejeté à la fin des étapes de chaque phase du processus. Toutefois, contrairement au modèle de Fried et Hisrich (1994), notre modèle considère la possibilité de réacheminement des demandes d'investissement rejetées et stipule que le rejet n'est pas tout le temps définitif. En effet, à part l'étape de sélection spécifique (la première étape de prise de décision une fois que le dossier est entre les mains des GCR) et l'étape de négociations lors de la phase de structuration (dernière étape avant la prise de décision finale d'investissement), où le rejet est total, au cours des autres étapes du processus, le rejet peut être total ou partiel selon les motifs de refus de la demande d'investissement. Si le rejet est partiel, le dossier conserve ses chances d'être de nouveau sélectionné et réévalué. Il refera cependant le même cheminement que n'importe quelle demande d'investissement, sauf que ce sera plus rapide étant donné que les GCR avaient déjà une idée sur le dossier initial.



Au niveau des activités post-investissement, s'il y a des conflits entre les GCR et les dirigeants de la PME, il y aura possibilité de liquidation prématurée de l'investissement dans le cas où les deux parties ne se sont pas parvenues à un consensus. Si la collaboration est excellente entre les GCR et les dirigeants, l'investissement prendra fin à l'échéance prévue et selon la stratégie de sortie spécifiée par le contrat d'investissement. La SCR peut aussi, en accord avec la PME, se dessaisir de sa participation avant terme pour le bénéfice des deux parties, sans nécessairement qu'il y ait conflit.

En résumé, notre modèle est le premier à inclure la possibilité de réacheminement pour un nouveau traitement des dossiers non définitivement rejetés lors des phases de sélection et d'évaluation, et la possibilité de dessaisissement avant terme de l'investissement.

### **3.3.1 Les activités pré-investissement**

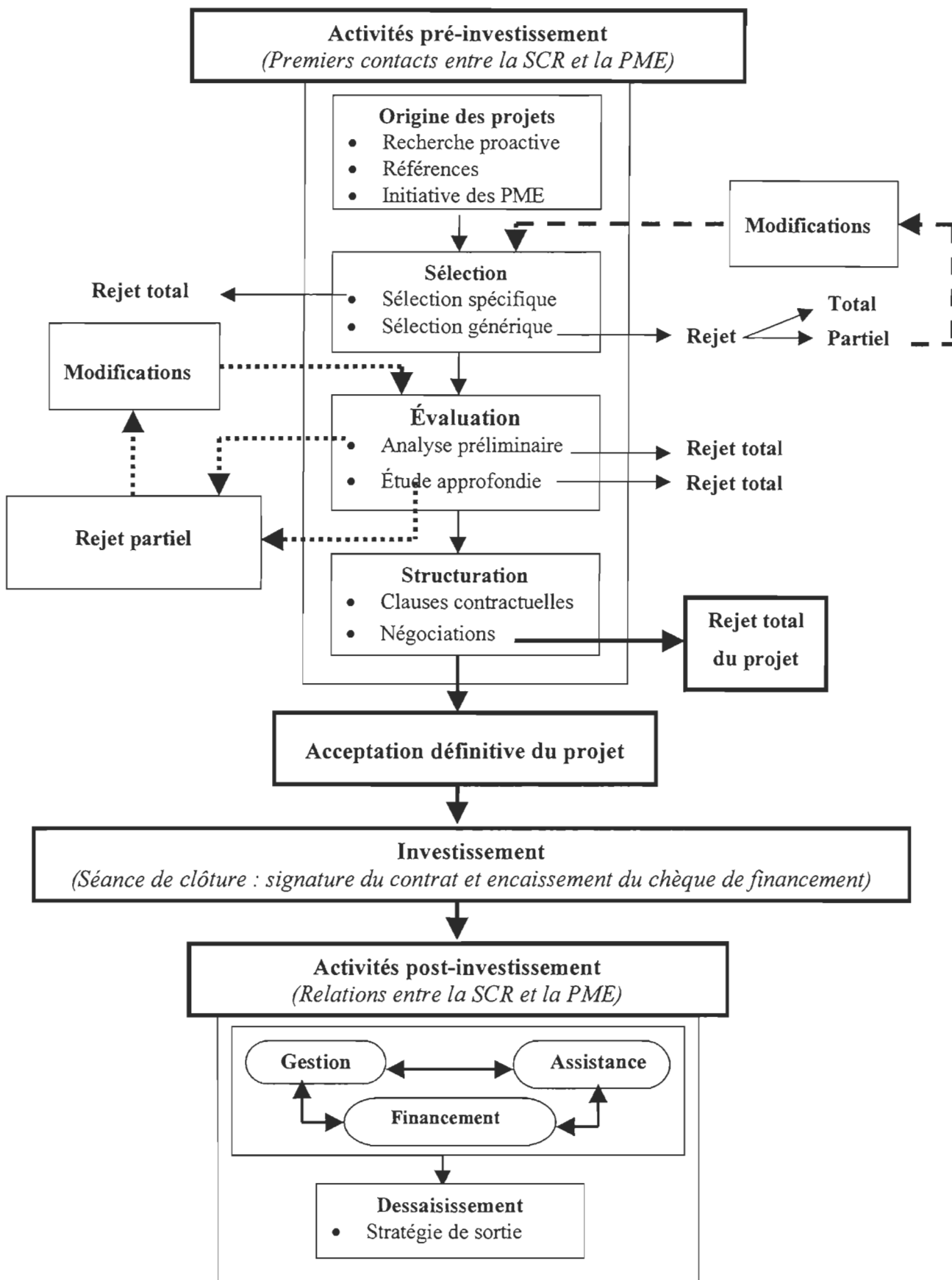
Les activités pré-investissement englobent toutes les phases menant à la prise de décision finale d'investissement. Il est question des phases d'origine des projets, de sélection, d'évaluation et de structuration. Les paragraphes suivant décrivent chacune de ces quatre phases pré-investissement.

#### **3.3.1.1 L'origine des projets**

La première phase du processus décisionnel d'investissement en capital de risque consiste en la recherche des opportunités d'investissement. La méthode de recherche des projets peut varier selon la stratégie d'investissement de la SCR et des moyens dont elle dispose. Dans ce contexte, la SCR peut opter pour une recherche proactive des opportunités d'affaires dans le but de faire face à la forte concurrence dans le secteur du capital de risque et dénicher ainsi une excellente opportunité avant les autres SCR. En comptant sur sa différenciation et sa spécialisation, la SCR peut se contenter d'attendre les demandes d'investissement provenant des PME en leur laissant l'initiative du premier contact. La SCR peut aussi se fier à son propre réseau de références qui, sachant sa philosophie d'investissement, lui signale l'existence de certains projets très intéressants.

Figure 5

Les différentes phases du processus décisionnel d'investissement en capital de risque



### **3.3.1.2 La sélection**

Une fois que les demandes d'investissement sont entre les mains des GCR, ceux-ci entament la phase de sélection des projets qui se déroule en deux étapes qui sont : la sélection spécifique et la sélection générique. Dans un premier temps, les GCR optent pour le filtrage des demandes de financement rentrant dans le cadre de la mission de leur SCR, faisant part de sa stratégie d'investissement, respectant son objectif de rendement et se conformant à ses critères de sélection spécifiques. Cette première étape de la phase de sélection est surtout déterminée par la spécialisation de la SCR selon le stade de développement, le secteur d'activité, la localisation géographique de la PME, et la taille d'investissement.

Après avoir rejeté définitivement les demandes ne répondant pas à la mission, à la stratégie, aux objectifs et aux critères spécifiques d'investissement de la SCR, les GCR vérifient sommairement l'adéquation du plan d'affaires des projets à leurs propres critères génériques d'investissement tels que les caractéristiques de l'équipe managériale, les caractéristiques du couple produit/marché et les considérations financières. Certaines demandes ayant franchi le cap de la sélection spécifique peuvent être rejetées à la suite de la sélection générique. Toutefois, l'équipe dirigeante peut revoir ses points faibles en fonction des critères utilisés par la SCR pour que son projet soit sélectionné ultérieurement suite à une nouvelle demande d'investissement.

### **3.3.1.3 L'évaluation**

Après avoir retenu les demandes d'investissement répondant à la fois à la mission et à la politique d'investissement de la SCR, les GCR se concentrent sur l'estimation du potentiel du projet. Cette phase se déroule en deux étapes : l'analyse préliminaire et l'étude approfondie.

#### **a) L'analyse préliminaire**

Lors de cette première étape d'évaluation, les GCR commencent à rassembler d'autres informations sur le projet, auprès de la PME et de sources externes, pour les comparer aux informations contenues dans le plan d'affaires. Durant cette étape, les GCR cherchent à relever les aspects intéressants du projet afin d'avoir une idée approximative

sur la structure et le coût de l'investissement pour ne pas gaspiller leur effort et allouer trop de temps à des projets qui seront irréalisables. Cette étape est marquée par quelques réunions avec l'équipe dirigeante afin d'évaluer le degré de compétence et d'expertise des dirigeants, et de juger leur comportement et leur réalisme. À la fin de cette étape, le projet peut faire l'objet d'un rejet total si les GCR ne constatent aucune valeur ajoutée dans cet investissement ou d'un rejet partiel si les GCR jugent que certains éléments pertinents font défaut ou que certains critères ne sont pas respectés. Dans ce cas, ils peuvent ultérieurement retenir le dossier pour un examen plus détaillé à condition que l'équipe dirigeante montre son aptitude et prouve sa volonté à améliorer le contenu de son plan d'affaires.

**b) L'étude approfondie («due diligence»)**

Si le projet n'est toujours pas rejeté suite à l'analyse préliminaire, les GCR entament une étude approfondie («due diligence») qui constitue un enchaînement à la première évaluation et qui se fait d'une manière plus exhaustive que la première. Lors de cette étape, les GCR consacrent beaucoup plus de temps au projet en menant un examen critique plus formel et plus technique des critères génériques d'investissement. Le but est de remettre en question certaines données afin de relever les problèmes latents pouvant entraver le bon déroulement de l'investissement et de prévoir les scénarios possibles pour y remédier. Les GCR tiennent aussi compte de l'historique de la PME, de son stade de développement, des entreprises du même secteur, des flux monétaires potentiels, de l'horizon d'investissement, de la stratégie de sortie, etc.

Les GCR analysent les projections financières pour estimer la croissance potentielle et la rentabilité. Ils tentent généralement de faire un arbitrage entre le rendement espéré et le risque perçu. Les GCR contactent en outre les clients, les fournisseurs, les institutions financières, les avocats et les comptables avec lesquels la PME fait affaire pour savoir précisément la qualité de ses relations de travail et la nature de son positionnement sur le marché. Les GCR peuvent estimer suite à leur étude approfondie, que le projet ne présente pas d'atouts majeurs pour la SCR et par conséquent, la demande d'investissement sera définitivement rejetée. Toutefois, si le projet est prometteur mais qu'il présente quelques défaillances, les GCR sont prêts à l'accepter à condition qu'il fasse l'objet de certaines modifications nécessaires pour combler les lacunes existantes.

Dans ce cas, le projet sera réévalué de nouveau avant de passer à la phase de structuration.

#### **3.3.1.4 La structuration de l'investissement**

Si l'évaluation du projet est jugée satisfaisante par les GCR, ces derniers entament des discussions avec l'équipe dirigeante de la PME pour mieux encadrer leurs objectifs réciproques. Le point essentiel de cette phase réside dans la finalisation de certaines clauses contractuelles et dans la négociation des aspects légaux, juridiques et financiers du projet. Les négociations portent principalement sur le coût de l'investissement, la forme de financement, l'implication de la SCR, la voie de sortie, la prise de contrôle par la SCR et la rémunération de l'équipe dirigeante. Le but fondamental est de réduire le risque relié aux problèmes d'agence et d'asymétrie d'information pouvant altérer la relation entre la SCR et la PME.

À l'issue de cette phase, la SCR peut approuver définitivement le projet ou le rejeter totalement. Lorsqu'il y a un conflit d'intérêt entre la SCR et la PME, et que les dirigeants de l'entreprise adoptent une position rigide et n'acceptent pas de faire des concessions, le projet sera tout simplement rejeté. Dans le cas où les objectifs de la SCR et ceux de la PME sont compatibles, les GCR et les dirigeants de l'entreprise parviendront à un accord mutuel concernant les modalités de structuration de l'investissement. Ceci signifie que le projet est accepté d'une manière sans équivoque permettant à la SCR et à la PME de clôturer la transaction par la signature d'un contrat synallagmatique d'investissement synonyme d'un passage à une nouvelle phase du processus décisionnel, à savoir les activités post-investissement.

#### **3.3.2 Les activités post-investissement**

Selon sa mission et sa politique d'investissement, la SCR entretient une relation particulière avec la PME qu'elle finance. Cette relation suppose normalement une collaboration étroite entre les deux acteurs basée sur la transparence, la confiance et l'assistance que peuvent apporter les GCR aux dirigeants de la PME. Le degré d'implication de la SCR dans la gestion des activités de la PME dépend de la mission et de la politique d'investissement de la SCR, et de l'importance du projet. L'aspect

financier constitue aussi un volet capital pour la SCR puisque cette dernière injecte les fonds nécessaires au développement de la PME selon un programme préalablement spécifié et cherche à mobiliser des capitaux externes (rondes additionnelles de financement) pour répondre aux nouveaux besoins financiers de l'entreprise. Les GCR préparent aussi une stratégie de sortie pour se dessaisir de l'investissement, en tenant compte de l'importance des conséquences sur la SCR et sur la PME qui peuvent en résulter. Au cas où la voie de sortie n'aurait pas été spécifiée dans le contrat, la SCR essaiera de s'ajuster en fonction de la situation de la PME pour choisir au moment adéquat, le mécanisme de sortie le plus favorable et le plus compatible avec sa mission et sa politique d'investissement.

Cette période post-investissement peut être caractérisée par des conflits d'intérêts entre la SCR et la PME à cause de la divergence des visions concernant certaines pratiques qui déplaisent à l'une ou à l'autre des parties. Si ces problèmes nuisent au bon déroulement de l'investissement et menacent sa rentabilité, les GCR liquideront prématurément leur participation (en essayant de récupérer au moins leur mise de fonds).

## CHAPITRE 4

### MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE ET PRÉSENTATION DES RÉSULTATS

Dans ce chapitre, nous allons décrire l'approche suivie afin d'atteindre nos objectifs de recherche. Il sera question dans un premier temps de présenter notre cadre méthodologique. Ensuite, nous exposerons et nous interpréterons les résultats de notre étude.

#### 4.1 Méthodologie de recherche

Il s'agit de préciser le type d'étude à faire, l'instrument de mesure utilisé pour recueillir les informations primaires, l'échantillonnage choisi dans le cadre de notre étude et la méthode de collecte des données pour fin d'analyse. Bref, l'approche méthodologique à poursuivre tentera d'apporter des éléments de réponses à nos deux derniers objectifs de recherche.

##### 4.1.1 Type d'étude

Étant donné que nos objectifs de recherche sont du type descriptif et qualitatif, l'approche à suivre pour recueillir nos informations primaires prendra la forme d'une étude de cas. À ce chapitre, des entrevues en profondeur semi-structurées ont été préconisées.

##### 4.1.2 Instrument de mesure

L'outil de mesure est un questionnaire constitué d'une centaine de questions exclusivement ouvertes dans le but d'obtenir le plus d'informations possibles de la part des répondants. Le questionnaire contient aussi quelques questions conditionnelles permettant de filtrer les réponses, de concentrer l'effort du répondant sur les points essentiels et ne pas s'attarder sur des éléments non pertinents. Le questionnaire est présenté à l'annexe.

Le questionnaire comporte plusieurs parties et sa structure reflète notre modèle théorique et couvre ses principales phases. En plus, des questions ont été posées au début et à la fin des entrevues afin de faire l'analogie avec les différentes phases de notre modèle de processus décisionnel d'investissement en capital de risque et celui réellement appliqué par les SCR étudiées, et afin de compléter les informations déjà obtenues au cours des entrevues. Les autres parties du questionnaire décrivent en profondeur les différents aspects de chacune des phases du processus, à savoir : les activités pré-investissement (origine des projets, sélection, évaluation et structuration) et les activités post-investissement.

#### **4.1.3 Échantillonnage**

En fonction des objectifs de cette recherche et de sa nature qualitative, nous avons choisi un échantillon de trois SCR situées au Québec, dont deux sont privées et une est hybride, afin de déterminer le processus décisionnel typique d'une SCR et afin d'évaluer l'influence du type de propriété sur le processus décisionnel d'investissement en capital de risque. Le petit nombre de SCR à étudier s'explique d'une part, par la non disponibilité des GCR et la crainte de divulgation d'information à caractère confidentiel, et d'autre part, par notre volonté de faire une analyse exhaustive du processus de décision de ces SCR.

#### **4.1.4 Collecte des données**

L'interprétation des résultats se fera à l'aide des informations recueillies lors des entrevues et des données provenant de brochures fournies par les répondants. Les entrevues ont été réalisées aux sièges sociaux des trois SCR, avec des personnes s'impliquant directement dans les différentes phases du processus décisionnel d'investissement. Ainsi, la première entrevue a été faite avec monsieur Pierre Giroux, directeur général (DG) de Gestion Capital de développement 04 inc. et a duré presque 3 heures 30 minutes. La deuxième entrevue a été réalisée avec monsieur Donald Lefebvre, conseiller financier du Fonds régional de solidarité Mauricie-Bois-Francs et a duré presque 3 heures 15 minutes. La troisième entrevue a été effectuée avec monsieur Jean-Pierre Chartrand, vice-président de Gestion Devacap inc. et a duré 2 heures.



À la fin des entrevues, nous avons montré notre modèle de processus décisionnel d'investissement en capital de risque aux répondants. Nous avons attendu à la fin de l'entrevue pour ne pas biaiser les réponses des participants et pour pouvoir bénéficier de leurs suggestions.

Des contacts téléphoniques ont été faits après les rencontres avec les participants en vue de clarifier certains points soulevés durant les entrevues et d'obtenir des renseignements supplémentaires.

## **4.2 Présentation des résultats**

En se basant principalement sur les informations recueillies, nous traiterons d'abord le processus décisionnel d'investissement de chaque SCR, puis nous ferons une analyse comparative de ces SCR afin de relever les similitudes et les divergences au niveau des différentes étapes du processus décisionnel d'investissement étudié. Enfin, nous verrons comment ces entrevues ont enrichi notre modèle théorique.

### **4.2.1 Étude de cas # 1 : Investissements Mauricie-Bois-Francis-Drummond**

Investissements Mauricie-Bois-Francis-Drummond (IMBFD) est une société en commandite, créée en février 1989 et dont la durée de vie s'étale jusqu'en février 2001, soit 12 ans dont 7 ans d'investissements et 5 ans de dessaisissements.

IMBFD est un fonds privé dont les principaux investisseurs (commanditaires) sont : la Caisse de dépôt et placement du Québec ou CDPQ (40%), le Fonds de solidarité des travailleurs et des travailleuses du Québec ou FSTQ (16,44%), la Banque nationale du Canada (10,96%), Investissement Desjardins (10,96%) et la compagnie mutuelle d'assurance Union-vie (10,96%). Les régimes de pension des employés des villes de Trois-Rivières (2,48%), de Cap-de-la-Madeleine (1,64%), de Shawinigan (1,64%), de Victoriaville (1,64%), de Drummondville (1,64%) et la société Gestion Capital de développement 04 inc. (1,64%) constituent le reste des investisseurs. La société Gestion Capital de développement 04 inc. (Gestion Capital) est le gestionnaire ou le commandité d'IMBFD.

Le mode de fonctionnement de Gestion Capital reflète son adoption de la philosophie d'investissement et des plans d'actions d'IMBFD. En fonction de son mandat de commandité pour IMBFD, la mission de Gestion Capital consiste à optimiser la valeur des participations de la société en commandite (IMBFD) de telle sorte que le TRI soit le plus élevé possible pour les commanditaires. Dans ce contexte, Gestion Capital cherche à participer activement au développement économique de la région 04, à contribuer à la création d'emplois et à réaliser des investissements dans les PME à fort potentiel de croissance, tout en maximisant le rendement de l'investissement des commanditaires.

La politique d'investissement d'IMBFD consiste à effectuer des investissements de 5 à 6 ans, variant entre 100,000\$ et 750,000\$ dans des PME (chiffre d'affaires inférieur à 10,000,000\$) privées, en pré-démarrage, en démarrage ou en expansion, à fort potentiel de croissance, opérant dans les secteurs traditionnel ou technologique (sauf exploitation minière et pétrolière, pâte et papier, services financiers, construction, secteur immobilier, commerce de détail, services publics) et dont le siège social est situé dans la région administrative 04. IMBFD privilégie de plus les investissements dans les PME dotées d'une équipe dirigeante compétente et expérimentée. Les avantages concurrentiels du couple produit/marché, le potentiel de croissance du marché et la structure financière de la PME sont les autres critères génériques d'investissement.

IMBFD ne cherche pas une participation majoritaire au sein des PME qu'il accepte de financer et envisage des possibilités de syndication dans le cas des investissements au sein des PME technologiques nécessitant plusieurs rondes de financement et dans le cas des gros investissements dont le montant dépasse le plafond maximal spécifié dans sa politique d'investissement. Il poursuit en outre une stratégie de diversification consistant à répartir son portefeuille dans 20% de projets ayant un risque faible, 60% de projets ayant un risque moyen et 20% de projets ayant un risque élevé. Dans ce cas, le TRI moyen espéré devrait se situer entre 20-30% pour des projets ayant un risque faible, entre 25-50% pour ceux ayant un risque moyen et devrait être supérieur à 50% pour ceux ayant un risque élevé (voir la section 4.2.1.1.c pour la définition des risques faible, moyen et élevé).

Par ailleurs, il y a trois niveaux hiérarchiques qui sont impliqués dans le processus décisionnel d'investissement. Tout d'abord, il y a le comité de gestion interne (CGI), composé du DG de Gestion Capital, d'un de ses trois associés et de l'analyste responsable du dossier, qui se réunit sur une base hebdomadaire pour sélectionner et évaluer les projets. Ensuite, le dossier est soumis au conseil d'administration de Gestion Capital, composé de ses quatre actionnaires, qui valide les points forts, décèle les points faibles du dossier et formule ses recommandations aux commanditaires. Le dossier est enfin acheminé au comité consultatif d'investissement d'IMBFD, constitué de 6 représentants des divers commanditaires, qui se réunit pour décider de réaliser ou d'abandonner le projet. La décision d'investissement (le passage par les trois niveaux hiérarchiques) dure en moyenne quatre mois, mais elle peut prendre au minimum un mois et au maximum une année. À ce chapitre, le degré de connaissance de l'environnement de la PME influe considérablement sur la durée de la prise de décision.

Les différentes étapes du processus de décision sont : les activités pré-investissement (origine des projets, sélection, évaluation, structuration, vérification diligente et clôture) et les activités post-investissement (gestion et dessaisissement). Le rejet de la demande d'investissement peut avoir lieu à la sélection, à l'évaluation, à la structuration et à la vérification diligente. Les principales causes de rejet des projets sont : la compétence de l'équipe dirigeante, les caractéristiques du marché et la logique d'affaires. La phase d'évaluation et la phase de vérification diligente constituent respectivement la phase la plus exigeante et la phase la plus décisive du processus de prise de décision. Pour IMBFD, l'évaluation de ressources humaines se fait principalement lors de la vérification diligente parce qu'elle est très coûteuse.

#### **4.2.1.1 Analyse des différentes étapes du processus décisionnel d'investissement**

##### **a) Origine des projets**

Le DG et les analystes de Gestion Capital consacrent environ 40% de leur temps à mener une recherche proactive se traduisant par l'établissement d'un plan marketing pour la région 04. Ce plan comprend un programme de quelques rencontres par semaine avec les principaux intervenants économiques, les directeurs des associations industrielles, les cabinets comptables et les institutions financières afin de cibler les

PME à fort potentiel de croissance. Depuis la création d'IMBFD, 41% des projets proviennent de cette stratégie de recherche proactive, 30% sont référés par des comptables, des commissaires industriels, des banquiers ou les commanditaires, et 29% concernent des demandes d'investissement non sollicitées provenant des PME.

#### **b) Sélection**

La sélection se fait par le DG et l'un des analystes de Gestion Capital et se déroule en deux étapes. La première étape consiste à voir si le contenu du plan d'affaires est conforme à la mission d'IMBFD, si le projet peut s'intégrer dans la stratégie de diversification de ses investissements, si le potentiel de rendement concorde avec l'objectif d'investissement d'IMBFD et si les critères spécifiques d'investissement sont respectés. La deuxième étape se fait suite à un examen laconique des critères propres d'IMBFD, qui sont : la qualité de l'équipe dirigeante de la PME, le potentiel de croissance du marché, les avantages concurrentiels du couple produit/service, la structure financière et l'historique de la PME. À ce sujet, l'analyse préliminaire d'un projet se fait au niveau de la sélection et dure en moyenne une semaine. Elle dépend surtout de la qualité de l'équipe de direction. L'expérience des GCR est déterminante dans la sélection des dossiers, mais cela n'empêche qu'ils se basent aussi sur leur intuition et acceptent de temps à autre des projets ne faisant pas partie de leurs domaines d'expertise. *«Il s'agit parfois d'une stratégie de polyvalence et d'une approche de généraliste en capital de risque»*, affirme monsieur Giroux.

L'avantage technologique est nécessaire pour susciter l'intérêt de Gestion Capital. Selon monsieur Giroux, *«il n'y a pas plus conventionnel que de faire des matelas mais les fabriquer avec une machine sophistiquée n'est pas à la portée de tout le monde»*. Cependant, monsieur Giroux reprend : *«sans une équipe managériale efficace, cet avantage demeurera insuffisant pour nous inciter à investir»*.

Pour les dossiers sélectionnés, le CGI décide à l'unanimité quant à l'évaluation du dossier ou à son rejet suite à l'analyse préliminaire. À la fin de la phase de sélection, 80,13% des projets sont rejetés. Lorsque le dossier est retenu, le DG envoie à l'équipe dirigeante une lettre d'intention comprenant tous les termes et les conditions de

l'investissement. Après environ deux semaines de négociations (8,77% de rejet durant les 7 ans d'investissement), le CGI décide de poursuivre l'évaluation ou de refuser carrément la demande d'investissement.

Les projets déjà rejetés par Gestion Capital n'ont que 11 % de chance d'être sélectionnés de nouveau, alors que les projets rejetés par d'autres SCR, ayant une politique d'investissement proche de celle d'IMBFD, n'ont qu'une faible probabilité d'être sélectionnés. Il arrive parfois que des projets non sélectionnés par Gestion Capital soient financés par d'autres SCR. Chaque projet sélectionné pour l'évaluation a 80% de chance de faire l'objet d'un investissement.

### **c) Évaluation**

L'évaluation se fait en deux étapes. La première étape consiste en l'analyse détaillée du plan d'affaires afin de valider son contenu. À ce chapitre, l'équipe chargée du dossier accorde beaucoup d'importance à l'homogénéité et à la cohérence des informations présentées ainsi qu'à la logique d'affaires. La deuxième étape de la phase d'évaluation consiste en plusieurs rencontres avec les principaux cadres de la PME et à quelques visites à l'entreprise pour se familiariser avec les méthodes de travail, pour s'assurer de la facilité de communication et pour voir le climat de travail en parlant directement à des employés.

La qualité de l'équipe dirigeante est de loin le facteur d'évaluation le plus important lors de cette phase. Elle est placée avant le couple produit/marché, qui à son tour devance les aspects financiers de la PME. Au sujet de la qualité de l'équipe de direction, les GCR analysent le degré de connaissance de celle-ci de son marché et de son produit, sa capacité à respecter les objectifs fixés, sa flexibilité et son honnêteté. L'équipe dirigeante est d'abord évaluée selon son historique et ensuite auprès des références. Gestion Capital consacre beaucoup de temps aux visites de la PME et aux rencontres avec ses dirigeants et ses employés.

L'évaluation du marché consiste à étudier l'état de la concurrence, les réseaux de distribution, les fournisseurs et à recenser l'avis des consommateurs sur les méthodes de

travail de la PME. Pour l'évaluation du produit, lorsqu'il est conventionnel, il suffit d'étudier son procédé de fabrication pour savoir les avantages qu'il présente. Par contre, si le produit est nouveau, Gestion Capital recourt à des sources externes pour le valider. En ce qui concerne l'évaluation financière, elle est principalement faite au moyen de logiciels financiers et à l'aide des informations obtenues de la base de données de Robert Morris Associates permettant de comparer les résultats de la PME avec ceux des entreprises américaines qui œuvrent dans le même secteur.

Cette phase d'évaluation dure en moyenne deux mois, tout en sachant que les critères et la méthode d'évaluation ne diffèrent pas beaucoup d'un projet à l'autre. Cependant, il y a quelques différences attribuables à la spécificité de chaque PME et à son niveau de risque. À cet égard, le risque est perçu comme étant faible lorsque l'évaluation des critères d'investissement est jugée satisfaisante. Un risque est moyen si l'un des critères d'évaluation est faible mais que la qualité du plan d'affaires peut compenser pour cette faiblesse. Dans le cas où le projet présente des lacunes au niveau de deux critères d'évaluation, mais qui laisse entrevoir un rendement supérieur à la moyenne, le risque est qualifié d'élevé. Toutefois, la mesure du risque est très intuitive. En effet, monsieur Giroux souligne l'absence de méthodes scientifiques pour mesurer le risque. Il avoue : *« je ne peux pas dire que j'ai un risque commercial de 50%, de 60% ou de 90%. L'essentiel, c'est que j'observe si j'ai un risque ou non et puis je valide si la PME fait face à un risque faible, moyen ou élevé. Par exemple, si nous sommes en présence d'un risque commercial élevé, nous pouvons le compenser en se dotant en conséquence d'une structure financière adéquate. En ce qui concerne l'entrepreneur, nous prenons une police d'assurance sur sa vie pour que s'il décède, notre participation sera rachetable ».*

Le rapport d'évaluation est soumis au conseil d'administration de Gestion Capital qui décide à l'unanimité de recommander le projet aux commanditaires ou bien de décliner la demande d'investissement. Cependant, certaines demandes ne sont pas totalement rejetées et auront 80% de chance d'être réévaluées en cas de modifications pertinentes. Suite à l'évaluation, 21,15% des dossiers ayant atteint cette phase sont rejetés depuis la création d'IMBFD.

Si l'évaluation donne des résultats prometteurs (projet recommandé par le conseil d'administration de Gestion Capital), le dossier fera l'objet d'une réunion du comité consultatif d'IMBFD qui décidera à la majorité d'approuver le projet tel qu'il est présenté par le conseil d'administration de Gestion Capital, de l'accepter sous certaines conditions ou de le refuser.

#### **d) Structuration**

La volonté de financer le projet se manifeste par l'envoi d'une lettre d'offre, qui n'est rien d'autre que le contrat d'investissement. Il s'agit en réalité d'un contrat d'investissement standard, appelé convention d'actionnaires, qui précise les termes et les conditions de l'investissement, et dont les principales clauses sont à 98% du temps invariables. Les clauses contractuelles sont essentiellement liées au montant d'investissement, à l'émission du capital, à la présence au conseil d'administration, au droit de premier refus et à l'implication dans la gestion de la PME. Monsieur Giroux précise aussi que : *«la sortie figure au contrat pour démontrer à l'entrepreneur que notre participation prendra fin dans quelques années et qu'il est sensé fournir un effort soutenu pour pouvoir racheter notre part».*

La forme de financement utilisée consiste généralement en une combinaison d'actions ordinaires (participantes et votantes) et de dette subordonnée (convertible, participante et rachetable) dont la proportion varie selon le niveau de risque du projet. Gestion Capital utilise les actions ordinaires dans chacun des investissements du Fonds. À cet effet, monsieur Giroux stipule que : *«les actions ordinaires sont le principe même du capital de risque dans la mesure où elles permettent de participer au profit de la PME et d'assumer le risque d'associé en cas de faillite. Cependant, pour minimiser le risque, nous combinons les actions ordinaires avec les débentures».*

Dans le cas des projets acceptés, la décision d'investissement dépendra du résultat des nouvelles négociations, qui s'articulent autour du partage du pouvoir et du pourcentage d'actions à échanger contre la mise de fonds. Les éléments difficiles à négocier sont les droits de vote, la rémunération des entrepreneurs et les budgets. Par contre, la possibilité de syndication de l'investissement est bien perçue par les entrepreneurs.

Après en moyenne une semaine de discussions, la décision sera prise. Si les deux parties parviennent à un accord, Gestion Capital entame la phase de vérification diligente. S'il n'y a pas d'entente, le dossier sera rejeté (décision finale). La phase de structuration dure en moyenne deux semaines. La durée dépend généralement du degré de coopération entre les parties et de la qualité du dossier. À la fin de la phase de structuration, 7,31% des projets ne sont pas conclus.

#### **e) Vérification diligente**

Cette étape consiste d'abord à vérifier les statuts juridiques et les aspects légaux de la PME (contrats, assurances, propriété intellectuelle, etc.) et à réviser pour la dernière fois les analyses financières déjà faites. En parallèle, Gestion Capital recourt aux services de psychologues (qui ne sont pas des spécialistes en capital de risque) avec qui elle a déjà développé des méthodes de travail communes pour valider les caractéristiques psychosociologiques de l'équipe dirigeante et pour s'assurer de la qualité du climat social au sein de la PME. Les frais des avocats et des psychologues sont supportés par la PME.

Cette phase dure en moyenne trois semaines. À son terme, il y a toujours une possibilité de refus (climat social non propice à l'investissement), d'acceptation conditionnelle (à condition de régler la situation juridique) ou définitive du projet. Le taux de rejet est 13,15% lors de la vérification diligente. Toutefois, les rejets relatifs à un rapport d'évaluation négatif des ressources humaines par les psychologues représentent 60% du total des rejets à cette phase.

#### **f) Clôture**

L'acceptation définitive est synonyme de l'émission de titres de financement en contrepartie du contrôle. IMBFD procède à une mise de fonds totale sans répartir l'injection des capitaux sur plusieurs phases. Mais parfois, dans le cas des PME technologiques, il échelonne la mise de fonds sous forme de rondes de financement, déterminées en fonction de l'atteinte des objectifs fixés.



Au cas où la transaction est conclue entre IMBFD et la PME, celle-ci supporte les frais d'étude du dossier qui représentent 2% du montant d'investissement. Si le projet n'est pas accepté, il n'y aura aucun frais même s'il y a eu un rejet juste avant la clôture.

#### **h) Gestion**

Gestion Capital prône une philosophie de gestion basée sur le principe de partenariat et s'emploie à établir des objectifs convergents afin de favoriser des relations gagnantes avec les PME du portefeuille d'IMBFD. À cet égard, elle met en place des comités de gestion pour s'assurer du bon déroulement des programmes de planification stratégique, de formation et de développement des ressources humaines, et exige aussi la standardisation de l'information financière et parfois le recrutement d'un directeur financier. Dans ce contexte, selon les propos de monsieur Giroux, Gestion Capital peut se passer de sa présence au conseil d'administration (malgré que c'est spécifié par contrat) grâce au comité de gestion, qui est beaucoup plus proche des opérations de la PME.

Gestion Capital intervient surtout dans les pratiques de gestion et les aspects financiers, et évite de s'impliquer dans les procédés de fabrication, la recherche et développement et la conception de produits. En ce qui concerne les décisions quotidiennes, Gestion Capital n'intervient que si elle remarque des lacunes énormes ou suite à la demande de la direction de la PME. En général, son intervention se résume dans la prise des décisions stratégiques.

Le degré d'implication de Gestion Capital est influencé par la compétence de l'équipe de direction. En effet, monsieur Giroux souligne que : *«plus la direction est expérimentée et compétente, moins est l'intervention de la SCR. Toutefois, Gestion Capital se considère toujours comme un support à la gestion et comme un appui financier aux PME financées par IMBFD, dans le but de leur apporter une valeur ajoutée»*. Dans ce cadre, Gestion Capital met à la disposition des PME son expertise en gestion et son réseau de contacts, et supporte financièrement les projets présentant des possibilités d'acquisition ou de croissance interne (en plus de ce qui avait été prévu initialement dans la demande d'investissement).

Par ailleurs, la relation entre Gestion Capital et les PME financées par IMBFD est généralement bonne. Toutefois, il y avait déjà eu quelques problèmes. Gestion Capital s'est rendue compte que l'origine des problèmes était sa mauvaise évaluation du partenaire et qu'il fallait améliorer et raffiner cette étape pour aboutir à des bonnes relations. Selon monsieur Giroux : *«la qualité de tes relations est directement proportionnelle à la qualité de l'évaluation de ton investissement»*.

Les principaux problèmes rencontrés sont liés à l'asymétrie de l'information et au risque moral. *«L'entrepreneur essaye de cacher certaines informations et de camoufler certaines dépenses effectuées pour son propre intérêt. Ceci met en péril notre investissement»*, avance monsieur Giroux. En cas de relations conflictuelles, Gestion Capital essaye de se retirer sans perte d'argent pour les commanditaires. Elle essaye de minimiser les dégâts, en mettant en place un plan de gestion de crise de liquidation qui prévoit la réduction des dépenses et qui permet de gérer la situation de la manière la plus économique possible.

#### **i) Dessaisissement**

La politique de dessaisissement poursuivie par IMBFD se fera toujours en fonction de sa mission et repose sur le concept de concertation entre les deux parties. En tant que société en commandite, ayant une durée de vie limitée dans le temps (vendre toutes les participations avant février 2001), Gestion Capital cherche à optimiser le rendement de l'investissement, à réduire le risque financier et à s'assurer que le processus de dessaisissement n'affectera pas le développement des PME en question. Chaque partie devra sortir gagnante. Toutefois, IMBFD peut mettre fin à son investissement avant terme dans le cas des conflits majeurs (pour se prémunir contre les risques de perte), de faillites (pour essayer de récupérer une partie de ses capitaux) ou de conditions adéquates du marché (pour réaliser une plus-value).

Même si le dessaisissement partiel est envisageable, IMBFD s'est toujours départi complètement de sa participation. La stratégie de sortie privilégiée est le rachat par la direction de la PME (dans 90% des cas). Les sorties par voie d'acquisition stratégique constituent l'autre stratégie envisagée (dans 10% des cas). Le choix entre ces deux mécanismes de sortie s'explique d'une part, par le respect de la volonté initialement

exprimée par les dirigeants de racheter la participation d'IMBFD, et d'autre part, par le fait que les PME financées par IMBFD n'auront pas une croissance susceptible de les faire coter en bourse à travers un PAPÉ. Dans le cas d'IMBFD, c'est l'acquisition stratégique qui génère le plus de fonds.

Le déclenchement de la stratégie de rachat est initialisé par la direction de la PME qui, en fonction de sa rentabilité, juge sa capacité de racheter la part d'IMBFD. Les conditions du marché dictent la sortie par acquisition stratégique. Cependant, dans 5% des cas, monsieur Giroux avoue avoir connu une mésentente avec la direction de la PME au sujet du moment et du moyen du dessaisissement de l'investissement.

Enfin, il convient de mentionner qu'uniquement 5% des investissements ont généré des rendements supérieurs à 50%, alors que 35% des projets sont jugés satisfaisants puisqu'ils avaient procuré des rendements supérieurs à la moyenne exigée pour chaque secteur d'activité (20% ou 15%). D'un autre côté, 20% des investissements sont jugés décevants puisque leur rendement a été largement en dessous de la moyenne. Le taux de faillite est élevé puisque 40% des investissements se sont soldés par un échec partiel ou total.

#### **4.2.2 Étude de cas # 2 : Fonds régional de solidarité Mauricie-Bois-Francs**

Le Fonds régional de solidarité Mauricie-Bois-Francs (FRSMBF) est une société d'investissement en commandite créée en octobre 1995. Il s'agit d'un fonds hybride puisque 90% de ses avoirs proviennent du FSTQ, alors que les 10% restant constituent la participation de la Banque nationale du Canada.

La mission du FRSMBF est de favoriser le maintien et la création d'emplois, de stimuler l'économie dans la région administrative 04 et de contribuer à la formation des travailleurs de la région en matière d'économie.

La politique du FRSMBF consiste à effectuer des investissements à long terme (5 à 7 ans), variant entre 50,000\$ et 750,000\$ pour financer le démarrage, la croissance ou la consolidation des PME québécoises (ayant entre 50 et 100 employés et dont le chiffre

d'affaires varie entre 2,000,000\$ et 10,000,000\$) à but lucratif, opérant sur le territoire de la région administrative 04, qui génèrent une activité économique et qui œuvrent dans les secteurs d'activités primaire, manufacturière et tertiaire moteurs, exclusion faite de certaines activités (exploitations minière et pétrolière, services financiers, commerce de détail, restauration, immobilier et construction).

Dans ce même registre, la qualité de l'équipe dirigeante constitue le critère générique d'investissement le plus important, devançant le potentiel de développement du produit, les perspectives de croissance du marché et les caractéristiques financières de la PME.

Le FRSMBF ne cherche pas une participation majoritaire au sein des PME. Il poursuit une stratégie consistant à effectuer le plus d'investissements dans des PME du secteur manufacturier selon la répartition suivante : 60% dans des PME en expansion, 20% dans des PME en démarrage et 20% dans des PME en redressement. Le FRSMBF envisage aussi des scénarios de syndication dans le cas des investissements très risqués et dans le cas des projets dont les montants dépassent le plafond de sa politique d'investissement. Si l'équipe dirigeante voit une objection dans une telle alternative, le FRSMBF décline alors le projet. Le FRSMBF vise, comme objectif d'investissement, la réalisation d'un TRI moyen de 20%.

La prise de décision au sein du FRSMBF se fait à trois niveaux : le DG, le comité d'investissement et le conseil d'administration du FRSMBF. Le DG approuve ou désapprouve le rapport d'analyse préliminaire (document de positionnement initial) présenté par le personnel professionnel du FRSMBF (les GCR). De plus, il recommande (positivement ou négativement) le projet au conseil d'administration. Le comité d'investissement évalue, à partir du document de positionnement initial, les dossiers d'investissement. En outre, il examine, approuve, modifie ou désapprouve les décisions de refus prises par le DG suite à l'étude approfondie de la demande d'investissement. Le conseil d'administration du FRSMBF accepte ou refuse les projets d'investissement et les modalités s'y rattachant.

Les principales phases du processus décisionnel d'investissement au sein du FRSMBF sont : les activités pré-investissement (l'origine des projets, la sélection, l'évaluation, la structuration, la vérification diligente et la clôture) et les activités post-investissement (le suivi du projet et le dessaisissement). Le rejet de la demande d'investissement peut avoir lieu dans n'importe quelle phase des activités pré-investissement, hormis la phase d'origine de projets. La principale raison de rejet est la qualité de l'équipe dirigeante.

La prise de décision dure en moyenne plus de quatre mois. Toutefois, cette durée varie selon la qualité du dossier et selon les délais de cueillette et de validation des informations. Elle peut prendre au minimum un mois et au maximum six mois. La phase d'évaluation, et particulièrement l'étude approfondie, constitue à la fois, l'étape la plus décisive et la plus exigeante de tout le processus décisionnel d'investissement.

#### **4.2.2.1 Analyse des différentes phases du processus décisionnel d'investissement**

##### **a) Origine des projets**

Les projets référés au FRSMBF depuis sa création représentent 53,68% de l'ensemble des demandes d'investissement, alors que les demandes non sollicitées représentent 34,56% et les demandes faites suite à une recherche proactive ne représentent que 11,76% du total des demandes.

Le réseau de références du FRSMBF regroupe les représentants de Développement économique du Canada, du Ministère de l'industrie et du commerce, des organismes de développement économique, des institutions financières du territoire et des autres organismes d'aide financière, des cabinets de comptables et des consultants du territoire. Le FRSMBF entretient en plus, des contacts privilégiés avec les organismes et les sociétés qui travaillent de près avec les PME faisant partie de son marché cible. La recommandation des demandes d'investissement permet au Fonds d'avoir l'avis d'une source externe sur le projet et de repérer les PME réceptives à l'idée d'un financement par capital de risque.

Le FRSMBF identifie, à partir des données disponibles auprès des différents ministères et organismes locaux et régionaux, une centaine de PME répondant le mieux aux

priorités qu'il s'est fixées. Ces PME feront l'objet de visites par les permanents du FRSMBF au cours des mois suivants.

Le FRSMBF privilégie les publicités conjointes et la publication commune de documents de promotion avec la FSTQ et les autres fonds régionaux. Cependant, il favorise les relations publiques aux dépens de la publicité proprement dite. En effet, les conférences de presse annonçant les investissements du FRSMBF et les rapports annuels visent à informer les PME et à valoriser l'image du Fonds.

À la différence des dossiers non sollicités, les dossiers recommandés présentent certains avantages. À cet égard, les sources de références connaissent la politique d'investissement du Fonds et le déroulement de son processus décisionnel. Ceci permet d'avoir des négociations plus faciles et plus rapides du fait qu'il y ait moins d'inconnues pour les entrepreneurs. À ce propos, monsieur Lefebvre note : *«un projet recommandé est bien perçu puisque l'entrepreneur est déjà ouvert à l'idée d'avoir une SCR comme associé. De plus, les références sont une source importante d'information pour le Fonds. Toutefois, même si le dossier est référé, il devra passer par toutes les étapes mais ça sera juste plus facile et plus rapide»*.

#### **b) Sélection**

Une fois que les demandes d'investissement sont à la disposition du FRSMBF, les conseillers (les GCR) procèdent à la sélection des projets. Une première sélection se fait, et permet aux conseillers de ne retenir que les dossiers respectant la mission du Fonds, sa stratégie de diversification de ses investissements, son objectif de rendement et ses critères spécifiques. La deuxième sélection se fait suite à la lecture du plan d'affaires, à la visite de la PME et à la rencontre de l'équipe dirigeante et des employés. Si les conseillers constatent la conformité avec les critères généraux de sélection (qualité de l'équipe dirigeante, couple produit/marché et aspects financiers) du Fonds, le dossier passera à la phase d'évaluation.

Les conseillers se basent sur leur expérience mais aussi sur leur intuition lors de la sélection des projets. En effet, il arrive que les conseillers sélectionnent des dossiers ne

faisant pas partie de leur domaine d'expertise dans un but de diversification du portefeuille d'investissements. Dans ce cas, ils recourent aux services de consultants externes pour valider leurs informations. Mais aucun critère de sélection ne peut être négligé au profit d'autres aspects du projet. Certes, l'avantage technologique bonifie le dossier, mais la qualité du management demeure le facteur essentiel de sélection.

La phase de sélection dure en moyenne deux semaines. Depuis la création du FRSMBF, 63,97% des dossiers présentés ont été rejetés à ce niveau. Les demandes restantes ont 10% de probabilité d'être financées.

À l'exception des dossiers non conformes à la mission du Fonds, les GCR n'excluent pas la possibilité de sélectionner de nouveau une demande d'investissement déjà rejetée à cause de l'incompatibilité de quelques éléments avec la politique d'investissement du Fonds. Toutefois, il est probable que certains projets n'ayant pas suscité l'intérêt du FRSMBF soient financés par d'autres SCR. Cette situation n'affecte en rien la sûreté des conseillers quant au rejet de la demande d'investissement. En effet, le rejet d'un dossier à ce stade implique généralement la volonté des dirigeants de la PME de ne pas adopter la philosophie du Fonds, surtout en ce qui a trait au climat de travail. D'un autre côté, les conseillers peuvent sélectionner des projets rejetés par d'autres SCR, étant donné la différence des missions et des politiques d'investissement.

### **c) Évaluation**

En se basant uniquement sur les informations contenues dans le plan d'affaires, les conseillers entament d'abord une analyse préliminaire de la demande d'investissement, se traduisant par un positionnement initial approuvé par le DG. Il s'agit en fait d'un document relatant l'historique et les projets de la PME, et définissant les grandes lignes d'un éventuel investissement.

Le document du positionnement initial est présenté au comité d'investissement, qui suite à son examen, refuse l'investissement ou décide (selon le principe de majorité) de poursuivre le processus par l'envoi aux dirigeants de la PME d'une lettre d'intention, définissant la structure générale et les conditions possibles d'investissement. Toute cette

phase (de l'analyse préliminaire jusqu'à l'émission de la lettre d'intention) dure en moyenne 4 semaines.

Suite à la réception de cette lettre, les deux parties abordent une phase de négociations durant en moyenne une semaine. Si les discussions sont stériles, le dossier est rejeté. Si les négociations sont concluantes, le DG et son conseiller financier entament une étude approfondie du dossier, basée sur l'évaluation du bilan social, du couple produit/marché et des aspects financiers de la PME.

Dans ce cadre d'analyse, la qualité de management est le facteur d'évaluation le plus déterminant dans cette étape. En effet, les GCR accordent une importance primordiale à la compétence, à l'expertise et à l'expérience des dirigeants de la PME, à la qualité des ressources humaines et aux conditions de travail, ainsi qu'à la gestion participative au sein de l'entreprise. Dans ce contexte, les responsables du dossier étudient d'abord les curriculum vitae des dirigeants et demandent des informations complémentaires auprès de sources de leur réseau de contacts. Ensuite, l'équipe dirigeante est évaluée par une équipe spécialisée en relations de travail du FSTQ<sup>19</sup>, qui rencontre à la fois les cadres et les employés de la PME pour s'assurer de la qualité du climat de travail dans l'entreprise. Le marché est évalué selon l'état de la concurrence, les principaux fournisseurs et clients, le degré de positionnement de la PME et les perspectives de croissance. L'évaluation du produit consiste à étudier les procédés de fabrication, la qualité, les coûts, les stratégies de commercialisation et le potentiel de développement. L'exigence d'un brevet dépend du secteur d'activité de la PME et du cycle de vie du produit. L'évaluation financière se fait sur la base des résultats des dernières années, de différents ratios et projections financières, des perspectives de croissance et de rentabilité, et de la structure financière de la PME.

Lors de cette phase d'évaluation, les GCR tiennent compte des risques managérial, commercial, financier et environnemental. Ils valident certains points mais ne peuvent jamais éliminer tous ces risques. En effet, la mesure du risque est intuitive mais il y a

---

<sup>19</sup> Le FRSMBF verse annuellement un montant forfaitaire de 10,000\$ au FSTQ en contrepartie des services de cette équipe spécialisée en relations de travail.



toujours possibilité de le minimiser. Par exemple, pour atténuer le risque environnemental, les GCR agissent d'une manière proactive en établissant des contacts avec les responsables du Ministère de l'environnement, afin d'être préalablement au courant des nouvelles normes adoptées dans les différents secteurs de leurs activités. Les risques managérial, financier et commercial sont atténués par l'analyse des différents critères d'investissement et par le biais des méthodes d'évaluation déjà citées. Dans ce cadre, les critères et la méthode d'évaluation sont toujours les mêmes. Les principales différences résident au niveau de la qualité et du contenu du dossier.

En cas de recommandation positive du DG, le rapport de l'étude approfondie est présenté directement au conseil d'administration du FRSMBF. Dans le cas d'une recommandation négative du DG, le rapport est remis au comité d'investissement qui peut approuver la décision du DG, et par conséquent, refuser le dossier, ou la désapprouver en apportant des modifications et un nouveau rapport sera présenté au conseil d'administration du FRSMBF pour le verdict final.

La possibilité de réévaluation (0 à 100%) du dossier dépend des causes du rejet. Dans ce contexte, si la philosophie du Fonds ne semble pas être respectée, le rejet est irrévocable. Si le contenu du plan d'affaires n'est pas cohérent, le rejet n'est pas catégorique et le dossier conserve ses chances d'être de nouveau évalué à condition que l'équipe dirigeante apporte les modifications nécessaires. À ce sujet, le Fonds met en contact les dirigeants de la PME avec certains spécialistes afin de compléter les informations manquantes et les conseillers sont prêts à les assister pour restructurer leur plan d'affaires.

Toute l'étape d'étude approfondie dure 6 semaines en moyenne. Le taux de rejet à la fin de la phase d'évaluation a été de 42,85% des projets évalués depuis la création du FRSMBF.

#### **d) Structuration**

L'acceptation du projet se traduit par l'envoi d'une lettre d'offre à l'équipe dirigeante. Il s'agit d'un quasi-contrat préparé par le DG et le conseiller juridique définissant d'une

façon plus détaillée la structure de l'investissement et les principales clauses contractuelles.

Lorsque le dossier passe les phases de sélection et d'évaluation avec succès, les GCR et les dirigeants de la PME entament une nouvelle ronde de négociations (durée d'une semaine en moyenne), à l'issue de laquelle le projet sera accepté ou rejeté définitivement. À ce niveau, les négociations concernent principalement la part de participation du FRSMBF au sein de la PME afin «*d'établir les règles du jeu à long terme*», comme l'a mentionné monsieur Lefebvre.

Trois cas de figure peuvent se présenter. Si les changements des conditions de la lettre d'offre ne sont pas acceptées, il y aura un rejet du dossier. Si les modifications proposées ne changent pas substantiellement le risque et le rendement de l'investissement, le conseil d'administration autorise le passage à l'étape de vérification diligente. Si les modifications suggérées ont une influence considérable sur les niveaux de risque et de rendement, le conseil d'administration décide à la majorité d'accepter ou de décliner le projet. Si le vote est favorable, l'acceptation des modifications apportées à la lettre d'offre permet de déclencher la procédure de vérification diligente.

À la fin de cette étape, 35,71% des projets à structurer ont été rejetés lors des négociations.

#### **e) Vérification diligente**

La phase de vérification diligente consiste au contrôle légal par les avocats du Fonds des statuts juridiques de la PME et en la révision des informations financières. Cette phase dure en moyenne 2 semaines et si elle est concluante, le dossier passe à la phase de clôture. Les honoraires des avocats sont supportés par la PME, tandis que la révision des informations financières est à la charge du FRSMBF. Parallèlement, les conseillers juridiques du Fonds préparent les conventions d'actionnaires et de souscription à signer. La convention d'actionnaires s'agit d'un contrat d'investissement standard dont les principales clauses sont : la participation de la PME à la souscription de parts au FSTQ pour les employés, le programme de formation économique des employés par le Fonds,

le paiement à raison de 40\$ par employé annuellement en contrepartie de la formation offerte par le Fonds, le droit de vote, le droit préférentiel de souscription, le droit de gestion contrôlé et la stratégie de sortie.

#### **f) Clôture**

Dès lors, le FRSMBF émet un chèque de financement à l'équipe dirigeante de la PME permettant à l'entreprise de bénéficier des capitaux nécessaires à son développement. Les investissements se réalisent généralement suite à une seule mise de fonds sous forme de participation par actions ordinaires, qui constituent l'instrument financier de prédilection du FRSMBF. Les autres outils financiers sont les actions privilégiées et les prêts participatifs selon les besoins des PME et leur structure financière pré-investissement. Les frais d'ouverture du dossier représentent 2% du montant d'investissement accordé à la PME et sont répartis de la manière suivante : un tiers est payé suite à l'envoi de la lettre d'intention, un autre tiers est payé suite à l'envoi de la lettre d'offre et le dernier tiers est payé à la signature du contrat (à la séance de clôture).

#### **g) Suivi**

Une fois l'investissement fait, le DG et ses conseillers (les GCR chargés du dossier) consacrent une partie de leur temps au suivi du déroulement du projet pour identifier les lacunes et intervenir rapidement pour y pallier. À ce sujet, le FRSMBF désigne un ou des représentants pour siéger au conseil d'administration ou au comité de gestion des entreprises de son portefeuille. Le Fonds exige un minimum d'assemblées par année, un accès en tout temps aux livres de la PME et une production périodique de rapports financiers afin de comparer les résultats obtenus aux objectifs fixés.

Habituellement, les conseillers n'interviennent pas dans les décisions quotidiennes au sein de la PME. Ils s'impliquent surtout au niveau de la planification stratégique et financière, de l'obtention de capitaux additionnels auprès d'autres sources de financement et de la consolidation de la structure financière. Le Fonds favorise en outre les activités de recherche et de développement, l'innovation technologique, la modernisation de la PME, la commercialisation du produit, l'acquisition et la fusion

d'entreprises et offre du soutien, des conseils en gestion et de l'aide technique appropriés à leurs projets.

Le degré d'intervention des conseillers dépend du style de gestion au sein de la PME et de son stade développement. Les conseillers ne s'impliquent pas beaucoup dans les PME dotées d'une équipe managériale expérimentée et compétente. Par contre, ils sont beaucoup plus présents dans les PME en redressement.

Par ailleurs, la relation avec les dirigeants des PME est jugée globalement satisfaisante. Cependant, selon monsieur Lefebvre : *«les conseillers font face surtout dans le cas des PME ayant un seul propriétaire-dirigeant, à quelques problèmes liés à la divergence des visions du développement stratégique de l'entreprise. Parfois, le propriétaire pense à sa richesse personnelle et place ses intérêts avant ceux de l'entreprise»*. Dans le cas où l'entrepreneur refuse de collaborer et adopte une position rigide, le Fonds sera obligé de liquider prématurément sa participation parfois même avec des pertes.

#### **h) Dessaisissement**

Concernant le mécanisme de sortie, monsieur Lefebvre mentionne que : *«le FRSMBF envisage dans le contrat élaboré trois stratégies de sortie : le rachat, la vente secondaire et l'acquisition stratégique, et ce, dans le but d'éviter les litiges au moment du dessaisissement»*. Toutefois, 100% des sorties ont été faites par le biais de rachats. En effet, le rachat constitue le mécanisme de sortie privilégié par le Fonds. Si ce moyen est impossible à réaliser, il y aura recours à l'une des deux autres stratégies.

Le dessaisissement de l'investissement se fait d'une manière totale. Néanmoins, une possibilité de sortie partielle demeure envisageable lorsque la PME n'est pas définitivement prête à l'échéance prédéterminée.

Le moment et la voie de sortie ne constituent pas une source de conflit entre la PME et le FRSMBF. En effet, le dessaisissement de l'investissement se fait en accord avec la PME et en tenant compte de son stade d'évolution, de telle façon que celle-ci ne soit pas

mise en péril suite au retrait du Fonds. C'est pourquoi, le processus de dessaisissement est en général initialisé par la PME.

Il arrive que le FRSMBF se dessaisisse de son investissement avant terme soit lorsque la PME est capable de lui racheter sa participation ou soit dans le cas de relations conflictuelles.

Enfin, au niveau des résultats enregistrés depuis la création du FRSMBF, 17% des investissements effectués ont généré des rendements supérieurs à 50%, tandis que 30% des investissements ont eu un rendement compris entre 20 et 50%. Les investissements ayant des rendements positifs mais inférieurs à 20% représentaient 30% des cas, tandis que les cas de faillite (perte partielle ou totale) s'élevaient à 23% des investissements.

#### **4.2.3 Étude de cas # 3 : Investissements Novacap inc.**

Investissements Novacap inc. (Novacap) est une société incorporée, privée, fondée en 1981 avec l'appui de quatre institutions financières : la Banque nationale du Canada, la CDPQ, la Société générale de financement et Assurance-vie Desjardins-Laurentienne. Les autres actionnaires de Novacap sont : Boréal assurances inc., les fonds de pension des employés de la Banque nationale du Canada, du Canadien national, de la Société Radio-Canada, d'Air-Canada, de Pratt & Whitney et de Boréal Assurances inc. et la société Gestion Devcap inc. (Devcap) qui agit à titre de commandité et est dirigée par quatre gestionnaires, dont monsieur Chartrand.

La propriété actuelle se décompose de la façon suivante : la CDPQ, la Société générale de financement, le fonds de pension des employés du Canadien national et le fonds de pension des employés de la Banque nationale du Canada, et chacun détient 17,67% des capitaux de Novacap. Le reste est détenu par d'autres actionnaires secondaires.

La mission de Novacap est de bâtir et d'accélérer la croissance des PME qui sont des chefs de file dans leur marché respectif en les amenant à devenir des entreprises de classe mondiale et en cherchant à maximiser leur valeur et leur liquidité afin de générer des rendements substantiels pour ses actionnaires.

La politique d'investissement de Novacap consiste à effectuer des investissements d'une durée de 3 à 7 ans en général, au sein des PME souvent privées, à croissance rapide ou en redressement, situées au nord est de l'Amérique du Nord, préférablement à deux ou trois heures de vol de Montréal. L'investissement initial requis varie entre 1,000,000\$ et 3,000,000\$. Cependant, Novacap peut investir jusqu'à 12,000,000\$ dans une PME de son portefeuille en répartissant la mise de fonds sous forme de rondes de financement. Les investissements concernent d'une part, les PME du secteur technologique, surtout celles évoluant dans les domaines de télécommunications, de fibre optique et de produits et équipements médicaux, et d'autre part, les PME du secteur traditionnel, à l'exception des PME œuvrant dans le commerce de détail et dans la distribution.

Pour ce qui est du secteur technologique, Novacap préfère les PME ayant déjà été financées ailleurs, qui ont développé leur propre technologie et où le produit est prêt à être commercialisé. Toutefois, Novacap n'écarte pas la possibilité de financer des concepts. En ce qui concerne le secteur traditionnel, Novacap cherche des PME matures, bien établies qui dominent un créneau du marché.

La philosophie de Novacap consiste à investir dans les gens. Dans ce contexte, une équipe dirigeante solide, des gestionnaires compétents, dévoués et innovateurs représentent de loin le critère générique d'investissement le plus important. Le potentiel de croissance du marché, les avantages compétitifs et stratégiques, et la bonne gestion financière de la PME constituent les autres critères génériques d'investissement retenus.

Par ailleurs, Novacap poursuit une stratégie d'investissement axée sur la valeur ajoutée des PME visant la domination des niches de marché en croissance en Amérique du Nord et, éventuellement, à travers le monde. Dans ce contexte, l'approche de Novacap consiste à être l'actionnaire principal lors des investissements dans les secteurs traditionnels. Dans les projets technologiques, Novacap opte souvent pour la syndication et accepte parfois des positions minoritaires (la participation minimale est de 25%) afin de réduire le risque, de maximiser les ressources financières et de bénéficier de l'expertise apportée par les co-investisseurs. Enfin, Novacap n'est pas contre la syndication des investissements dans les PME du secteur traditionnel, à

condition qu'elle soit en position de contrôle. Ceci étant dit, *«l'objectif d'investissement de Novacap est d'avoir un rendement sur investissement supérieur ou égal à 25%»*, selon monsieur Chartrand.

Les différentes étapes du processus décisionnel d'investissement sont assumées par les quatre GCR de Devcap. Il s'agit des activités pré-investissement (l'origine des projets, la sélection, l'évaluation, la structuration, la vérification diligente et la clôture) et des activités post-investissement (la valorisation et le dessaisissement). Selon monsieur Chartrand, *«la phase la plus déterminante englobe tout le processus qui mène à la prise de décision finale d'investissement»*. La prise de décision dure en moyenne 1 mois. Toutefois, dans certains cas, ce n'est qu'une question d'heures pour décider du sort du projet, alors que dans d'autres, il faut deux mois. Grosso modo, la façon de percevoir les entrepreneurs, la pertinence de la technologie et le positionnement de la PME sur son marché ont une influence considérable sur la durée de prise de décision et constituent les principales causes de rejet des projets. D'un autre côté, ce sont les activités post-investissement qui exigent le plus d'efforts de la part des GCR. D'après monsieur Chartrand : *«la valorisation et le développement des PME de notre portefeuille accaparent 80% de notre temps»*.

#### **4.3.2.1 Analyse des différentes étapes du processus décisionnel d'investissement**

##### **a) Origine des projets**

Les deux tiers des projets étudiés sont le résultat d'une recherche proactive de Novacap. Les demandes référées par les courtiers, les banquiers d'affaires, les avocats et les comptables, ainsi que les demandes non sollicitées constituent le tiers restant.

La stratégie de recherche proactive de Novacap se traduit par la mise en place d'un répertoire d'entreprises par ville et par nombre d'employés, par la visite des concurrents, par la participation aux foires spécialisées ou aux rencontres des associations sectorielles, par la lecture des journaux d'affaires et des revues spécialisées de l'industrie, par le contact permanent avec un réseau d'informations constitué des intervenants clés de l'industrie, des banques d'affaires, des avocats, des comptables, des fournisseurs, des consultants et des experts.

Monsieur Chartrand confie qu'il n'y a aucune discrimination lors de l'étude des dossiers. En effet, toutes les demandes d'investissement sont traitées d'une manière quasi identique, indépendamment de leur origine. Toutefois, selon monsieur Chartrand, la recherche proactive a une incidence directe sur la décision finale d'investissement puisque les PME ciblées correspondent à la mission et à la politique d'investissement de Novacap.

#### **b) Sélection**

La sélection se fait par les quatre gestionnaires de Devcap d'une manière très rapide (une dizaine de minutes), puisque la plupart des dossiers proviennent d'une recherche proactive, devant cibler normalement des projets conformes à la mission et à la politique d'investissement de Novacap.

L'expérience des GCR de Novacap est très déterminante dans la sélection des demandes d'investissement. Ils favorisent généralement les investissements dans des PME œuvrant dans des domaines où ils possèdent une expertise. Toutefois, les GCR se basent parfois sur leur intuition et retiennent des projets, surtout du secteur technologique, ne faisant pas partie de leur domaine d'expertise pour un motif purement financier. *«Les projets présentant une marge de profit brute supérieure à 30% intéressent beaucoup Novacap»*, explique monsieur Chartrand. Cependant, il est clair que l'avantage technologique à lui seul ne peut pas être suffisant pour susciter l'intérêt des GCR, contrairement à l'efficacité de l'équipe dirigeante. Le côté subjectif joue donc un rôle non négligeable dans la mesure où 80% des premières impressions des GCR sont vérifiées lors de la décision finale.

À la fin de la phase de sélection, 90% des demandes sont rejetées. Les demandes d'investissement déjà rejetées par Novacap et les demandes d'investissement rejetées par d'autres SCR n'ont qu'une très faible probabilité d'être sélectionnées de nouveau.

#### **c) Évaluation**

Les critères et les méthodes d'évaluation ne diffèrent pas beaucoup d'un projet à l'autre, mais ils peuvent varier en fonction du niveau de risque de chaque PME. La phase



d'évaluation se fait en deux étapes : la rencontre des cadres de la PME et l'analyse détaillée du plan d'affaires.

La rencontre avec les dirigeants des PME se fait au siège social de Novacap (à Longueuil) ou parfois dans l'entreprise, et permet aux GCR d'évaluer les compétences de l'équipe dirigeante, son degré de connaissance du produit et du marché, et sa maîtrise de la technologie.

Lors de l'analyse du plan d'affaires, les GCR accordent beaucoup d'importance à l'état du marché et à la nature de la technologie. Novacap n'a pas de méthodes particulières pour l'évaluation du marché. Elle s'aligne généralement sur les données fournies par la PME en ce qui a trait aux concurrents, aux fournisseurs, aux clients, à la distribution, etc. Mais elle se renseigne beaucoup auprès des associations industrielles sur l'étendue du segment de marché de la PME et auprès des principaux acteurs économiques ayant des relations d'affaires avec celle-ci. Le produit est évalué selon son potentiel de marché et ses avantages concurrentiels.

L'évaluation financière se fait facilement pour les PME du secteur traditionnel en se basant sur les états financiers historiques de la PME. Pour les PME technologiques, l'évaluation financière se fait rapidement selon des projections financières. Novacap n'accorde pas beaucoup d'importance à l'étude des prévisions financières puisque selon monsieur Chartrand : *« personne ne croit aux projections financières. L'essentiel est de croire aux compétences de l'équipe dirigeante, à l'état de la technologie et aux caractéristiques du produit et du marché »*. Le critère d'évaluation le plus important est les caractéristiques des dirigeants. En effet, selon monsieur Chartrand : *« Novacap investit dans les hommes et choisit des équipes de gestion hautement autonomes, entrepreneuriales et orientées vers la profitabilité »*.

Les principaux facteurs de risque sont d'ordre financier, managérial et de production. Pour les PME technologiques, un gros risque consiste à ne pas être leader sur leur marché ou au pire des cas, en deuxième position. Pour les PME du secteur traditionnel, un gros risque se résume par la menace d'un grand concurrent ou par la dépendance

d'un seul client qui domine les ventes. Les GCR ne poursuivent aucune démarche scientifique pour compenser le risque, mais ils consacrent beaucoup de temps et d'effort pour composer avec les divers facteurs de risque.

Dans le cas où le projet est très intéressant mais que certains éléments sont incomplets, Novacap essaye de les compléter en collaboration avec l'équipe dirigeante ou bien en recourant à des consultants. Les demandes d'investissement déjà rejetées peuvent être réévaluées à condition qu'elles fassent l'objet de modifications majeures.

#### **d) Structuration, vérification diligente et clôture**

Novacap aborde la phase de structuration avec l'objectif d'aboutir le plus rapidement possible à un accord avec les dirigeants de la PME. Si l'évaluation est positive, Novacap envoie une lettre d'offre à l'équipe dirigeante de la PME. Il s'agit d'un contrat constitué souvent des mêmes clauses d'investissement. Cette étape constitue le prélude à une ronde de négociations. Le prix, les conditions de paiement, les représentations et les garanties sont les points les plus importants et les plus difficiles à négocier. La durée des négociations dépend de l'attitude de l'équipe dirigeante et de la qualité des avocats. Mais en général, la phase de structuration dure en moyenne 3 semaines et le pourcentage de rejet est très faible (5% depuis la date de création).

Novacap poursuit une stratégie de financement consistant à répartir sa mise de fonds sous forme de rondes d'investissement en fonction de l'atteinte des objectifs de rendement. Cette technique permet à Novacap de renégocier certaines dimensions, d'avoir un contrôle additionnel sur la PME et de réduire le risque de son investissement.

Concernant les formes de financement, les actions ordinaires constituent l'instrument financier de prédilection de Novacap. En effet, toutes les participations sont sous forme d'actions ordinaires combinées avec des actions privilégiées ou avec des débetures convertibles, et ce, selon le niveau de risque de l'investissement, la structure financière de la PME et le TRI escompté par Novacap.

Novacap prévoit s'impliquer massivement dans les activités de financement, de planification stratégique et de fusion-acquisition. Cependant, le degré d'implication de Novacap dans la gestion au sein de la PME ne figure pas dans le contrat, mais est traité lors des négociations. Le même principe est appliqué pour la stratégie de sortie et le moment du dessaisissement, qui ne sont pas fixés dans le contrat. Toutefois, les GCR ont déjà une idée du mécanisme de sortie.

Lorsque les négociations sont concluantes, Novacap procède à une vérification diligente permettant de mettre au point les aspects juridique, opérationnel et comptable. Cette phase se fait majoritairement aux frais de la PME. Ensuite, s'il n'y a rien à signaler au niveau de la vérification diligente, les deux parties signent le contrat (la séance de clôture).

Les frais de traitement du dossier représentent 1,5% du montant d'investissement dans le cas des projets technologiques dont la moitié est payée à la signature du contrat et le reste sera payé ultérieurement. Pour les projets du secteur traditionnel, aucun frais n'est exigé.

#### **e) Valorisation**

La relation entre Novacap et les PME de son portefeuille est jugée très positive. Cependant, quelques problèmes de non atteinte d'objectifs, de conflits d'intérêt et d'éthique ont caractérisé un nombre faible d'investissements. Novacap fait face à ces problèmes en discutant avec les dirigeants des PME. Les problèmes sont résolus par simple avertissement, par une prise en charge de la PME, par un congédiement ou par un dessaisissement de l'investissement avant terme, même si l'investissement génère des pertes substantielles.

En ce qui a trait aux revendications, Novacap exige l'élaboration d'une planification stratégique annuelle, la tenue d'une réunion trimestrielle du conseil d'administration et la production d'états financiers mensuels. Les GCR organisent en plus des sessions mensuelles de travail avec les dirigeants des PME de son portefeuille et s'entretient sur une base hebdomadaire avec ceux-ci.

La philosophie de Novacap est de s'impliquer dans la gestion des PME de son portefeuille. Le degré de cette implication dépend aussi bien de l'enthousiasme de l'équipe dirigeante que de sa volonté de collaboration avec les GCR. Cependant, certaines activités ne constituent pas le domaine de prédilection de Novacap. À ce chapitre, monsieur Chartrand note que : *« nous n'intervenons pas dans les activités de production, de recherche et développement et dans la vente parce qu'elles ne constituent pas nos points forts »*.

Les GCR consacrent leur temps, leur énergie et leur expérience à bâtir et à financer les PME de leur portefeuille afin de maximiser leur valeur à travers un dessaisissement stratégique. Pour ce faire, Novacap cherche à construire un partenariat efficace fondé sur un équilibre entre l'excellence opérationnelle et l'expertise financière. À ce chapitre, Novacap réalise des améliorations stratégiques dans les opérations par le biais de la planification et des investissements dans la recherche et développement, la productivité, la qualité, la distribution, les ventes et les ressources humaines. En outre, elle aide les PME de son portefeuille à dominer des niches de marché avec des produits innovateurs et une mise en marché agressive.

Dans ce même ordre d'idées, Novacap supporte entièrement les PME de son portefeuille par le biais d'investissements additionnels, de services de financement corporatif et par sa participation active au conseil d'administration. Novacap juge sa présence au conseil d'administration des PME de son portefeuille très importante puisqu'elle lui permet de faire valoir ses propres valeurs, d'étudier les résultats, de s'attarder sur les problèmes, d'analyser les objectifs futurs des dirigeants et de réorienter la stratégie de la PME. En outre, Novacap fait des investissements en immobilisation afin d'améliorer la productivité des PME de son portefeuille, cherche activement des alliances stratégiques, identifie des cibles potentielles d'acquisition ou de fusion des PME qu'elle finance et les assiste lors des négociations des transactions afin d'accélérer leur croissance et accroître leur valeur. De plus, Novacap met à la disposition des PME de son portefeuille son réseau de contacts avec les courtiers d'affaires, les firmes de vérification et de consultation, les responsables des institutions financières et les divers

représentants de l'industrie et du commerce au Canada, aux États-Unis et dans différents pays.

#### **f) Dessaisissement**

Novacap se départit totalement de sa participation surtout au moyen d'une acquisition stratégique (90% des cas) et à un degré moindre, au moyen d'un PAPÉ (10% des cas). Bien que le marché public s'avère la stratégie de sortie la plus rentable, l'acquisition stratégique de la PME offre dans certaines situations des opportunités très intéressantes à Novacap. Cette dernière choisira le meilleur mécanisme de sortie au moment jugé opportun pour maximiser la valeur des PME de son portefeuille et générer des rendements exceptionnels pour ses actionnaires. Cette procédure n'entraîne généralement pas de conflits entre Novacap et les PME.

Le déclenchement du processus de dessaisissement est conditionné soit par les conditions du marché, soit par le fait que la PME est rendue à son potentiel maximum de développement. Lors du dessaisissement, Novacap accorde beaucoup d'importance à la rentabilité et à la liquidité de l'investissement, tout en respectant les conditions de développement des PME de son portefeuille.

Depuis sa création en 1981, Novacap a investi 115 millions de dollars dans 29 entreprises. Vingt investissements ont été complètement réalisés (achevés) et ont généré un TRI brut de 62%. Les 9 autres sont encore en phase post-investissement.

Pour les investissements réalisés, 25% ont enregistré un TRI supérieur à 50%, 20% ont généré un TRI compris entre 25% et 50%, 15% ont permis d'avoir un TRI inférieur à 25%, 30% ont causé des pertes partielles et 10% se sont soldés par une faillite totale.

#### **4.2.4 Analyse comparative des trois SCR**

Dans cette section, nous commencerons par l'étude des différentes caractéristiques de la prise de décision au sein des trois SCR. Dans un deuxième temps, nous ferons une analyse en parallèle de leurs activités pré-investissement et post-investissement.

#### 4.2.4.1 Caractéristiques de la prise de décision d'investissement des trois SCR

Les tableaux 18, 19, 20 et 21 ci-dessous résument différentes parties du processus décisionnel des SCR. Le tableau 18 compare la propriété, la mission, la stratégie d'investissement, l'objectif d'investissement et les critères spécifiques et génériques. Les taux de rejet de chaque phase des activités pré-investissement sont récapitulés au tableau 19. Le tableau 20 reprend les principales particularités des activités pré-investissement. Enfin, des informations sur les activités post-investissement sont résumées au tableau 21.

L'élément crucial qui ressort de ces analyses est la mission. Celle-ci influence directement les critères spécifiques. La mission de Novacap est significativement différente de celle des deux autres. Plus précisément, Novacap cherche très clairement à maximiser son TRI, alors que cet objectif pour les deux SCR régionales est plutôt tempéré par leur rôle social (stimuler l'économie régionale, créer des emplois, financer des PME en démarrage et prendre une participation non majoritaire). FRSMBF (la SCR hybride) veille de plus à fournir des bases économiques aux employés de la PME financée et à maintenir des emplois.

Pour respecter sa mission, Novacap étend sa zone d'investissement au nord-est de l'Amérique du Nord, cherche des participations majoritaires dans des chefs de file et accepte d'investir des montants plus importants que les deux autres SCR. Les critères spécifiques des deux SCR régionales, plus précisément au niveau de la taille et du montant des investissements, de la durée, des secteurs privilégiés et de la localisation des PME sont relativement les mêmes (voir tableau 18). Aussi, les SCR régionales offrent du financement aux PME en phase de démarrage ou de croissance. En plus, IMBFD, la SCR privée, s'intéresse aussi à la phase de pré-démarrage, alors que FRSMBF, la SCR hybride recherche les PME en phase de consolidation (ce qui est cohérent avec sa mission de maintien des emplois).

La mission et les critères spécifiques, particulièrement les montants d'investissement et les stades de développement financés, suggèrent que les deux SCR régionales interviennent dans les premiers stades de développement des PME, alors que Novacap

finance les PME plus développées. Étant donné les montants plus importants et un risque plus élevé, ceci peut expliquer la structure de propriété plus diversifiée pour Novacap. Dans le cas des deux SCR régionales, les montants plus faibles favorisent la présence d'un partenaire majoritaire ou important (voir tableau 18).

Les critères génériques suggérés par la littérature sont confirmés par les études de cas (voir tableau 18). La qualité de l'équipe dirigeante, quoique évaluée différemment d'une SCR à l'autre, est une condition primordiale d'investissement par les SCR, et ce, malgré la différence des missions.

Dans le volet relatif à la stratégie d'investissement, Novacap préfère les positions de contrôle en cherchant à être le principal actionnaire de la PME, contrairement à IMBFD et à FRSMBF qui cherchent des participations minoritaires au sein de l'entreprise (voir tableau 18). En ce qui concerne la syndication, elle est envisagée par les trois SCR surtout dans le cas des projets technologiques ou dans le cas où le montant d'investissement dépasse le plafond fixé par la politique d'investissement.

Même si les deux SCR régionales semblent avoir les mêmes grands axes d'investissement, les deux cherchent à diversifier leur portefeuille mais selon des critères différents. IMBFD cherche à diversifier son portefeuille selon sa définition du risque (projets ayant un risque faible, moyen ou élevé), sans mention directe aux stades de développement, alors que FRSMBF diversifie son portefeuille selon les stades de développement (expansion, démarrage et redressement) des PME oeuvrant surtout dans le secteur manufacturier. Novacap semble considérer la diversification de portefeuille mais ne semble pas avoir de politiques explicites (voir tableau 18).

En ce qui concerne l'objectif d'investissement, Novacap n'accepte que les projets pouvant générer un TRI supérieur ou égal à 25%, tandis que FRSMBF se contente d'un TRI moyen de 20%. Pour IMBFD, le TRI espéré est déterminé selon l'estimation du niveau de risque du projet (voir tableau 18).

**Tableau 18**  
**Comparaison des politiques d'investissement**

	SCR privées		SCR hybride
	IMBFD	Novacap	FRSMBF
Principaux bailleurs de fonds	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 40,00% CDPQ</li> <li>- 16,44% FSTQ</li> <li>- 10,96% BNC</li> <li>- 10,96% Investissement Desjardins</li> <li>- 10,96% Compagnie d'assurance Union-vie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 17,67% CDPQ</li> <li>- 17,67% SGF</li> <li>- 17,67% Fonds de pension des employés du Canadien national</li> <li>- 17,67% Fonds de pension des employés de la BNC</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 90% FSTQ</li> <li>- 10% BNC</li> </ul>
Mission	<ul style="list-style-type: none"> <li>- participer au développement régional</li> <li>- créer des emplois</li> <li>- maximiser le TRI</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- accélérer la croissance des PME chefs de file de classe mondiale</li> <li>- maximiser la valeur, la liquidité et le rendement sur les investissements</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- stimuler l'économie régionale</li> <li>- maintenir et créer des emplois</li> <li>- contribuer à la formation économique des employés</li> </ul>
Stratégie d'investissement	<ul style="list-style-type: none"> <li>- participation minoritaire</li> <li>- possibilités de syndication</li> <li>- diversification du portefeuille selon la définition du niveau du risque</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- actionnaire principal</li> <li>- possibilités de syndication</li> <li>- diversification du portefeuille (aucune politique explicite)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- participation minoritaire</li> <li>- possibilités de syndication</li> <li>- diversification du portefeuille selon les stades de développement des PME surtout manufacturières</li> </ul>
Objectif d'investissement	<ul style="list-style-type: none"> <li>- risque estimé faible : TRI entre 20-30%</li> <li>- risque estimé moyen : TRI entre 25-50%</li> <li>- risque estimé élevé : TRI supérieur à 50%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- TRI supérieur ou égal à 25%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- TRI moyen égal à 20%</li> </ul>



**Tableau 18 (suite)**  
**Comparaison des politiques d'investissement**

	SCR privées		SCR hybride
	IMBFD	Novacap	FRSMBF
<b>Critères spécifiques :</b> - durée - taille - stades de développement - secteurs - localisation	- de 5 à 6 ans - de 100,000 \$ à 750,000 \$ - pré-démarrage, démarrage ou expansion - traditionnel ou technologique - région administrative 04	- de 3 à 7 ans - de 1 M \$ à 3 M \$ - croissance rapide ou en redressement - traditionnel ou technologique - nord-est de l'Amérique du nord	- de 5 à 7 ans - de 50,000 \$ à 750,000 \$ - démarrage, croissance ou consolidation - primaire, manufacturier ou tertiaire moteurs - région administrative 04
<b>Critères génériques</b>	- qualité de l'équipe dirigeante - avantages concurrentiels du couple produit/marché - potentiel de croissance du marché - structure financière de la PME	- qualité de l'équipe dirigeante - avantages compétitifs et stratégiques de la PME - potentiel de croissance du marché - bonne gestion financière de la PME	- qualité de l'équipe dirigeante - potentiel de développement du produit - perspectives de croissance du marché - caractéristiques financières de la PME

Note : CDPQ : Caisse de dépôt et placement du Québec.

FSTQ : Fonds de solidarité des travailleurs et travailleuses du Québec.

BNC : Banque nationale du Canada.

SGF : Société générale de financement.

TRI : Taux de rendement interne.

**Tableau 19**  
**Comparaison des taux de rejet des dossiers ayant franchi l'étape précédente**

Phases du processus	SCR privées		SCR hybrides
	IMBFD	Novacap	FRSMBF
	Rejet	Rejet	Rejet
Sélection	81,87%	90%	63,97%
Évaluation	21,15%	-	42,85%
Structuration	7,31%	5,00%	35,71%
Vérification diligente	13,15%	0%	0%
<i>Taux de rejet total</i>	88,50%	90,50% <i>(au minimum)</i>	86,76%

Note : le taux de rejet d'IMBFD à la sélection englobe les rejets effectués suite à la première ronde de négociations.

**Tableau 20**  
**Comparaison des activités pré-investissement**

	SCR privées		SCR hybride
	IMBFD	Novacap	FRSMBF
Origine : - recherche proactive - demandes référées - demandes non sollicitées	- 41% - 30% - 29%	- deux tiers - les demandes référées et non sollicitées représentent un tiers	- 11,76% - 53,68% - 34,56%
Sélection : - première étape  - deuxième étape	- adéquation entre le plan d'affaires et les critères spécifiques  - vérification des critères génériques, envoi d'une lettre d'intention et période de négociations	la sélection se fait rapidement et en une seule étape	- adéquation entre le plan d'affaires et les critères spécifiques  - analyse approfondie du plan d'affaires et visites en entreprises (vérification des critères génériques)
Évaluation : - première étape  - deuxième étape	- analyse détaillée de la cohérence du plan d'affaires  - visites de l'entreprise et rencontres des employés	- rencontres des employés et visites de l'entreprise  - analyse exhaustive du plan d'affaires	- analyse détaillée du plan d'affaires, envoi d'une lettre d'intention et période de négociations  - analyse détaillée (vérification des critères génériques)
Structuration	envoi d'une lettre d'offre et négociations	envoi d'une lettre d'offre et négociations	envoi d'une lettre d'offre et négociations
Vérification diligente	inspection des statuts juridiques et des aspects légaux, analyse finale des aspects financiers et évaluation des ressources humaines	inspection des aspects juridique, opérationnel et comptable	inspection des statuts juridiques et révision des analyses financières

**Tableau 21**  
**Comparaison des activités post-investissement**

	SCR privées		SCR hybride
	IMBFD	Novacap	FRSMBF
Instruments de financement	combinaison d'actions ordinaires et de dette subordonnée (convertible, participante et rachetable)	combinaison d'actions ordinaires et de dette subordonnée convertible, ou combinaison d'actions ordinaires et d'actions privilégiées	combinaison d'actions ordinaires et d'actions privilégiées, ou combinaison d'actions ordinaires et de prêts participatifs
Rondes d'investissement	en général un seul investissement mais possibilité de plusieurs	plusieurs investissements	un seul investissement
Fréquence des stratégies de sortie :			
- rachats	90%	-	100%
- acquisition stratégique	10%	90%	-
- émission initiale d'actions	-	10%	-
Dessaisissement total ou partiel	total	total	total

Les deux SCR régionales ont trois niveaux hiérarchiques de prise de décision, qui même s'ils ont parfois un rôle différent, interviennent généralement d'une façon semblable lors des différentes phases du processus décisionnel. La décision finale est prise à la majorité au niveau du sommet hiérarchique. Pour Novacap, c'est la même équipe de GCR (les quatre gestionnaires de la société commanditée Devcap) qui intervient tout au long du processus décisionnel d'investissement pour prendre des décisions à l'unanimité.

La durée des activités pré-investissement varie entre un mois et une année pour IMBFD, entre un et six mois pour FRSMBF et entre quelques heures et deux mois pour Novacap. La rapidité de prise de décision chez Novacap peut être expliquée par sa stratégie de recherche proactive, par l'absence de plusieurs niveaux hiérarchiques, par la présence d'une seule ronde de négociations et par la petite taille de l'équipe responsable du processus. Par conséquent, il y a moins de bureaucratie et une communication plus directe lors de la prise de décision, alors qu'IMBFD et FRSMBF sont caractérisés par une certaine lourdeur administrative et beaucoup d'avis partagés lors du verdict final d'investissement (décision à la majorité).

Nous remarquons que le taux de rejet diminue d'une phase à l'autre (en s'approchant de la prise de décision finale d'investissement) au niveau du FRSMBF, tandis qu'au niveau d'IMBFD, cette tendance est presque vérifiée (voir tableau 19). En effet, le taux de rejet inattendu à la phase de vérification diligente n'est que le résultat de l'étape d'évaluation des ressources humaines qui représente 60% du total des rejets à ce niveau. Pour ce qui est de Novacap, nous n'avons pas d'idées sur le taux de rejet global, vu que nous manquons d'informations sur le taux de rejet au niveau de la phase d'évaluation. Cependant, en se basant sur le taux de rejet à la phase de sélection (90%) et celui à la phase de structuration (5%), le taux de rejet total minimum est 90,5%, qui est supérieur à celui des deux autres SCR (voir tableau 19).

L'étude des processus révèle que les trois SCR suivent d'assez près les phases décrites à la section 3.3. Une distinction apparaît en ce qui a trait à la négociation. Les deux SCR régionales procèdent à deux rondes de négociations, mais à des moments différents, alors que Novacap ne procède qu'à une seule ronde de négociations, mais entourée de

multiples périodes de discussions. La présence de deux rondes de négociations diffère de notre modèle et constitue par conséquent une nouveauté dans la littérature spécialisée sur ce sujet.

L'autre distinction notable au niveau du déroulement du processus est que Novacap passe beaucoup moins de temps sur les activités pré-investissement que ne le font les deux autres. Ceci peut s'expliquer par l'importance des montants, par le fait que les PME ont déjà un historique et par l'implication très active de Novacap au niveau des activités stratégiques.

Les autres différences résident dans l'application de chacune des étapes du processus décisionnel. Dans les paragraphes qui suivent nous procéderons à l'analyse simultanée de chacune des phases du processus décisionnel d'investissement des trois SCR, en commençant par les activités pré-investissement (section 4.2.4.2) et en terminant avec les activités post-investissement (section 4.2.4.3).

#### **4.2.4.2 Les activités pré-investissement**

##### **a) Origine des projets**

Les deux SCR privées concentrent leur effort au niveau de la recherche proactive, alors que la SCR hybride se fie à son réseau de références (voir tableau 20). Chaque SCR choisit la source d'identification des opportunités d'investissement selon ses moyens et en fonction de ses besoins, de sorte que les projets identifiés correspondent le mieux à sa mission et à sa politique d'investissement. Cependant, le taux de rejet très élevé lors de la phase de sélection indique tout à fait le contraire. Il semble que la recherche proactive permet de cibler toutes les PME rentrant dans le cadre de la mission de la SCR mais respectant peut être uniquement les trois premiers volets de sa politique d'investissement (voir section 3.3). En outre, il semble que les références, même si elles connaissent la mission de la SCR, ignorent tous les détails sur sa politique d'investissement et le déroulement de son processus décisionnel, et n'ont pas donc la même perception que la SCR à propos de la qualité des projets étant donné la différence de leur vocation.

## **b) Sélection**

Les deux SCR régionales procèdent à une sélection en deux étapes, alors que Novacap procède à une sélection en une seule étape (voir tableau 20). La sélection semble être synonyme d'analyse préliminaire dans le cas d'IMBFD, tandis que pour Novacap, il s'agit d'une simple formalité de tri qui se fait rapidement puisque c'est elle qui choisit les projets et qu'elle accorde plus d'importance aux activités post-investissement. Pour FRSMBF, les GCR sont plus entreprenants dans leur approche puisqu'ils cherchent directement à rencontrer les responsables du projet et à visiter l'entreprise dès la deuxième étape de sélection.

Il faut mentionner que le rejet à la fin de la phase de sélection n'est pas automatiquement catégorique. Les dossiers peuvent être rejetés partiellement pour faire l'objet d'une nouvelle sélection ultérieurement, suite à certains changements. Il semble aussi que les projets rejetés par d'autres SCR ne posent aucun problème pour la SCR hybride. Ceci peut s'expliquer par le caractère spécial de sa mission, contrairement aux deux SCR privées qui acceptent rarement de sélectionner de tels projets. Voici une autre dimension où la structure de propriété qui, par son influence sur la mission, influence directement le processus décisionnel d'investissement.

Il ressort des trois cas que le côté subjectif est une composante non négligeable lors de la sélection des projets. En effet, outre leur expérience, les GCR se basent aussi sur leur intuition et peuvent retenir des projets hors de leur domaine d'expertise pour des raisons de polyvalence (IMBFD), de diversification (FRSMBF) ou pour des raisons pécuniaires (Novacap).

Une fois la sélection faite, Novacap et FRSMBF procèdent immédiatement à l'évaluation du dossier. Dans le cas d'IMBFD, une lettre d'intention est envoyée à l'équipe dirigeante de la PME. Après une ronde de négociations, il y a évaluation du dossier (voir tableau 20).

### **c) Évaluation**

Pour les trois SCR, l'évaluation se fait en deux étapes. Les deux SCR privées procèdent à une évaluation similaire mais dans un ordre différent (voir tableau 20). En ce qui concerne la SCR hybride, les GCR font d'abord une analyse préliminaire du dossier. Une lettre d'intention est envoyée à l'équipe dirigeante. Après une ronde de négociations, il y a une analyse détaillée du dossier.

Il s'avère que les facteurs de risque rencontrés par les trois SCR sont de même nature. Mais la mesure du risque est très intuitive et très subjective malgré que les GCR consacrent beaucoup de temps et d'efforts pour atténuer les différentes composantes du risque. Ils composent avec les divers facteurs de risque en accordant le temps nécessaire à l'analyse exhaustive du dossier, en agissant d'une manière proactive pour avoir certaines informations cruciales et en s'appuyant sur leur réseau de contacts.

Il semble que les critères et les méthodes d'évaluation ne diffèrent pas beaucoup d'un projet à l'autre pour chacune des SCR. S'il y a parfois des différences dans la procédure d'évaluation, elles sont attribuables à la spécificité de chaque PME et à son niveau de risque. La qualité de l'équipe dirigeante constitue de loin le critère le plus important. Pour les grilles d'évaluation, il y a sûrement une certaine différence relative à l'identité de chaque SCR et à ses compétences distinctives. Il semble aussi que les trois SCR recourent aux services de consultants externes dans les domaines où elles manquent d'expertise.

Encore une fois, il y a possibilité de réévaluation pour les trois SCR de dossiers déjà rejetés, à condition que des modifications pertinentes soient apportées par les dirigeants de la PME.

### **d) La structuration**

Dans les trois cas, l'évaluation se termine par l'envoi d'une lettre d'offre, suivie d'une période de négociations (voir tableau 20). Les clauses contractuelles de cette lettre d'offre sont généralement invariables d'une PME à l'autre et se ressemblent beaucoup entre les trois SCR. Mais la SCR hybride, de par sa mission et sa dépendance du



FSTQ, se distingue par quelques obligations particulières telles que : la participation de la PME à la souscription d'actions au FSTQ pour les employés, les frais de formation économique des employés par le Fonds, etc.

Une différence remarquable se trouve au niveau du contrat d'investissement. Contrairement aux deux SCR régionales, Novacap ne fixe pas dans le contrat la stratégie de sortie, la durée de sa participation et son implication dans les activités de la PME.

En ce qui concerne l'injection des capitaux, les deux SCR régionales prévoient généralement une seule mise de fonds, alors que Novacap finance davantage ses projets selon la technique des rondes de financement (voir tableau 21). Ceci est compréhensible du fait que Novacap investit davantage dans des gros projets et des projets technologiques, supposés être plus risqués. Cette technique de financement progressif lui donne une certaine flexibilité dans sa marge de manœuvre et lui permet de s'ajuster en fonction des résultats réalisés et de se prémunir contre le risque, surtout le risque moral.

Par ailleurs, il ressort que les actions ordinaires constituent l'instrument financier de prédilection des trois SCR. Cependant, les actions ordinaires peuvent être combinées avec d'autres formes de financement (voir tableau 21). La combinaison de financement va dépendre du niveau de risque, des besoins financiers de la PME, des attentes de la SCR ou de la structure financière pré-investissement.

Suite aux négociations des clauses contractuelles, la demande d'investissement peut être rejetée totalement ou acceptée sous réserve des résultats de la vérification diligente.

#### **e) Vérification diligente et clôture**

La vérification diligente consiste pour les trois SCR en l'inspection des statuts juridiques et des aspects légaux. Novacap procède en plus à un examen comptable et opérationnel, tandis qu'au niveau d'IMBFD, une dernière révision des analyses financières est effectuée. IMBFD recourt aussi aux services de psychologues pour

valider les caractéristiques psychosociologiques des dirigeants et vérifier le climat du travail au sein de la PME (voir tableau 20). Les coûts de la vérification diligente sont en grande partie supportés par la PME. Cette évaluation dispendieuse est repoussée au maximum afin d'éviter d'encourir des coûts inutilement.

Si la vérification diligente est concluante, il y a signature du contrat lors de la séance de clôture. Sinon, le projet sera rejeté définitivement ou partiellement selon les lacunes relevées lors de la vérification diligente.

#### **4.2.4.3 Les activités post-investissement**

##### **a) Gestion, suivi ou valorisation**

Les relations entre les trois SCR et les PME de leurs portefeuilles respectifs sont globalement jugées satisfaisantes, à part quelques investissements caractérisés par des problèmes de risque moral et d'asymétrie d'information. Si les problèmes sont très graves et que toutes les tentatives pour redresser la situation ont été vouées à l'échec, les trois SCR liquident prématurément leur participation en subissant parfois des pertes.

Chaque SCR essaye d'honorer sa mission en contribuant selon ses moyens à ajouter de la valeur aux PME de son portefeuille. À ce sujet, les GCR mettent toutes leurs compétences et leurs expertises à la disposition des dirigeants pour assurer conjointement le développement de la PME et l'atteinte des objectifs de leur politique d'investissement. Toutefois, le degré d'implication des GCR des deux SCR régionales dépend de la qualité de l'équipe dirigeante (expérience et compétence), alors que pour Novacap, c'est l'enthousiasme et la volonté de collaboration des dirigeants qui influencent son degré de participation puisque dans tous les cas elle s'impliquera dans la gestion de l'entreprise.

Nous constatons que les GCR des trois SCR ne s'impliquent pas dans les décisions quotidiennes des PME de leur portefeuille. Cependant leur implication est plutôt au niveau stratégique. En effet, les décisions stratégiques apportent plus de valeur que les décisions quotidiennes. Néanmoins, ils sont très proches des dirigeants, que ce soit par le biais des comités de gestion, des sessions de travail communes, etc.

Les exigences des trois SCR sont de nature à formaliser les activités des PME, telles que la standardisation des informations financières et la planification stratégique, et ce, afin de rendre plus faciles le contrôle et le suivi des entreprises de leur portefeuille.

#### **b) Dessaisissement**

Les deux SCR régionales préconisent les rachats, alors que Novacap privilégie les acquisitions stratégiques (voir tableau 21). Le montant minimal des investissements (ou la mission) semble de nouveau expliquer cette différence. Un investissement de 3 millions de dollars a plus de chance de se traduire ultérieurement par une entreprise attrayante qu'un investissement de 750,000 dollars. En outre, Novacap est la seule à considérer le PAPÉ comme moyen de sortie. Ceci s'explique par le fait qu'elle accepte des projets d'une plus grande envergure que les deux autres et qui concernent des PME susceptibles d'être cotées plus tard en bourse. Ce qui augmente donc ses possibilités de se dessaisir de ses participations à travers un PAPÉ.

Les trois SCR se sont toujours départies totalement de leur participation, même si le contrat d'investissement considère la possibilité d'un dessaisissement partiel. Pour Novacap, le processus de dessaisissement est déclenché soit par les conditions du marché, soit par l'état de développement de la PME. Pour IMBFD, le rachat est initialisé par la direction de la PME, alors que l'acquisition stratégique est dictée par les conditions du marché. Concernant FRSMBF, le dessaisissement est amorcé par l'équipe dirigeante de la PME et dépend de la situation de la PME et de ses capacités financières de racheter la participation du Fonds.

L'adoption de la sortie unique par voie de rachat montre que FRSMBF est fidèle à sa philosophie du maintien d'emplois. La dominance des rachats dans le cas d'IMBFD montre que celui-ci tient compte des objectifs des dirigeants, qui expriment dès les activités pré-investissement leur désir de racheter la participation de cette SCR. Cependant, si l'équipe dirigeante est favorable à l'idée d'être absorbée par une grande compagnie, IMBFD n'hésitera pas à opter pour l'acquisition stratégique qui lui génère plus de fonds.

La préférence des acquisitions stratégiques dans le cas de Novacap montre qu'elle applique parfaitement sa mission d'amener les PME de son portefeuille à être leaders et à dominer leur marché respectif, mais aussi de maximiser le TRI de ses commanditaires. Novacap choisit davantage l'acquisition stratégique étant donnée l'importance des offres des acquéreurs et la volonté des PME de son portefeuille de bénéficier des avantages d'une telle alternative. Novacap cherche ainsi la liquidité au moment de la sortie.

La sortie par le biais de rachat semble directement liée à la taille moins importante des investissements effectués par IMBFD et FRSMBF par rapport à ceux de Novacap. Les PME des portefeuilles d'IMBFD et du FRSMBF sont sûrement trop petites pour pouvoir être cotées en bourse, et ce, indépendamment de la volonté de leurs dirigeants de garder le contrôle.

#### **4.2.4.4 Résumé des ressemblances et des différences des processus décisionnels**

Ce qui ressort très explicitement quant aux deux SCR régionales est, dans un premier temps, la très forte ressemblance du processus et la très forte standardisation des critères, des méthodes d'évaluation et des contrats. Ceci peut s'expliquer par le fait que ces deux SCR reçoivent des fonds d'acteurs économiques importants, bien établis et reconnus, et dont l'expérience et le volume de transactions leur ont permis de développer une expertise et une grille d'analyse généralisable. Ceci peut aussi s'expliquer par le besoin de faciliter le processus étant donné le nombre important de dossiers qui leur sont soumis, ou tout simplement pour éviter tout favoritisme dans le traitement des demandes (rôle social).

Une autre caractéristique commune aux deux SCR régionales est la considération de différents scénarios au niveau des stratégies de sorties (rachats, acquisition stratégique ou vente secondaire) et au niveau du dessaisissement (partiel ou total), mais l'utilisation répétitive des mêmes stratégies par les deux SCR : rachats et dessaisissement total.

Les principales caractéristiques communes aux trois SCR sont : le dessaisissement total, l'utilisation d'actions ordinaires comme moyen de financement, l'importance de la

qualité de l'équipe dirigeante comme condition d'investissement, et les possibilités de dessaisissement avant terme et de resoumission à la SCR des dossiers rejetés mais modifiés. Le recours aux actions ordinaires comme moyen de financement consolide les résultats d'études canadiennes (Jog et al. (1991) et l'Association canadienne du capital de risque). De même, le consensus autour du rôle primordial des caractéristiques de l'équipe dirigeante confirme les résultats de la littérature spécialisée et plus particulièrement les conclusions de MacMillan et al. (1985) et de Knight (1994). Quant au dessaisissement avant terme et le réacheminement à la SCR des dossiers rejetés, ce sont plutôt deux nouvelles dimensions dans la littérature portant sur le processus décisionnel d'investissement en capital de risque.

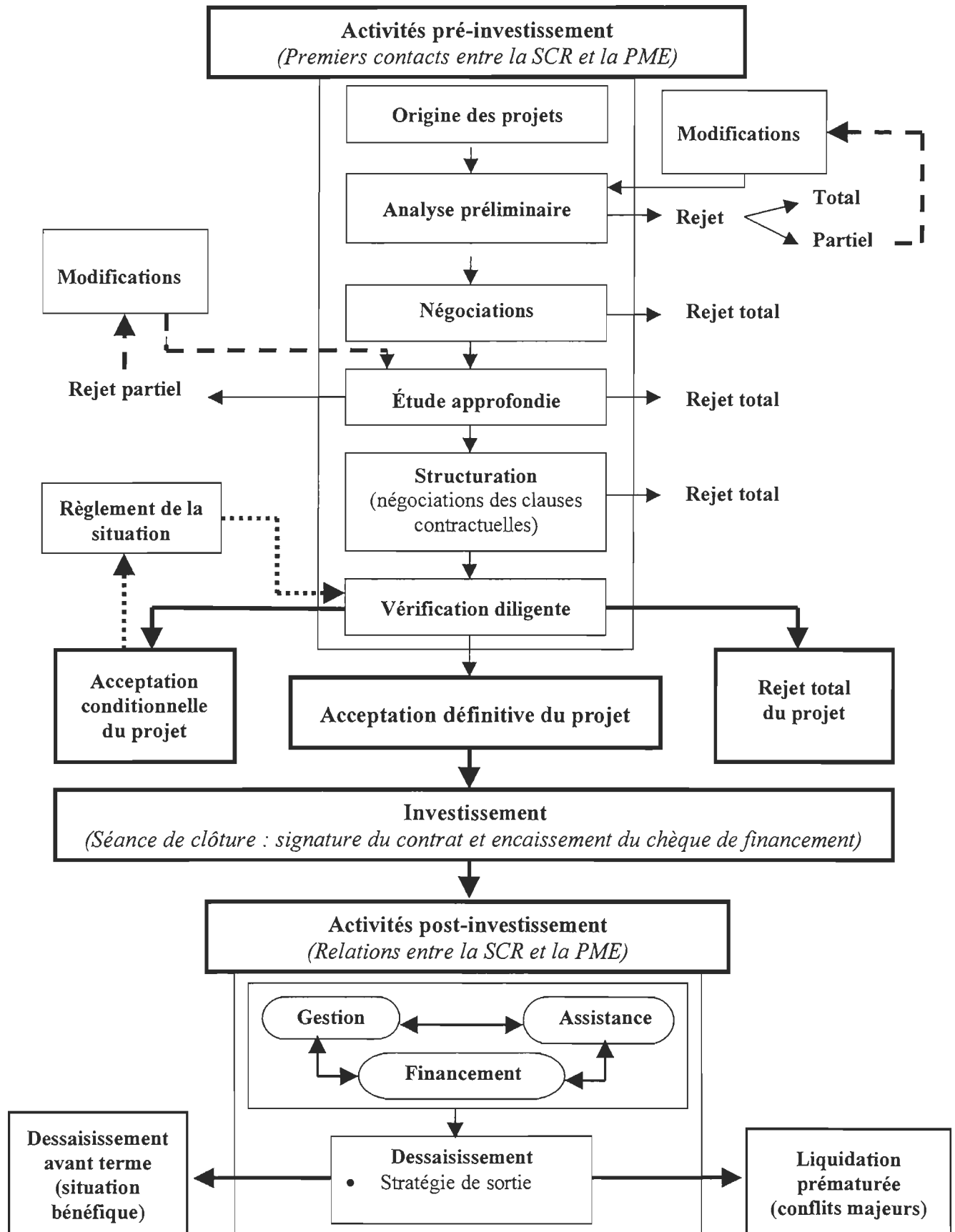
Une autre distinction marquante au niveau du processus est que Novacap passe beaucoup moins de temps sur les activités pré-investissement que ne le font les deux autres. Ceci peut s'expliquer par le fait que les PME ont déjà un historique et par l'implication très active de Novacap au niveau des activités stratégiques.

À la lumière de ce qui précède, nous pouvons enrichir notre modèle théorique développé. Ainsi, nous retenons à la fois les éléments communs et distincts des trois SCR pour proposer un modèle de processus décisionnel pratique, synthétisant les résultats de notre étude de cas (voir figure 6 ci-dessous). D'une manière plus simple et plus concrète, la phase de sélection correspondra à une analyse préliminaire alors que la phase d'évaluation correspondra à une étude approfondie. Ces deux phases seront séparées par une ronde de négociations. La phase de structuration symbolisera l'établissement et la négociation des clauses contractuelle, tandis que la vérification diligente consistera à l'inspection des aspects juridiques et légaux et en une dernière révision financière du projet par les GCR.

Les phases de ce modèle peuvent englober chacune des spécificités des SCR étudiées. Par exemple, la rencontre des dirigeants et la visite de la PME sont susceptibles d'avoir lieu lors de l'analyse préliminaire ou lors de l'étude approfondie. De la même façon, l'évaluation des ressources humaines peut se faire lors de l'étude approfondie ou lors de la vérification diligente.

Figure 6

## Modèle pratique de processus décisionnel d'investissement des SCR



## CHAPITRE 5

### CONCLUSION

La recension de la littérature relative aux différents aspects du marché de capital de risque nord américain nous a permis d'avoir une idée plus précise sur les caractéristiques des investissements dans ce segment du marché financier. Dans ce contexte, nous avons relevé l'existence d'une structure commune aux industries canadienne et américaine du capital de risque. Ainsi, il existe d'abord les SCR privées regroupant les investisseurs institutionnels, les filiales des entreprises industrielles et des sociétés financières, ainsi que les fonds communs de placement ouverts ou privés et les anges. Il y a aussi les SCR publiques dont la création, la réglementation et l'administration varient d'une province à l'autre au Canada et d'un état à l'autre aux États-Unis. Il existe enfin les SCR hybrides qui sont dominées par les FCRT au Canada et par les *SBICs* aux États-Unis.

Notre recherche nous a permis de relever les différents types de spécialisation des SCR. Ce phénomène de spécialisation peut s'expliquer par la réorganisation et la diversification du marché de capital de risque et par la situation de plus en plus concurrentielle dans ce secteur, qui fait que chaque SCR veut s'identifier à une niche particulière du marché afin de se distinguer de ses concurrentes et afin de développer ses compétences et devenir experte dans ce créneau. Nous avons, en plus, retenu les critères d'investissement utilisés par les SCR et l'importance capitale accordée au facteur humain (qualité de l'équipe dirigeante) qui prime sur les caractéristiques du couple produit/marché et sur les considérations financières.

Dans ce même ordre d'idées, la littérature révèle que les SCR se dessaisissent de leurs participations par le biais de divers mécanismes de sortie. Le dessaisissement est souvent total et les stratégies de sortie sont généralement planifiées ou selon les conditions du marché.

Par ailleurs, les relations entre les GCR et les dirigeants de PME peuvent se caractériser par des problèmes d'asymétrie d'informations et de risque moral qui augmentent le risque de ces investissements. La SCR peut atténuer les coûts d'agence et réduire les différents facteurs de risque en exigeant souvent des droits complémentaires, en s'impliquant activement dans les activités des PME de son portefeuille, en recourant à la répartition de sa mise de fonds (technique des rondes d'investissement), en choisissant un instrument financier ou une combinaison d'instruments financiers selon les situations et en envisageant des possibilités de syndication.

La recension de la littérature nous a amené à constater le nombre limité de travaux portant sur le processus décisionnel d'investissement des SCR, et surtout l'absence d'études portant sur la relation entre le type de propriété et le processus de prise de décision. Par conséquent, les objectifs de cette étude consistaient à : (1) développer à partir d'une recension de la littérature, un modèle décrivant le processus décisionnel d'investissement des SCR, (2) valider ce modèle auprès de SCR québécoises et (3) déterminer l'influence de la structure de propriété des SCR sur leur processus décisionnel d'investissement.

Dans ce qui suit, nous présenterons les apports de notre recherche, nous montrerons les limites de notre travail et nous proposerons des avenues de recherches futures.

### **5.1 Apports de la recherche**

Le modèle de processus décisionnel développé à partir de la littérature comprend des activités pré-investissement et post-investissement. Les activités pré-investissement englobent les phases d'origine de projets, de sélection, d'évaluation, de structuration et de clôture. Les activités post-investissement se traduisent par l'implication des GCR au sein des PME qu'ils financent pour suivre leur évolution et valoriser les participations de leur SCR, et par le dessaisissement. De plus, le modèle proposé précise que la demande d'investissement peut faire l'objet d'un rejet partiel ou total au niveau des phases de sélection et d'évaluation, et d'un rejet total au niveau de la phase de structuration.



Il s'avère que la structure du processus décisionnel proposé est un très bon reflet des pratiques courantes des SCR québécoises analysées. En effet, le modèle théorique semble être globalement vérifié. Toutefois, outre la confirmation de plusieurs faits déjà traités dans la littérature spécialisée en capital de risque (la spécialisation des SCR, le taux élevé de rejet des demandes d'investissement, l'importance des caractéristiques de l'équipe dirigeante de la PME, la dominance des actions ordinaires comme forme de financement, le recours des SCR à la syndication de leurs investissements, le pourcentage non négligeable des investissements se soldant par des rendements décevants ou par des échecs, l'implication des SCR dans les activités stratégiques des PME de leur portefeuille, etc.) et la validation du modèle proposé, notre étude exploratoire nous a permis de constater quelques divergences entre les modèles théorique et pratique, et de dévoiler certains résultats, non seulement révélateurs, mais aussi inédits en ce qui a trait au processus décisionnel d'investissement des SCR québécoises.

Les différences ont été notées principalement lors des activités pré-investissement. Seules la considération d'une deuxième ronde de négociations et la présence explicite d'une phase d'inspection juridique (l'étape de la vérification diligente) sont nouvelles par rapport à notre modèle théorique proposé et par rapport à la littérature spécialisée. Notre étude exploratoire révèle que la première ronde de négociations s'effectue avant d'aborder l'étude approfondie du dossier, alors que la deuxième ronde se fait au niveau de la phase de structuration suite à l'établissement des clauses contractuelles. Il ressort en plus, que la prise de décision finale d'investissement se fait après la vérification diligente et non pas immédiatement après la phase de structuration, comme nous l'avons mentionné dans notre modèle. À l'issue de la vérification diligente, le projet est soit accepté définitivement, soit accepté conditionnellement, soit rejeté totalement.

Les autres différences dépendent essentiellement de considérations financières (par exemple, l'évaluation des ressources humaines peut être repoussée le plus possible car c'est une activité dispendieuse) ou de méthodes spécifiques de travail (par exemple, les diverses approches lors du déroulement des phases de sélection et d'évaluation).

Au niveau de l'influence de la structure de propriété (provenance des capitaux et lois de constitution) sur le processus décisionnel d'investissement, notre étude de cas soulève quelques distinctions entre les trois SCR. Les différences se trouvent principalement au niveau de la mission qui influence par la suite la politique d'investissement. Certes, les différences dans la structure de propriété des SCR conditionnent leur mission et les amènent à favoriser certaines stratégies d'investissement, à fixer leurs propres objectifs de rendement et à privilégier leurs critères spécifiques d'investissement, mais sans pour autant avoir un impact considérable sur le processus de prise de décision. Il s'avère donc que l'identification de la mission est l'élément important. Si la mission d'une SCR est d'intervenir très tôt dans le développement d'une PME, alors elle établira ses critères spécifiques en conséquence et passera beaucoup de temps au niveau des activités pré-investissement étant donné le peu d'historique disponible sur la PME. Au contraire, si la mission est d'intervenir plus tardivement dans le stade de développement de la PME, la présence d'un historique plus grand facilite les activités pré-investissement, surtout si la PME a déjà bénéficié de financement d'un autre investisseur externe.

Bref, cette étude démontre que plus une SCR intervient tardivement dans le stade de développement d'une PME, plus les montants investis seront importants, plus la propriété sera diversifiée, plus les activités pré-investissement seront rapides et plus grandes seront les probabilités d'acquisition stratégique ou de premier appel public à l'épargne.

Cette étude suggère aussi que peu importe la propriété et le moment d'intervention de la SCR dans le stade de développement des PME, les actions ordinaires, la qualité de l'équipe managériale et le dessaisissement total seront favorisés. Enfin, les SCR privées procèdent davantage à une recherche active afin de déceler des opportunités d'investissement étant donné la nature compétitive de leur marché et de leur expertise, et interviennent plus tôt dans le développement des PME afin de maximiser leur TRI, contrairement aux SCR hybrides régionales qui ont un quasi-monopole.

Finalement, les deux derniers facteurs ayant retenu notre attention sont le rôle fondamental que joue la composante subjective liée à la décision d'investissement (première impression sur le projet) et la dimension intuitive (absence de critères scientifiques) inhérente à la mesure des différents facteurs de risque.

Le recours à des psychologues par l'une des deux SCR privées et le recours à une équipe spécialisée par la SCR hybride pour l'évaluation des dirigeants de la PME et de la qualité des relations de travail sont des éléments, qui à notre connaissance, n'avaient pas encore été relevés dans la littérature portant sur le processus décisionnel d'investissement des SCR. Une autre dimension qui a été peu abordée dans la littérature sur le processus décisionnel des SCR est la possibilité de dessaisissement avant terme et les raisons de cette stratégie (conditions de marché favorables, prédisposition des propriétaires et relations conflictuelles entre les GCR et les dirigeants de la PME).

## **5.2 Limites et suggestions**

Naturellement, ces résultats ne peuvent être généralisés à l'ensemble des SCR nord américaines ni même à toutes les SCR québécoises. C'est une première étude du genre et beaucoup reste à faire. Certaines extensions peuvent être envisagées. D'abord, uniquement deux SCR régionales en Mauricie et une SCR dans la région immédiate de Montréal ont été analysées. La considération de SCR d'autres régions et rapprochées des villes plus concentrées économiquement améliorerait la compréhension de notre modèle. Des entrevues additionnelles auprès d'autres SCR privées et hybrides permettraient de confirmer et de solidifier nos conclusions. L'inclusion des SCR publiques afin de compléter le spectrum des types de propriété est évidemment à considérer. Une comparaison entre le processus de décision des SCR et celui des institutions financières traditionnelles pourrait suggérer aux entrepreneurs des outils d'analyse intéressants en matière de choix du type de financement convenant le mieux à leur projet. L'étude de la relation entre les SCR et leurs propres bailleurs de fonds et la prise en compte des facteurs d'ordre fiscal et juridique permettrait de comprendre davantage l'influence de la structure de propriété sur le processus décisionnel d'investissement en capital de risque (voir étude de Vaillancourt, 1997). De même, le recueil des avis des entrepreneurs qui ont obtenu du financement par capital de risque et le suivi à travers le processus de

demandes rejetées et de demandes acceptées permettraient aux SCR d'améliorer leurs procédures, de les ajuster en fonction des besoins et des caractéristiques des PME nécessitant du financement.

Par ailleurs, toute prise de décision suppose une conjugaison de facteurs subjectifs et de facteurs normatifs. Le processus décisionnel d'investissement en capital de risque n'échappe pas à cette règle. Par conséquent, il est indispensable d'aborder ce thème sous ces deux côtés.

Étant donné le taux de rejet très élevé, surtout à la phase de sélection, il serait utile d'étudier des demandes d'investissement ayant des origines différentes et de suivre leur évolution jusqu'à la prise de décision finale. Il serait aussi intéressant de comparer le processus décisionnel des demandes d'investissement ayant la même origine, mais dont certaines sont acceptées alors que d'autres sont refusées. Cela demanderait certes des mois pour le suivi du cheminement d'une seule demande mais constituerait une tentative de faire le lien entre l'origine des projets et la décision finale d'investissement, et apporterait probablement des éléments de réponse au taux de rejet élevé des dossiers.

Une autre avenue de recherche portant sur les investissements en capital de risque est l'étude comparative à l'échelle mondiale, prenant en considération les dimensions économiques, sociales et culturelles propres à chaque pays, qui mèneront sans doute à la conception d'un modèle plus général de processus décisionnel d'investissement des SCR.

Nous pouvons in fine classer les SCR en fonction de leur structure de propriété sur un continuum dont les extrémités sont représentées par les SCR privées et les SCR publiques et au centre, les SCR hybrides. Si les classifications de FRSMBF (SCR hybride) et de Novacap (SCR privée) semblent claires, IMBFD peut figurer selon sa logique d'action dans une position intermédiaire entre une SCR privée et une SCR hybride.

Il reste à espérer que les recherches futures permettront de vulgariser la notion du capital de risque, qui demeure mal connue dans certaines régions du monde, contrairement aux banques, qui constituent probablement sur le plan international, le partenaire financier le plus sollicité par les PME, et de diversifier la culture entrepreneuriale des dirigeants des PME qui dépend largement du crédit bancaire. Les conséquences d'une telle structure se ressentent plus dans les pays sous développés, où le fonctionnement du système financier repose fondamentalement sur l'intermédiation bancaire.

## BIBLIOGRAPHIES

- Admati, A.R. et P. Pfleiderer (1994), Robust financial contracting and the role of venture capitalists, The Journal of Finance, vol. 49, no 2, pp. 371- 402.
- Amit, R., J. Brander, et C. Zott (1997), Entrepreneuriat et capital de risque, Le Financement de la croissance au Canada, Document de recherche d'Industrie Canada, directeur général de la publication : Paul J.N. Halpern, University of Calgary Press, pp. 261-307.
- Amit, R., J. Brander et C. Zott (1998), Why do venture capital firm exist ? Theory and canadian evidence, Journal of Business Venturing, vol. 31, no 6, pp. 441- 466.
- Ang, J.S. (1991), Small business uniqueness and the theory of financial management, Journal of Small Business Finance, vol. 1, no 1, pp. 1-13.
- Association canadienne du capital de risque (ACCR), <http://www.cvca.ca>.
- Barney, J.B. (1994), The relationship between venture capitalists and managers in new firms : determinants of contractual covenants, Managerial Finance, vol. 20, no 1, pp. 19-30.
- Barry, C.B., C.J. Muscarella, J.W. Peavy III. et M.R. Vetsuypens (1990), The role of venture capital in the creation of public companies, Journal of Financial Economics, vol. 27, no 2, pp. 447- 471.
- Barry, C. (1994), New directions in research on venture capital finance, Financial Management, vol. 23, no 3, pp. 3-15.
- Barton, S.L. et C.H. Matthews (1989), Small firm financing : implication from a strategic management perspective, Journal of Small Business Management, vol. 27, no 1, pp. 1-7.
- Basire, M. (1976), La théorie des cinq niveaux, Direction et gestion des entreprises, vol. 12, no 2, pp. 11-21.
- Battini, P. (1985), Capital risque : les règles du jeu, les éditions d'organisation, Paris, 189 p.
- Battini, P., G. Copin et P.-J. Raugel (1988), Le guide pratique du capital-risque, Collection l'Entreprise, Paris, 188 p.

- Beaudoin, R. et J. St-Pierre (1997), Les problèmes financiers des PME : l'état de la question, Groupe de recherche en économie et gestion des PME, Les PME : bilan et perspective, Presses Inter Universitaires, Economica, pp. 211-230.
- Beckman, M.D., W.S. Good et R.G. Wickham (1982), The life cycle of small business, Small business management : concepts and cases, John Wiley & Sons, pp. 20-33.
- Bergemann, D. et U. Hege (1998), Venture capital financing, moral hazard and learning, Journal of Banking and Finance, vol. 22, no 6-8, pp. 703-735.
- Bertonèche, M. et L. Vickery (1987), Le capital risque, Presses universitaires de France, Collection que sais-je ?, 125 p.
- Bessis, J. (1988), Capital-risque et financement des entreprises, Collection Gestion, Economica, Paris, 296 p.
- Best, A et D. Mitra. (1997), The venture capital industry in Canada, Journal of Small Business Management, vol. 35, no 2, pp. 105-110.
- Bleackley, M., M. Hay, K. Robbie et M. Wright (1996), Entrepreneurial attitudes to venture capital investment realization : evidence from the UK and France, Entrepreneurship & Regional Development, vol. 8, no 1, pp. 37-55.
- Brealey, R.A., S.C. Meyers et P. Laroche (1992), Principes de gestion financière des sociétés, 2<sup>e</sup> édition, McGraw-Hill, 1460 p.
- Bruton, G., V.H. Fried et R.D. Hisrich (1997), Venture capitalist and CEO dismissal, Entrepreneurship Theory and Practice, vol. 21, no 3, pp. 41-54.
- Buchele, R. (1967), Business policy in growing firm, University of Hawaii, Chandler Publishing Company, 215 p.
- Busentiz, L.W., D.D. Mossel, J.O. Fiet et J.B. Barney (1997), The framing of perceptions of fairness in the relationship between venture capitalists and new venture teams, Entrepreneurship Theory and Practice, vol. 21, no 3, pp. 5-21.
- Bygrave, W.D. (1987), Syndicated investments by venture capital firms : a networking perspective, Journal of Business Venturing, vol. 2, no 2, pp. 139-154.
- Bygrave, W.D. et J.A. Timmons (1992), Venture capital at the crossroads, Harvard Business School Press, 356 p.
- Bygrave, W.D. (1988), The structure of the investment networks of venture capital firms, Journal of Business Venturing, vol. 3, no 2, pp. 137-157.

- Calof, J. (1985), Analysis of small business owners' financial preferences, Journal of Small Business and Entrepreneurship, vol. 3, no 3, pp.39-44.
- Canadian Labour Market and Productivity Centre (1995), The role and performance of labour-sponsored investment funds in the canadian economy : an institutional profile, 116 p.
- Carter, R.B. et H.E. Van Auken (1994), Venture capital firm's preferences for projects in particular stages of developement, Journal of Smalll Business Management, vol. 32, no 1, pp. 60-73.
- Chua, J.H. et R.S. Woodward (1993), Spliting the firm between the entrepreneur and the venture capitalist with the help of stock options, Journal of Business Venturing, vol. 8, no 1, pp. 43-58.
- Churchill, N. et V. Lewis (1983), Les cinq stades de l'évolution des PME, Harvard l'Expansion, no 30, pp. 51-63.
- Cleiftie, C. et D. Persitz (1981), Venture-capital : le modèle américain et la réalité française, Analyse financière, deuxième trimestre, no 45, pp. 41-45.
- Colcy, C.R. (1990), Venture-capital financing and the entrepreneur, Journal of Small Business and Entrepreneurship, vol. 7, no 2, pp. 55-63.
- Colot, V., P. Michel et C. Thirion (1993), Vers une théorie financière adaptée aux PME : réflexion sur une science en genèse, Congrès internationale francophone de la PME, Carthage, 28-30 octobre, Tunisie, pp. 140-151.
- Cooper, A.C. (1979), Strategic management : new ventures and small business, Strategic management : a new view of business policy and planning, édité par D.E. Schendel et C.W. Hofer, Little, Brown and Compagny, pp. 316-327.
- Desmarteaux, P. (1996), En quatre ans, Innovatech aura favorisé près de 800M\$ en investissements, Les Affaires, Samedi 7 décembre, pp. 24-25.
- Fournier, T. (1987), Le capital-risque français, Banque, no 477, pp. 1016-1026.
- Fried, V.H et R.D. Hisrich (1988), Venture capital research : past, present and future, Entrepreneurship Theory and Practice, vol. 13, no 1, pp. 15-28.
- Fried, V.H et R.D. Hisrich (1994), Toward, a model of venture capital investment decision making, Financial Management, vol. 23, no 3, pp. 28-37.
- Fried, V.H et R.D. Hisrich (1995), The venture capitalist : a relationship investor, California Management Review, vol. 37, no 2, pp. 101-113.



- Fried, V.H., G.D. Bruton et R.D. Hisrich (1998), Strategy and the board of directors in venture capital-backed firms, Journal of Business Venturing, vol. 13, no 6, pp. 493-503.
- Gardella, L.A. (1997), Selecting and structuring investments : the venture capitalist's perspective, Readings in venture capital, Association for Investment Management and Research, pp. 19-24.
- Garner, D.R., R.R. Owen et R.P. Conway (1991), The Ernest and Young guide to raising capital, John Willey & Sons, 349 p.
- Geoffron, P. (1991a), Une analyse du processus de structuration des industries du capital-risque, Revue Internationale P.M.E, vol. 4, no 3., pp. 95-112.
- Geoffron, P. (1991b), Le financement des PME innovatrices : l'exemple américain, Revue Française de gestion, no 84, pp.129-139.
- Gifford, S. (1997), Limited attention and the role of the venture capitalist, Journal of Business Venturing, vol. 12, no 6, pp. 459-482.
- Gompers, P.A. (1995), Optimal investment, monitoring, and the staging of venture capital, The Journal of Finance, vol. 50, no 5, pp. 1461-1489.
- Gorman M. et W.A. Sahlman (1989), What do venture capitalist do ?, Journal of Business Venturing, vol. 4, no 4, pp. 231-248.
- Grahame, B. et M. Woods (1997), The evaluation criteria used by venture capitalists : evidence from a UK venture fund, International Small Business Journal, vol. 16, no 1, pp. 36-57.
- Greiner, L.E. (1972), Evolution and revolution as organisation grow, Harvard Business Review, vol. 50, juillet-août, pp. 37-46.
- Gupta, A.K. et H.J. Sapienza (1992), Determinants of venture capital firms, Journal of Business Venturing, vol. 7, no 5, pp. 347-362.
- Hall, J. et C.W. Hofer (1993), Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation, Journal of Business Venturing, vol. 8, no 1, pp. 25-42.
- Hardyman, G.F., M.J. Deniuno et M.S. Salter (1984), Capital-risque : les causes de l'échec, Harvard - L'expansion, no 31, pp.39-44.
- Hisrich, R.D et A.D. Jankowicz (1990), Intuition in venture capital decisions : an exploratory study, Journal of Business Venturing, vol. 5, no 1, pp. 49-62.
- Hisrich, R.D et M.P. Peters (1991), Entrepreneurship : lancer, élaborer et gérer une entreprise, Economica, 583 p.

- Jog, V.M., W.M. Lawson et A.L. Riding (1991), The Venture capitalist/entrepreneur interface : expectations, conflicts, and contracts, Journal of Small Business and Entrepreneurship, vol. 8, no 2, pp. 5-20.
- Julien, P.-A. et M. Marchesnay (1988), La petite entreprise : principes d'économie et de gestion, Édition G. Vermette, Librairie Vuibert, Paris, 288 p.
- Julien, P.-A. et M. Marchesnay (1996), L'entrepreneuriat, Édition Economica, Paris, 112 p.
- Knight, R.M. (1994), A longitudinal study of criteria used by venture capitalists in Canada, Journal of Small Business Entrepreneurship, vol. 11, no 3, pp. 12-26.
- Kroeger, C.R. (1974), Managerial development in the small firm, California Management Review, vol. 17, no 1, pp. 41-47.
- Lachmann, J. (1992), Le seed capital : une nouvelle forme du capital-risque, Collection techniques de gestion, Economica, Paris, 137 p.
- Lam, S.S. (1991), Venture capital financing : a conceptual framework, Journal of Business Finance and Accounting, vol. 18, no 2, pp. 137-149.
- Landström, H. (1993), Agency theory and its application to small firms : evidence from the swedish venture capital market, Journal of Small business Finance, vol. 3, no 2, pp. 167-170.
- Leland, H.E. et D.H. Pyle (1977), Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation, The Journal of Finance, vol. 32, no 2, pp. 371-387.
- Lerner, J. (1994a), The syndication of venture capital investments, Financial Management, vol. 23, no 3, pp. 16-27.
- Lerner, J. (1994b), Venture capitalists and the decision to go public, Journal of Financial Economics, vol. 35, no 3, pp. 293-316.
- Lerner, J. (1995), Venture capitalists and the oversight of private firms, The Journal of Finance, vol. 50, no 1, pp. 301-318.
- Lerner, J. (1998), Comment on Bergemann and Hege, Journal of Banking and Finance, vol. 22, no 6-8, pp. 736-740.
- Macdonald & Associates Limited (1998), L'industrie canadienne du capital de risque : les sources de capital et leurs répercussions sur la structure de l'industrie, document de recherche préparé pour le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadien, <http://groupetravailservfin.fin.gc.ca/rpt/rapport.htm>.
- Macdonald & Associates Limited (1998), Retombées économiques des placements de capital de risque, sixième sondage annuel, 17 p.

- MacIntosh, J. G. (1997), Les sorties du marché du capital de risque au Canada et aux États-Unis, Le financement de la croissance au Canada, Document de recherche d'Industrie Canada, directeur général de la publication : Paul J.N. Halpern, University of Calgary Press, pp. 309-398.
- MacMillan, I.C., R. Siegel et P.N. Subbanarashima (1985), Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals, Journal of Business Venturing, vol. 1, no 1, pp. 119-128.
- MacMillan, I.C., L. Zemmann, et P.N. Subbanarasimha (1987), Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process, Journal of Business Venturing, vol. 2, no 2, pp. 123-137.
- MacMillan, I.C., D.M. Kulow et R. Khoylian (1989), Venture capitalists' involvement in their investments : extent and performance, Journal of Business Venturing, vol. 4, no 1, pp. 27-47.
- Maier, II. J.B. et D.A. Walker (1987), The role of venture capital in financing small business, Journal of Business Venturing, vol. 2, no 3, pp. 207-214.
- Maitre, B. (1994), Pour le capital-risque de technologie, Banque, Décembre, no 554, pp.36-38.
- McMahan, R.G.P., S. Holmes, P.J. Hutchinson et D.M Forsaith (1993), Small enterprise financial management, theory & practice, Harcourt Brace and Company, Australia, 488 p.
- McNaughton, R.B. (1991), Venture capital in Canada, Venture capital international comparisons, édité par Milford B. Green, pp. 183-201.
- Megginson, W.L. et K.A. Weiss (1991), Venture capitalist certification in initial public offerings, The Journal of Finance, vol. 46, no 3, pp. 879-903.
- Mitchell, F., G.C. Reid et N.G. Terry (1997), Venture capital supply and accounting information system development, Entrepreneurship Theory and Practice, vol. 21, no 4, pp. 45-62.
- Mortier, D. (1994), Six mesures pour revitaliser le capital-risque, Banque, décembre, no 554, pp. 24-27.
- National Venture Capital Association (NVCA), <http://www.nvca.com/>.
- Norton, E. et B.H. Tenenbaum (1993a), The effects of venture capitalists' characteristics on the structure of the venture capital deal, Journal of Small Business Management, vol. 31, no 4, pp. 32-41.

- Norton, E. et B.H. Tenenbaum (1993b), Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy, Journal of Business Venturing, vol. 8, no 5, pp. 431-451.
- Norton, E. (1995), Venture capital as an alternative means to allocate capital : an agency theory review, Entrepreneurship Theory and Practice, vol. 20, no 2, pp. 19-29.
- Organisation de coopération et de développement économique (OCDE, 1985), Le capital-risque et les technologies de l'information, 59 p, Paris.
- Palasi, P. (1984), Limites et excès du venture capital américain, Analyse financière, premier trimestre, no 56, pp. 79-84.#
- Parks, G.M. (1977), How to climb a growth curve : eleven hurdles for the entrepreneur-manager, Journal of Small Business Management, vol. 15, no 1, pp. 25-29 (part 1) et vol. 15, no 2, pp. 41-45 (part 2).
- Pierre, J.-L. et R.-L. Averbouch (1986), Les sociétés de capital risque : une nouvelle structure pour le capital risque, Banque, mars, no 459, pp. 253-259.
- Poindexter, J.B. (1976), The efficiency of financial markets : the venture capital case, Thèse de doctorat, New York University, Graduate School of Business Administration, 227 p.
- Poitrinal, F.-D. (1994), Contrôle par l'investisseur minoritaire : les outils et les risques, Banque, décembre, no 554, pp. 28-32.
- Riding, L.A. et J.B. Orser (1997), Beyond the banks : creative financing for canadien entrepreneurs, Profit : The magazine for canadian entrepreneurs, John Willey & Sons Canada, 289 p.
- Roberts, E.B. (1991), High stakes for high-tech entrepreneurs : understanding venture capital decision making, Sloan Management Review, vol. 32, no 2, pp. 9-20.
- Robidoux, J. (1980), Les crises administratives dans les PME en croissance, Gaëtan Morin éditeur, 125 pages.
- Rosenstein, J., A.V. Bruno, W.D. Bygrave et N.T. Taylor (1993), The CEO venture capitalists and the board, Journal of Business Venturing, vol. 8, no 2, pp. 99-113.
- Ruhnka, J.C. et J.E. Young (1987), A venture capital model of the developpment process for new ventures, Journal of Business Venturing, vol 2, no 2, pp. 167-184.
- Ruhnka, J.C. et J.E. Young (1991), Some hypotheses about risk in venture capital investing, Journal of Business Venturing, vol. 6, no 2, pp. 115-133.

- Sahlman, W.A. (1990), The structure and governance of venture capital organization, Journal of Financial Economics, vol. 27, no 2, pp. 473-521.
- Sahlman, W.A. (1992), Aspects of financial contracting in venture capital, The entrepreneurial venture, The practice of management series, Harvard Business School Publications, pp. 222-242.
- Sapienza, H.J. (1992), When do venture capitalists add value, Journal of Business Venturing, vol. 7, no 1, pp.9-27.
- Schilit, W.K. (1997), Venture catalyts or vulture capitalists ?, Readings in venture capital, Association for Investment Management and Research, pp. 4-12.
- Silver, A.D. (1985), Venture capital : the complete guide for investors, Small Business Management Series, John Willey & Sons, New York, 259 p.
- St-Pierre, J. (1999), La gestion financière des PME - théories et pratiques, Presses de l'Université du Québec, 322 p.
- Stéphan, É. (1995), Capital-risque : impact sur une PME familiale, Banque, no 555, pp. 58-61.
- Suret, J.M. et L. Arnoux (1995), Origine, forme et importance du capital de risque direct : un survol international, Revue Internationale PME, vol. 8, no 3/4, pp. 233-258.
- Tabourin, F. (1989), Le capital risque en France : principes et bilan, Cahier de recherche no 8901, [http:// www.bu.dauphine.fr/wsdocs/cahiers/ca8901](http://www.bu.dauphine.fr/wsdocs/cahiers/ca8901).
- Toulouse, J.-M. (1980), Stades de développement de l'entreprise et défis pour l'entrepreneur, Revue Commerce, vol. 1-6, pp. 124-134.
- Trester, J.J. (1998), Venture capital contracting under asymmetric information, Journal of Banking and Finance, vol. 22, no 6-8, pp. 675-699.
- Tyebjee, T.T. et A.V. Bruno (1984), A model of venture capitalist investment activity, Management Science, vol. 30, no 9, pp. 1051-1066.
- Vaillancourt. F. (1997), Les fonds de capital de risque de travailleurs au Canada – aspects institutionnels, dépenses fiscales et création d'emploi, Le financement de la croissance au Canada, Document de recherche d'Industrie Canada, directeur général de la publication : Paul J.N. Halpern, University of Calgary Press, pp. 635-658.
- Venture Economics, <http://ventureeconomics.com>.
- Wells, W.A. (1974), Venture capital decision making, Thèse de doctorat, Carnegie Mellon University, 191 p.

- Winter R.A. (1997), Commentaires sur le volet II : les contraintes financières et les petites entreprises, Le financement de la croissance au Canada, Document de recherche d'Industrie Canada, directeur général de la publication : Paul J.N. Halpern, University of Calgary Press, pp. 451-456.
- Yon, B. (1992), Innovation et capital risque : le cas des biotechnologies, les éditions d'organisations, 225 p.
- Zopounidis, C. (1990), La gestion du capital-risque, Economica, Paris, 160 p.

## ANNEXE QUESTIONNAIRE

### Questions à poser au début et à la fin de l'entrevue

1. Pouvez-vous définir la politique (vocation) générale de votre SCR ?
2. Quels sont vos principaux bailleurs de fonds ?
3. Dans quelle catégorie du marché de capital de risque classez-vous votre SCR ?
4. Pouvez-vous décrire quelles sont les différentes phases que vous suivez lors d'un processus décisionnel d'investissement en capital de risque ?
5. En quoi consiste chaque étape ?
6. Ce cheminement est-il toujours le même ? Si non, expliquez.
7. Quelle est la phase qui exige le plus d'effort de la part des GCR ? Pourquoi ?
8. Quelle est la phase la plus décisive du processus décisionnel ?
9. Quelle est la durée moyenne de l'ensemble des phases menant à la prise de décision finale d'investissement ?
10. Quels sont les facteurs qui influent le plus sur le temps nécessaire pour prendre une décision d'investissement ?
11. Quelles sont les principales causes de rejet d'un projet ?
12. Le rejet peut-il avoir lieu à n'importe quelle étape du processus décisionnel ?
13. Quel est le pourcentage de vos premières impressions sur le projet qui se vérifient lors du verdict final ?
14. Est-ce que ce sont les mêmes GCR qui ont été impliqués aux différentes phases du processus ? Si non, expliquez.
15. À qui revient la décision finale ?
16. Pensez-vous que toutes les SCR de votre type poursuivent la même démarche que vous dans leurs décisions d'investissement ?
17. Y a-t-il selon vous des critères de sélection standard applicables par toutes les SCR de votre type ?
18. Croyez-vous que les méthodes d'évaluation sont identiques pour toutes les SCR de votre type ?

## **L'origine des projets**

*Cette étape marque le commencement du processus décisionnel d'investissement en capital de risque et symbolise la stratégie de la SCR quant à la recherche des opportunités d'affaires. Il s'agit du premier contact entre la SCR et la PME.*

1. Quelle(s) stratégie(s) poursuivez-vous dans la recherche des opportunités d'investissement ? Selon quelles fréquences ?
2. Pourquoi optez-vous pour ce(s) choix ?
3. Votre méthode de recherche de projet a-t-elle une incidence directe sur la décision finale d'investissement ?
4. Quelles sont vos principales références ?
5. Comment percevez-vous un projet recommandé par l'une de vos références ?
6. Quelles sont les chances d'un projet recommandé d'être sélectionné ? D'être approuvé pour fin d'investissement ?
7. Quel est le pourcentage des demandes de financement provenant des PME ?
8. Quelles sont les chances d'une demande d'investissement non sollicitée d'être sélectionnée ? D'être approuvée ?
9. La recherche proactive augmente-t-elle la probabilité d'acceptation finale de la demande d'investissement ? Si oui, commentez.
10. Comment se fait la cueillette des informations lors de la recherche proactive ?
11. Quels sont les moyens nécessaires pour mener une recherche active efficace ?



## La sélection

*Lorsque les demandes de financement sont reçues par la SCR, les GCR procèdent à la sélection des projets qui répondent à leurs critères d'investissement.*

1. Comment se déroule la sélection des projets ?
2. Pouvez-vous citer les principaux critères de sélection et les classer par ordre d'importance ?
3. Comment sont établis les critères de sélection ?
4. Combien dure en moyenne la phase de sélection ?
5. Quels sont les éléments qui influencent la durée de sélection de projets ?
6. Est-il possible qu'un projet n'ayant pas suscité votre intérêt soit financé par une autre SCR ? Quelle est votre réaction vis-à-vis d'une telle situation ?
7. Quelle est la probabilité de financement d'un projet sélectionné ?
8. Un avantage technologique dans un projet est-il suffisant pour susciter votre intérêt ?
9. Quelles sont les personnes qui participent à la sélection des projets ? Pourquoi ?
10. Serait-il possible que vous reteniez un projet ne faisant pas partie du domaine d'expertise de votre SCR ?
11. Pensez-vous que les personnes responsables de la sélection des projets se basent parfois sur leur intuition lors de la sélection des projets ?
12. L'expérience des GCR est-elle déterminante dans la phase de sélection des demandes d'investissement ?
13. Arrive-t-il que certains critères de sélection soient négligés au profit d'autres aspects du projet ?
14. Quelle est la probabilité de sélection d'une demande d'investissement que vous avez rejetée auparavant ?
15. Quelle est la probabilité de sélection d'un projet qui a été rejeté par une autre SCR ?
16. À combien évaluez-vous le pourcentage de projets rejetés à la fin cette étape ?

## **L'évaluation**

*Une fois les demandes d'investissement retenues, les GCR se concentrent sur l'évaluation des dossiers selon leurs propres méthodes afin d'estimer le potentiel du projet.*

1. Quels sont les différents moyens dont vous disposez pour mener à bien votre évaluation ?
2. En combien d'étapes s'effectue l'évaluation ?
3. En quoi consiste chaque étape ?
4. Combien dure en moyenne la phase d'évaluation ?
5. Qu'est ce qui retient votre attention lors de l'analyse du plan d'affaires ?
6. Comment évaluez-vous les caractéristiques de l'équipe dirigeante ?
7. Quelles sont les caractéristiques les plus importantes du produit ?
8. Quelles sont vos méthodes d'évaluation du marché ?
9. Comment se fait l'évaluation financière ?
10. Quel est le critère d'évaluation le plus déterminant ? Selon quel ordre classez-vous les autres ?
11. Recourez-vous souvent aux services de consultants externes ? Si oui, dans quelles circonstances ?
12. Quels sont les principaux facteurs de risque dont vous tenez compte lors de l'évaluation ?
13. Comment les mesurez-vous ?
14. Sur quels facteurs vous basez-vous pour compenser les différents types de risque ?
15. Comment évaluez-vous l'historique de la PME ?
16. Êtes-vous en mesure de prévoir les activités dans lesquelles vous aurez des problèmes dans le futur ?
17. Les critères et la méthode d'évaluation diffèrent-ils d'un projet à l'autre ? Quels sont les principaux points de différence ?
18. Si un projet est intéressant mais que certains éléments sont incomplets ou non pertinents que faites-vous ?
19. Sous quelle(s) condition(s) acceptez-vous de faire une réévaluation d'un projet ?
20. Quelle est la probabilité de réévaluer une demande d'investissement qui vous a paru à une certaine époque non intéressante mais qui a connu quelques modifications ?
21. À combien évaluez-vous le pourcentage de projets rejetés à la fin cette étape ?

## **La structuration**

*Si l'évaluation du projet est jugée satisfaisante par les GCR, ces derniers entament des discussions avec l'équipe dirigeante de la PME pour structurer l'investissement.*

1. Quels sont les points importants qui font l'objet de négociation entre votre SCR et la PME que vous envisagez de financer ?
2. Quels sont les éléments qui sont souvent difficiles à négocier ?
3. Existe-t-il un contrat d'investissement standard ?
4. Quelles sont les principales clauses contractuelles ?
5. Est-ce que ces clauses sont toujours les mêmes pour n'importe quel projet ?
6. Combien de temps est-il consacré en moyenne à cette étape ?
7. Quels sont les facteurs qui influent sur la durée de cette étape ?
8. Avec quels objectifs abordez-vous cette phase ?
9. À combien évaluez-vous le pourcentage de projets rejetés à la fin cette étape ?
10. Quel est votre instrument financier privilégié ? Pourquoi ?
11. De quoi dépend le choix de l'instrument financier ?
12. Quel est le taux de rendement moyen que vous exigez sur vos investissements ?
13. Avez-vous une stratégie particulière de financement ? Si oui, pouvez-vous nous expliquer en quoi elle consiste ?
14. Est-ce que vous envisagez les possibilités de syndication ? Dans quelles circonstances ?
15. Comment réagissent les entrepreneurs face à une telle alternative ? Tenez-vous compte de leur avis ?
16. Est-ce que votre degré d'implication dans la gestion des PME figure préalablement dans le contrat ?
17. Est-ce que la voie de sortie est fixée initialement par contrat ? Si oui, pourquoi ?

### **Les activités post-investissement**

*Après la signature du contrat, la SCR s'engage dans une nouvelle étape du processus décisionnel, caractérisée par une relation plus étroite avec les dirigeants de la PME. Il est question de la gestion du projet depuis son financement jusqu'à sa liquidation.*

1. Comment jugez-vous votre relation avec les PME de votre portefeuille ?
2. Quelles sont vos exigences fondamentales ?
3. Quelle est la nature des principaux problèmes rencontrés avec les PME de votre portefeuille ?
4. Que faites-vous pour résoudre ces problèmes ?
5. Comment réagissez-vous lorsque les événements tournent mal ?
6. Quels sont les facteurs qui influencent votre degré d'intervention ?
7. Dans quelles activités intervenez-vous le plus souvent ? Le moins souvent ? Pourquoi ?
8. Quelles sont les types de sortie envisagées ? Pourquoi ?
9. Quelles sont les fréquences de chaque stratégie de sortie ?
10. Quelles sont les raisons qui vous incitent à sortir (liquider l'investissement) ?
11. Vous arrive-t-il de sortir avant terme ? Si oui, pourquoi ?
12. Quelle est la stratégie de sortie la plus rentable ?
13. Quels sont les facteurs pris en compte lors de la sortie ?
14. Selon quelles proportions sont liquidés vos investissements ?
15. Y a-t-il souvent des conflits avec l'équipe dirigeante au sujet du moment et de la voie de sortie ?
16. Quelles sont vos contributions au sein de la PME ?
17. Comment jugez-vous l'utilité de votre présence au conseil d'administration ?