

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC

MÉMOIRE PRÉSENTÉ À

L'UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À TROIS-RIVIÈRES

COMME EXIGENCE PARTIELLE  
DE LA MAÎTRISE EN ADMINISTRATION DES AFFAIRES

PAR  
ANWARE TEMSAMANI

L'IDENTIFICATION ET LA GESTION DES RISQUES PAR LES SOCIÉTÉS  
DE CAPITAL DE RISQUE LORS D'UN FINANCEMENT

JUIN 2012

Université du Québec à Trois-Rivières

Service de la bibliothèque

Avertissement

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

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

## SOMMAIRE :

L'objectif de la présente recherche est d'explorer comment les droits de contrôle et l'implication managériale permettent aux sociétés de capital de risque (SCR) de gérer les risques de leurs investissements.

Les exigences et Les restrictions imposées par les SCR rendent l'accès aux fonds du capital de risque (CR) une tâche très difficile. En effet, moins de 1% des propositions d'affaire examinées seront effectivement financées (St-Pierre, 2004).

Au cours de notre recherche un élément a attiré notre attention. En effet, comment après avoir surmontée les difficultés spécifiques aux PME et après avoir réussie à confronter les obstacles et à répondre aux exigences des SCR, la majorité des entreprises financées ne réussit pas à atteindre les objectifs de croissance? Un rendement potentiellement élevé, principale motivation au financement par la SCR, est, en outre, loin d'être atteint. À cet égard, St-Pierre (2004) et Duruflé (2009) soulignent que seulement 20% des firmes financées par CR réalisent effectivement le rendement espéré.

Les résultats modestes des PME canadiennes financées par CR est un phénomène qui prend de l'ampleur. Il crée des débats importants ; de nombreux organismes mentionnent ce problème dans les médias et incitent le gouvernement à passer à l'action.

La visée de ce travail est de montrer l'importance de la contribution du capital-risqueur dans la performance de ces entreprises. Plusieurs recherches comme celles menées par Tyebjee et Bruno (1984), Timmons (1985), Drucker (1985), Siegle et Narasimha (1985), MacMillan *et al.* (1985), MacMillan *et al.* (1987), Teece (1987), Carter et VanAuken (1994) ont qualifié la réussite des firmes financées par CR comme étant « conditionnelle » aux compétences de l'entrepreneur. Ainsi, l'entrepreneur est la clef du succès de l'investissement.

Nous avons alors cherché à ressortir les inconvénients et les limites de cette conclusion. Partant de l'idée que ce n'est probablement pas à l'entrepreneur seul

d'assumer toute la responsabilité des résultats alarmants énoncés précédemment, nous avons mené une étude critique du courant de pensée qui prédomine dans cette discipline.

Ce courant, l'école de l'entrepreneur en CR, se base sur l'idée que le rôle de l'entrepreneur est indispensable à la réussite d'un projet. Les compétences de l'entrepreneur seraient incontournables et conduiraient à la performance des PME financées par CR. MacMillan *et al.* (1985) estiment par exemple que les compétences de l'entrepreneur (formation, expérience dans le domaine d'expertise, aptitude aux risques) est, parmi tous les critères envisagés dans la décision des capital-risqueurs, le critère le plus important. MacMillan *et al.* (1987) ont montré, par ailleurs, que les firmes performantes sont administrées par une équipe de direction hautement qualifiée. Les compétences de l'équipe de management sont, selon eux, le principal facteur de distinction entre les firmes performantes et celles défailtantes.

Suivant la même idée, Carter et VanAuken (1994) ont élaboré un modèle d'identification des risques. Selon eux, le risque entrepreneurial, qui est fonction fonction des compétences de l'entrepreneur et de son équipe de direction, est le facteur de risque le plus important dans un investissement en CR.

Depuis les années 1980, ce courant de pensée concernait la majorité des publications. Toutefois, des ouvrages récents valorisent plutôt le rôle du capital-risqueur et l'impact de sa contribution sur la performance de ses investissements (Hellmann et Puri (1999), Hellmann et Puri (2002), Edelman (2002), Chemmanur *et al.* (2009)). Selon eux, l'intervention du capital-risqueur dans la gestion de l'entreprise a un impact significatif sur la performance de ses entreprises.

C'est dans l'optique de répondre à ces questions que notre étude exploratoire s'est intéressée aux différentes formes d'implication des SCR dans la gestion et le contrôle des firmes de leurs portefeuilles. C'est à travers cet axe que nous avons cherché à explorer comment l'implication du capital-risqueur et l'exercice de ses droits de

contrôle lui permettent de gérer les risques et d'améliorer la performance de ses investissements.

À partir de l'étude de plusieurs SCR actives au Canada, nous avons formulé des conclusions et proposé des recommandations. Ainsi, notre recherche dévoile que les investisseurs canadiens interrogés se servent de leurs droits de contrôle pour minimiser les risques et s'impliquer dans la gestion des entreprises. Ces pratiques de contrôle et d'implication managériale influencent la performance des investissements réalisés.

À l'instar des publications sur le sujet, nous appellerons dans ce mémoire « firmes entrepreneuriales (FE) » les firmes financées par CR. Ce sont elles qui sont au cœur de nos préoccupations.

**Mots clés :** Capital De Risque, Implication des Capital-Risqueurs, Entrepreneur Fondateur, Risques, Succès, Droits de Contrôle, Firmes Entrepreneuriales.

## TABLE DES MATIÈRES

<b>SOMMAIRE :</b>	<b>I</b>
<b>TABLE DES MATIÈRES</b>	<b>II</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX</b>	<b>III</b>
<b>LISTE DES ABRÉVIATIONS</b>	<b>IV</b>
<b>INTRODUCTION</b>	<b>10</b>
<b>CHAPITRE 1: RECENSEMENT DE LITTÉRATURE, CHOIX DU THÈME ET CADRE CONCEPTUEL</b>	<b>14</b>
1.1. Revue de littérature et choix du thème	15
1.1.1. La pertinence du thème	15
1.2. Le capital de risque versus le financement bancaire	21
1.2.1. Le capital de risque : signification du concept	21
1.2.2. La distinction entre le CR et le financement bancaire	22
1.3. La théorie d'agence et l'asymétrie de l'information dans un jumelage en CR	29
1.3.1. Le dilemme de l'agence : vision classique	30
1.3.2. Le dilemme de l'agence: un autre point de vue.....	34
1.4. Le risque dans l'univers du CR	36
1.4.1. Le risque : définition du concept et l'impact sur la performance	37
1.4.2. Les risques spécifiques aux FE : modèles d'identification	38
1.4.3. Signification et origines des risques spécifiques aux FE	41
1.4.4. Les obstacles à la croissance des FE	45
1.5 L'entrepreneur: survol de littérature	47
1.5.1. Les critères de décision chez les capital-risqueurs et le risque entrepreneurial	48
1.5.2. Les caractéristiques de l'entrepreneur apprécié par les capital-risqueurs	55
1.5.3. La réussite de la FE et le rôle de l'entrepreneur	58
1.6. Le rôle déterminant des capital-risqueurs dans les FE et l'impact sur la performance.	64
1.6.1. L'aspect contractuel et le contrôle des FE.	64
1.6.2. La contribution non financière du capital-risqueur et son impact sur la performance	71

1.6.3. L'impact de l'éloignement sur la collaboration entre les FE et les capital-risqueurs : l'effet sur la performance.	78
<b>CHAPITRE 2 : L'ASPECT MÉTHODOLOGIQUE</b>	<b>81</b>
2.1. Le type de la recherche et l'approche utilisée.....	82
2.1.1. Le type de la recherche.....	83
2.1.2. L'approche utilisée.....	84
2.2. Les obstacles à l'analyse quantitative et les préférences à l'approche qualitative.....	84
2.2.1. Les obstacles à l'analyse quantitative.....	84
2.2.2. La non représentativité de l'échantillon.....	84
2.2.3. La difficulté d'obtenir des données confidentielles.....	85
2.2.4. L'objectif de la recherche.....	86
2.2.5. Les avantages d'une analyse qualitative comme méthodologie de notre recherche.....	87
2.3. La collecte des données.....	88
2.3.1. Le questionnaire et les entrevues.....	88
2.3.2 L'échantillon.....	90
<b>Chapitre 3 : Analyses et Résultats.....</b>	<b>93</b>
3.1 L'analyse et l'interprétation des données.....	94
3.1.1. Les critères de décision.....	94
3.1.2. Les clauses contractuelles.....	100
3.1.3. Les avantages des SCR par rapport aux banques.....	109
3.1.4. Les contributions non financières.....	113
3.1.5. La proximité géographique comme obstacle à la contribution managériale des SCR.....	119
3.2. Discussion générale.....	122
3.2.1. La gestion de risque préinvestissement.....	123
3.2.2. La gestion de risque post-investissement.....	127
3.2.3. Recommandation.....	130
<b>Conclusion.....</b>	<b>132</b>

<b>BIBLIOGRAPHIE.....</b>	<b>135</b>
Annexe 1.....	147
Annexe 2.....	152
Annexe 3.....	153
Annexe 4.....	154
Annexe 5.....	155
Annexe 6.....	157

## LISTE DES TABLEAUX

<b>Tableau 1:</b> Les principaux types de fonds de CR canadiens	17
<b>Tableau 2 :</b> Les montants investis durant les premiers trimestres de 2009 et 2010 (par type de fonds) en millions de Dollars Canadiens.	18
<b>Tableau 3:</b> Les cinq premiers investisseurs au Canada (par nombre d'entreprises financées).	18
<b>Tableau 4:</b> Répartition du chiffre d'affaire des FE canadienne (par secteur).	20
<b>Tableau 5:</b> Les investissements (en millions de dollars) au Canada durant les premiers trimestres 2009 et 2010 (par secteur).	20
<b>Tableau 6:</b> Les risques dans un investissement en CR (Firmes en prédémarrage et démarrage).	40
<b>Tableau 7:</b> Principaux obstacles aux investissements en début de croissance au Canada (Noté de 1 à 5)	46
<b>Tableau 8:</b> Les facteurs selon les types de FE étudiées par Macmillan et al (1987).....	57
<b>Tableau 9:</b> Les droits de contrôle et les fréquences de leurs exercices par les GSCR canadiens.....	64
<b>Tableau 10 :</b> description des participants à la recherche selon leurs formes, cycles de vie et secteurs d'activités.....	90
<b>Tableau 11 :</b> les critères de décision par ordre d'importance.....	92
<b>Tableau 12 :</b> les droits de contrôle et leur niveau de pertinence.....	98
<b>Tableau 13 :</b> les procédures de remplacement de l'entrepreneur par les GSCR interviewés.....	103
<b>Tableau 14 :</b> Les mesures de professionnalisation des FE chez les SCR canadiennes interviewées par ordre de fréquence.....	111
<b>Tableau 15 :</b> Les critères recherchés chez le VP marketing et vente par ordre d'importance.....	113
<b>Tableau 16:</b> Les formes d'implications non financières fournies par les GSCR et leur fréquence.....	114
<b>Tableau 17:</b> Les fréquences des autres supports managériaux aux FE.....	117

## LISTE DES ABRÉVIATIONS

CR : Capital De Risque

PME : Petites et Moyennes Entreprises

PAPE : Premier Appel à l'Épargne Publique

PWC : Price Waterhouse

SCR: Sociétés de Capital de Risque

GSCR : Gestionnaires des Sociétés de Capital de Risque

TI : Technologie de l'Information

TIC : Technologie de l'Information et de Communication

CVCA : Canada's Venture Capital & Private Equity Association (Association Canadienne des Sociétés de Capital de Risque).

R&D : Recherche Et Développement.

RH : Ressources Humaines.

FE : Firmes Entrepreneuriales

É-U : États-Unis

## INTRODUCTION

Les PME sont des composantes primordiales de l'économie dans de nombreux pays; le Canada ne faisant pas exception à cette règle (Industrie Canada ; 2004). Parmi ces PME, se trouvent les FE. Leur contribution à l'économie canadienne est importante en terme de création d'emplois, de création de richesses et de valeurs ajoutées ou en terme de promotion de l'entrepreneuriat et de l'innovation (Duruflé, 2009).

Grâce au CR, ces entreprises accentuent leur présence dans l'économie canadienne. D'après un rapport publié par Industrie Canada (2004), l'importance de la contribution du CR au produit intérieur brut (PIB) hisse le Canada en deuxième position des pays de l'OCDE. Cette seconde place démontre ainsi l'influence positive des FE dans la création de richesse et de valeur ajoutée dans l'économie locale.

Les PME ne sont pas toutes en mesure d'accéder aux capitaux nécessaires à leur croissance (St-Pierre, 2004). Se financer auprès des institutions financières traditionnelles et s'insérer dans le système classique de financement exigent des moyens qui ne sont pas disponibles dans toutes les PME. Cette pratique reste de plus en plus avantageuse sur le plan du réseautage, du partenariat et de la collaboration (Duruflé, 2009).

De ce fait, le CR constitue le meilleur moyen de financement pour les PME qui cherchent la croissance en étant accompagnés par des partenaires (Ferjani, 2000). Ces derniers fournissent à la fois du financement et partagent le risque (Amit *et al.* 1990). Ils participent également à la gestion de la PME en lui fournissant des réseaux, une expertise etc. (Ferjani, 2000 ; St-Pierre, 2004 et Duruflé, 2009).

Dans le rapport mentionné plus haut, Industrie Canada (2004) présente les caractéristiques de la PME recherchées par les SCR pour accorder un financement. Parmi elles, on trouve un potentiel de croissance élevée et un rendement annuel possible

de 30 à 40% sur cinq ans. Un taux de rendement aussi élevé est lié à un niveau de risque très élevé (Amit *et al.* 1990).

Plusieurs facteurs de risque menacent la réussite des FE. Néanmoins, un bon nombre de gestionnaires de capital de risque (GSCR) dispose de pratiques jugées exemplaires pour gérer ces risques (Gompers, 1995). Parmi ces pratiques, on peut mentionner le support managérial et le contrôle. Ces deux éléments distinguent d'ailleurs les capital-risqueurs des banquiers (Ferjani, 2000). Une fois le financement accordé, ces derniers ne peuvent en effet intervenir dans la gestion de l'entreprise cliente.

Selon la littérature, le risque entrepreneurial associé aux compétences de l'entrepreneur-fondateur est estimé comme étant le plus important de tous les risques spécifiques au CR (Carter et Van Auken, 1994). En effet, de nombreux auteurs ont trouvé dans le risque entrepreneurial une vaste avenue pour leurs travaux. Dans ce domaine, les chercheurs en CR se sont penchés sur l'évaluation du potentiel managérial des entrepreneurs, les critères de sélection des projets par les capital-risqueurs, le rôle de l'entrepreneur dans les FE, l'impact des entrepreneurs sur le succès des FE etc. (MacMillan *et al.*, 1985 ; MacMillan *et al.*, 1987 ; Carter et Van Auken, 1994 ; Zider, 1998 ; Zutshi *et al.*, 1999 ; Stéphan, 2003 ; St-Pierre, 2004 ; Gladstone et Gladstone, 2004 ; Secrieru et Vigneault, 2004 ; Boadway *et al.*, 2005 et Mélé, 2007).

Ainsi, l'impact de l'entrepreneur et son équipe de direction sur la performance de la FE prédominait la discipline du CR et influençait donc les pratiques d'affaire au sein de ce secteur. Par conséquent, les capital-risqueurs aux É-U avaient recours aux résultats historiques de leurs FE pour apprendre puis élaborer des conclusions concernant les stratégies de leurs investissements, pour améliorer les façons de faire dans le but d'enrichir les compétences et expériences de l'entreprise financée. Pendant les années 1980, plusieurs capital-risqueurs remarquaient que les firmes les plus performantes étaient dirigées par des entrepreneurs hautement qualifiés (MacMillan *et al.*, 1987) ; ces

entrepreneurs avaient avant tout une formation et une expérience solide dans leurs champs de spécialisation.

De nos jours, cette conclusion est toujours d'actualité dans les publications qui enrichissent la littérature. Mais, parallèlement, d'autres recherches étudient les différentes formes d'implication des SCR dans les FE afin de mesurer l'impact de ces implications sur la performance de ces firmes.

C'est dans ce courant, qui se développe en parallèle des études traditionnelles, que nous plaçons notre réflexion. À la différence de l'école de l'entrepreneur en CR, nous souhaitons en effet montrer que l'entrepreneur n'est pas seul garant du succès d'une FE. Pour une performance technique, commerciale et financière, la contribution du capital-risqueur est nécessaire voir même indispensable (Hellmann et Puri (2002) et Chemmanur *et al.* (2009)). Comme nous l'avons précédemment évoqué le rôle de ce bailleur de fonds n'est pas uniquement de financer des projets (à la différence du banquier). Il apporte également une expertise et un soutien managérial voir parfois technique ; son implication ne se limitant pas au niveau stratégique mais pouvant s'étendre au niveau opérationnel. Il participe, ainsi, activement à la gestion des entreprises (Edelman; 2002 et PWC; 2003).

Ainsi, l'objectif de ce mémoire sera de démontrer et de justifier l'importance de l'implication des SCR dans la performance de la FE. En opposition avec la prédominance de l'importance de l'entrepreneur, nous allons estimer le rôle du capital-risqueur dans cette même performance via son intervention dans la gestion de ces firmes. Notre recherche portera essentiellement sur le support managérial et le contrôle en tant qu'outil de gestion de risque. Nous analyserons également l'impact de ces outils sur la performance commerciale et financière des FE.

Afin de rencontrer nos objectifs de recherche, nous avons réalisé des études de cas auprès de six SCR actives au Canada. Nous avons collecté les informations qui

composent ces études de cas à l'aide d'un questionnaire et d'entrevues semi-dirigées avec les dirigeants de ces sociétés.

Ce mémoire comporte trois parties. Dans la première partie, nous présentons le contexte de l'étude et la problématique. Une revue de littérature nous aidera à expliquer les concepts-clefs de notre recherche et à démontrer la pertinence de notre problématique. Différents documents qui discutent de l'importance de l'entrepreneur en CR, de son rôle dans le succès d'une FE et qui présentent des modèles d'identifications des risques spécifiques aux FE y seront présentés. Nous exposerons, également dans cette partie, une série de travaux axés sur le rôle du capital-risqueur dans le contrôle des FE et les différentes formes d'implications non-financières. Ces documents nous aideront à éclairer le lien entre les droits de contrôle, les supports managériaux et la gestion des risques. Autrement dit, nous souhaitons dans cette partie montrer comment les capital-risqueurs se servent de leurs droits de contrôle pour maîtriser et gérer les risques qui peuvent menacer le rendement de leur investissement. Cette première partie sera composée de six sections.

La seconde partie sera entièrement consacrée à la méthodologie. Nous avons choisi une approche qualitative basée sur une étude de six cas (notre échantillon de SCR est composé de type fonds privés indépendants, fond de personne morale et un fond d'État). Les informations et chiffres ont été collectés par le biais d'un questionnaire de treize questions et ont été complétés par des entrevues avec les gestionnaires des fonds interrogés. Les résultats seront présentés sous formes de tableaux.

L'analyse et le traitement des données feront l'objet d'une troisième partie. Nous clôturerons notre travail par une conclusion générale qui rappellera les lignes directrices de notre recherche, la démarche suivie, les limites et les avenues de recherche envisageables.

CHAPITRE 1: RECENSEMENT DE LITTÉRATURE, CHOIX DU THÈME ET  
CADRE CONCEPTUEL

## 1.1.REVUE DE LITTÉRATURE ET CHOIX DU THÈME

St-Pierre et Mathieu (2003) ont réalisé un travail de recensement des publications concernant le CR. Dans leur rapport de recherche présenté à Industrie Canada (2003), les deux auteurs ont déterminé le nombre de documents publiés pour chaque thème d'étude en CR.

Ce rapport de recherche de St-Pierre et Mathieu, du fait de sa date de publication, ne prend pas en considération les publications postérieures à 2003. Pour cette raison, nous avons réalisé un second travail de recension de littérature. Il nous a permis de comprendre les principales nouveautés en matière de fonctionnement des SCR et les éléments en rapport avec la gestion des risques et l'implication des GSCR dans les FE.

Nous avons étudié plusieurs documents récents sur les thèmes de l'asymétrie d'information dans l'univers du CR, de l'entrepreneur (élément central des investissements en CR), de l'implication managériale des SCR dans les FE (contribution non-financière) et le thème des droits de contrôle (aspect contractuel). Grâce à l'étude combinée de ces thèmes, nous nous sommes intéressés à une nouvelle avenue de recherche. Nous nous intéressons, en premier lieu, à l'asymétrie d'information et à la divergence des intérêts entre les capital-risqueurs et l'entrepreneur fondateur. Au fur et à mesure de l'étude de travaux axés sur l'entrepreneur et sur l'implication des SCR dans les entreprises, nous avons adopté une vision critique de l'idée selon laquelle «l'entrepreneur fondateur est la clef du succès». Nous nous sommes alors davantage penchés sur l'implication des SCR en tant qu'outil de gestion des risques.

### 1.1.1. La pertinence du thème

Trois éléments nous permettent de justifier la pertinence de notre recherche :

- La rareté des publications concernant le secteur du CR au Canada.
- L'importance des entreprises financées par CR pour l'économie canadienne.
- Les publications spécifiques au CR au Canada.

### *1.1.2.1 La rareté des publications sur le CR canadien*

Chaque marché du CR a ses propres caractéristiques. C'est pourquoi les chercheurs utilisent des échantillons en provenance de différents pays. Ainsi, Manigart *et al.* (2002) ont analysé les déterminants du rendement exigé par les SCR dans cinq pays européens. De leur côté, Wright *et al.* (2004) ont axé leur étude sur les informations utilisées par les GSCR pour évaluer un investissement en CR aux É-U, en Europe et en Asie. À ces recherches, on peut également ajouter Zutshi *et al.* (1999), Manigart *et al.* (2002) et Pruthi *et al.* (2003) qui se sont intéressés respectivement au CR à Singapour, en Europe et en Inde.

Cumming et MacIntosh (2000, 2002) se sont, quant à eux, intéressés aux véhicules de sortie via une étude comparative entre le Canada et les États-Unis. Ils ont déterminé les fréquences de chaque mode de sortie et identifié, ainsi, les préférences des SCR canadiennes et américaines. Ils ont relevé que l'ensemble des moyens de sortie avaient des fréquences différentes aux É-U et au Canada. La majorité des publications concerne les États-Unis. Deux explications à ce constat sont possibles : l'importance de ce marché (Stéphany ; 2003) et la présence de plusieurs chercheurs intéressés par ce mode de financement.

Certains auteurs se sont néanmoins penchés sur le CR Canadien. Parmi eux nous pouvons citer Best (1997). Ce dernier insiste sur la rareté des recherches académiques concernant le CR canadien alors que, selon lui, les particularités du CR local permettent de trouver de vastes avenues de recherche. En effet, il estime que certains facteurs comme l'importance des fonds fournis par le gouvernement et la grande diversité des SCR canadiennes permettent d'entreprendre beaucoup de recherches concernant ce marché.

Même si la recherche canadienne sur ces sujets est rare, certains auteurs s'y sont tout de même penchés. MacDonald et associés (1998) ont travaillé sur les deux aspects évoqués par Best (1997). Ils ont alors répertorié plus de dix catégories de fonds de CR actifs au Canada. Le tableau 1 présente les principaux.

<b>Tableau 1: Les principaux types de fonds de CR canadiens</b>		
<b>Types de SCR</b>	<b>Sources de fonds</b>	<b>Exemples</b>
Fonds privés indépendants	Fonds de pension, banque, compagnie d'assurance, fédération et autres.	-GTI Capital -CTI Sciences de la vie
Fonds de travailleurs ou fonds fiscalisés	Gouvernement et épargne des travailleurs admissibles.	-FTQ -Working Venture -Working opportunity fund
Fonds de personnes morales	Filiales de sociétés financières ou industrielles	-TD Capital -BMO CR
Fonds d'état	Divisions des banques à chartes et autres fonds gouvernementaux	-BDC -Innovatech

*Source : Mac Donald et associés (1998)*

D'autres rares auteurs ont travaillé sur le CR canadien à partir d'échantillons formés des SCR actives au Canada. Parmi eux, on peut citer Amit *et al.* (1998); Jogs, (1998); Mac Donald et associés (2005); Ferjani, (2000); Dufresne, (2002); PWC (2003); Mélé, (2007) et Duruflé (2009).

La rareté des publications spécifiques au marché local du CR, malgré son importance (Stéphany, 2003) et sa diversité (Best, 1997), nous motive à mener cette recherche afin d'enrichir et d'alimenter les publications sur ce domaine.

#### *1.1.1.2. La contribution de l'industrie du CR à l'économie canadienne.*

Dans le domaine du CR, le volume d'investissement est un indicateur pertinent pour faire des comparaisons entre les pays. Le Canada, membre du G8 et malgré une population plus faible que les autres pays, occupe la quatrième place mondiale en termes de volume d'investissement. Il est devancé par les É-U, le Royaume-Uni et l'Allemagne (Stéphany, 2003). Dans un premier temps, nous allons présenter une brève description

de l'industrie du CR au Canada. Nous allons exposer dans cette description le volume des investissements et les principaux investisseurs par type de fonds.

Les données fournies par le moniteur de CR permettent de présenter le volume d'investissement en millions de dollars durant les premiers trimestres des années 2009 et 2010 (Tableau 2). Les principaux fonds (par nombre de FE financées) seront, quant à eux, présentés dans le Tableau 3.

**Tableau 2 : Les montants investis durant les premiers trimestres de 2009 et 2010 (par type de fonds) en millions de Dollars Canadiens.**

Type de fonds	T1 (2009)	T2 (2010)
Fonds étrangers	79	92
Fonds privés indépendants	44	73
Fonds de travailleurs	54	51

*Source : Moniteur de CR (2009; 2010)*

**Tableau 3: Les cinq premiers investisseurs au Canada (par nombre d'entreprises financées).**

Ordre°	Principaux investisseurs en CR
1	FTQ
2	BDC
3	CDP Capital
4	Desjardins CR
5	Innovatech Montréal

*Source : Industrie Canada (2002)*

Le CR est important dans le développement d'une économie moderne fondée sur la technologie. À cet égard, des entreprises canadiennes comme Biochem Pharma, Research in Motion, MacDonald Dettwiler et Associates, Corel, Open Text et Ballard Power Systems ont trouvé dans le CR une source de capital pour financer leur

démarrage (Duruflé, 2009). Plus récemment encore, les débuts de Google, Youtube et Yahoo ont été financées par CR.

Nombreux sont les chercheurs comme Stéphany (2003) qui ont cherché à voir l'importance du CR pour l'économie. Parmi ces chercheurs, Duruflé (2009) a travaillé sur l'importance du CR pour l'économie canadienne. Ces travaux lui permettent d'avancer qu'entre 1996 et 1997, les fonds de CR ont financé environ 2175 sociétés technologiques au Canada. En 2007, selon lui, les FE ont fortement participé à la création de richesse du pays. Cette année-là, les FE ont, en effet, contribué au PIB Canadien à hauteur de 14.5 milliards de dollars. Ce chiffre révèle l'importance des FE dans la création de richesse d'un pays.

Les FE emploient 63 955 personnes au Canada et 17 760 à l'étranger. La création d'emplois dans ce domaine est caractérisé par un effet Boule de neige (Duruflé; 2009). En effet, lorsqu'une FE rencontre le succès, elle crée d'autres entreprises (par le biais de filiales ou d'essaimage). Les FE sont donc importantes puisqu'elles participent à la création d'emplois sur le marché du travail canadien. Duruflé (2009) estime à 10.5 millions de dollars le chiffre d'affaires moyen de ces entreprises. Une bonne partie de leurs ventes est destinée aux marchés étrangers. Selon l'auteur, ces FE ont, en effet, une tendance élevée à l'exportation ; elles ont les caractéristiques de PME exportatrices. Le montant global des ventes de ces FE est de 18.5 milliards de dollars. Ce montant est réparti en trois grands secteurs repris dans le tableau 4.

<b>Tableau 4: Répartition du chiffre d'affaire des FE canadienne (par secteur).</b>		
<b>Secteur</b>	<b>Chiffre d'affaire (en Milliard de dollars)</b>	<b>Part (en %)</b>
Technologie de l'information et communication TIC	15,4	83.24%
Sciences de la vie	1,9	10.27%
Autres technologies	1,0	5.4%

*Sources : Duruflé (2009)*

Les SCR accordent davantage de fonds aux FE appartenant aux secteurs technologiques. Caractérisés par un degré élevé d'innovation, ces FE sont plus attrayantes pour les capital-risqueurs que les FE dites traditionnelles. Les chiffres présentés dans le tableau 5 en témoignent.

Secteur	T1 2009	T1 2010
Sciences de la vie	37	65
Technologie de l'information	164	103
Autres technologies	14	84
Secteurs traditionnels	64	23

*Source : Thomson Reuters Canada, 2010 (Industrie Canada, 2010)*

Ainsi, on peut voir que les investissements dans les secteurs traditionnels ont diminué, passant de 64 millions de dollars à 23 millions entre le premier trimestre de 2009 et celui de 2010. Les SCR s'intéressent davantage aux secteurs technologiques. Cet élément explique qu'une grande partie des grandes entreprises canadiennes de technologie (Sierra systems; Videotron, Geac Computer etc.) a été financée par CR à la création (Duruflé, 2009).

À l'instar de Duruflé (2009), nous pouvons lister ainsi les contributions du CR à l'économie:

- Le CR contribue à la création de nouvelles entreprises qui, par un effet boule de neige, débouche sur la création de nouveaux emplois.
- Le CR contribue à la création de richesse d'un pays car ces entreprises fournissent une part non-négligeable du PIB d'un pays.
- Il promeut l'entrepreneuriat en permettant aux porteurs de projet de se lancer en affaire.
- Il permet le financement et la promotion de l'innovation.
- Enfin, il soutient financièrement les secteurs technologiques d'une économie.

## 1.2. LE CAPITAL DE RISQUE VERSUS LE FINANCEMENT BANCAIRE

L'implication des SCR dans les activités de la firme financée, comme nous allons le montrer dans cette recherche, est un outil efficace de gestion de risque. Cette implication commence dès la réception d'une proposition d'affaire. Cet aspect fait du CR un financement distinct du financement bancaire. Les interventions des deux bailleurs de fonds sont également très différentes : le banquier accordant des prêts, alors que le capital-risqueur a davantage le rôle d'un actionnaire.

Nous allons réserver cette section à la distinction entre ces deux types de financement afin de mieux comprendre les risques spécifiques au CR.

### 1.2.1. Le capital de risque : signification du concept

Lerner et Gompers (2004) définissent le capital de risque comme suit : « *des capitaux dédiés et gérés de façon indépendante et qui se concentrent surtout sur des investissements en fonds propres ou quasi-fonds propres dans des entreprises privés en forte croissance.* » St-Pierre (2004), quant à elle, affirme que « *le capital de risque est du capital mis à la disposition d'entreprises qui ont des projets risqués ayant un grand potentiel de croissance à réaliser et pour lesquels elles ne peuvent fournir de garanties.* »

D'après ces citations, on peut faire une distinction entre le financement bancaire traditionnel et le financement par CR. Si le rôle du banquier se limite à fournir des capitaux avec pour objectif de réaliser des revenus d'intérêt, le capital-risqueur ne représente pas un simple créancier (St-Pierre; 2004). Dans la majorité des cas, il est un actionnaire qui fournit du capital mais également des compétences, une expertise et des réseaux. Il participe activement à la gestion de la firme financée et contribue ainsi à sa réussite. Ainsi, « *au-delà des ressources financières, le capital-risqueur fournit des connaissances et une expertise complémentaires à celles présentes dans l'entreprise* (St-Pierre; 2004) ».

Fredriksen *et al.* (1997) partagent la même opinion que St-Pierre (2004). Les auteurs précisent que l'apport du capital-risqueur n'est pas uniquement financier. Il apporte à la FE une importante valeur ajoutée. Les contributions non financières de ce bailleur de fonds encouragent le développement de la firme. Fredriksen *et al.* (1997) jugent même que les contributions non financières sont plus importantes que les fonds investis. Ferjani (2000) définit ainsi le CR comme « *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* ».

Ainsi, pour des raisons que nous expliquerons plus loin, le capital-risqueur est un investisseur actif qui négocie les conditions liées à son investissement. Il participe à la gestion de la firme financée dans l'objectif de protéger son investissement et mettre sa réputation à l'abri de tout échec ou résultat insatisfaisant (Duruflé; 2009).

### **1.2.2. La distinction entre le CR et le financement bancaire**

De Bettignies et Brander (2007) ont mis en exergue l'un des inconvénients majeurs du financement par CR pour un entrepreneur qui a le choix entre le financement bancaire et le CR. Avec le financement bancaire, l'entrepreneur conserve le contrôle total de sa firme. Tandis qu'avec le CR, l'apporteur de capitaux fournit un effort pour créer de la valeur, cet effort est invérifiable et difficile à mesurer (De Bettignies et Brander ; 2007). Cette différence reflète une sorte d'asymétrie informationnelle. L'entrepreneur et le capital-risqueur sont deux associés et doivent, ensemble, conjuguer leurs efforts pour atteindre les objectifs.

Partant toujours de l'idée que l'entrepreneur trouve dans le capital-risqueur un partenaire qui fournit des fonds et des efforts, De Bettignies et Brander (2007) considèrent que le CR ne sera privilégié au financement bancaire que si la productivité (efforts et l'implication managériale) du capital-risqueur est élevée et celle de l'entrepreneur est basse. Selon De Bettignies et Brander (2007), un entrepreneur

sollicitera donc du CR plutôt qu'un financement traditionnel si l'implication des SCR dans leur firme a une grande valeur.

En se basant sur les travaux de Fredriksen *et al.* (1997), de ceux de De Bettignies et Brander (2007) ou d'autres chercheurs, on comprend davantage la valeur de l'implication de la SCR dans la gestion active de la FE. On peut y voir une des raisons pour lesquelles les SCR exigent des conditions (Ferjani, 2000). En particulier, elles réclament un statut leur permettant de changer le dirigeant s'il montre des défaillances ou une incapacité à mener à terme l'investissement réalisé. Dans un financement bancaire, de telles conditions ne sont pas imposées. Habituellement, les banques ne peuvent exiger le droit de changer le dirigeant. Cet aspect témoigne d'une grande différence entre ces deux types de financement.

Trois autres caractéristiques permettent de distinguer le CR du financement bancaire : le profil des entreprises recherchées, le mode d'investissement et l'équipe des gestionnaires (Duruflé, 2009).

#### *1.2.2.1. Profil des entreprises recherchées par les capital-risqueurs*

Plusieurs auteurs ont donné une description des firmes ciblées par les SCR. Ferjani (2000), Gompers et Lerner (2001) et Duruflé (2009) considèrent que le CR s'intéresse surtout au financement d'entreprises nouvellement créées dont les entrepreneurs espèrent en faire des entreprises prometteuses à fort potentiel de croissance. Ce sont des entreprises qui garantissent des rendements élevés. (Lerner, 1995 ; Gompers et Lerner 2001 ; St-Pierre, 2004 et Duruflé, 2009) jugent que le CR convient aux cas difficiles d'entreprises ayant très peu d'actifs tangibles. Ces firmes, selon St-Pierre (2004) et Duruflé (2009), souffrent du manque de garanties à présenter lors d'une demande de financement bancaire. En effet, l'actif de ces entreprises est constitué d'une part non-négligeable de biens incorporels (Résultats de R&D, propriété intellectuelle, expertise du personnel, brevet et marques de fabrique, etc.). Les FE, par le caractère intangible de leurs actifs, sont donc des entreprises de savoir, l'actif incorporel

formant une part non-négligeable de leur patrimoine et leur richesse, pour ces raisons, ces entreprises sont qualifiées par les banquiers comme « hautement risquées » et elles ne répondent pas à leurs critères (Duruflé, 2009 ; St-Pierre, 2004).

Le CR est plus actif dans le financement des entreprises innovantes en stade de démarrage (Gompers, 1995). Selon cet auteur, les capital-risqueurs préfèrent notamment investir dans de nouvelles entreprises technologiques. Audretsch et Lehmann (2002), en analysant comment le CR se distingue du financement bancaire, ont conclu que les jeunes firmes innovantes ont plus de chance de se financer par CR que par prêt bancaire. D'après cette étude réalisée dans le secteur allemand du CR, le CR influence positivement la croissance de ces jeunes firmes tandis que le banquier se limite à fournir des fonds.

Grâce à l'innovation, les jeunes FE permettent de réaliser des rendements élevés, qui attirent les SCR. Ce rendement les encourage à investir des capitaux dans ces jeunes entreprises hautement risquées mais prometteuses (produits innovants en forte demande). À ce chapitre, Hellmann et Puri (1999) expliquent que le CR est attiré davantage par les entreprises innovantes qui créent continuellement des nouveaux produits que par les firmes « imitatrices » qui n'innovent pas.

La relation entre le CR et l'innovation a été plusieurs fois démontrée. En effet, selon Ferjani (2000), le CR est un moyen de financement davantage destiné aux PME technologiquement innovantes.

De leur côté, Hirukawa et Ueda (2008) ont réfuté la corrélation positive (« le CR stimule l'innovation ») entre les investissements en CR et l'innovation. D'après les auteurs, cette hypothèse peut être erronée car une relation causale inverse peut exister : l'innovation peut créer du CR. Pour eux, l'innovation facilite la création des capitaux de risque. En effet, il est certain que les GSCR investissent des fonds dans des projets novateurs où ils peuvent trouver des opportunités d'investissement. Si l'innovation fait défaut, le CR ne sera plus important. Cette conclusion de Hirukawa et Ueda (2008) peut

être justifiée par la création, chaque année, de nouveaux fonds de CR. Cette création de nouveaux fonds témoigne de la recherche de nouvelles opportunités d'investissement dans des jeunes FE innovatrices.

D'après les articles cités dans le paragraphe précédent, il devient facile de comprendre que les firmes ciblées par le CR, sont surtout des entreprises innovatrices, qui sont plus favorisées d'attirer les GSCR comparativement aux entreprises ayant une moindre tendance pour l'innovation.

#### *1.2.2.2. Le mode de financement*

Les instruments de financement utilisés par les banques et les SCR sont différents et reflètent leur degré d'aversion au risque et leurs espérances de rendement. Ce rendement espéré n'est pas le même chez les deux bailleurs de fonds. Le banquier recherche des intérêts ; le capital-risqueur préfère, quant à lui, être un actionnaire.

Ferjani (2000) affirme que le capital-risqueur est souvent à la recherche d'opportunités d'investissement à risque élevé qui procurent des gains potentiels élevés : *«la particularité du capital de risque 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 souvent évités par les banques»*. De son côté, St-Pierre (2004) estime que : *«le capital-risqueur n'est pas un banquier, au risque statistique, le capital-risqueur oppose la sélectivité des investissements, à un rendement fixe ou légèrement variable, il préfère réaliser des plus-values, à une attitude passive, il préfère une attitude active destinée à valoriser sa participation»*.

Ainsi, on peut voir que le degré d'aversion au risque n'est pas identique pour ces deux entités. Les SCR préfèrent investir dans des entreprises hautement risquées en espérant des rendements élevés sous la forme essentiellement de gain en capital. Ce dernier élément implique que le bailleur de fond soit actionnaire. Cette idée explique le choix d'opter pour le CR comme mode de financement.

Le financement bancaire prend souvent la forme d'un prêt ; le banquier cherchant à recevoir des intérêts comme rémunération. Cette préférence lui confère le rôle de créancier. Ce statut lui permet de réduire le niveau de risque. En effet en cas de faillite de l'entreprise, les créanciers sont remboursés en priorité une fois la liquidation des biens de la firme effectuée (AMF, 2007). Autrement dit, les créanciers sont remboursés avant les apporteurs de capitaux.

Dans le cadre du CR, la situation est différente (Duruflé, 2009). Ces bailleurs de fonds réalisent leurs investissements soit sous la forme d'actions (ordinaires ou privilégiées) soit par le moyen de dette convertible et de bons de souscription. La dette simple est également un instrument de financement mais elle est très peu utilisée par les SCR car elle conduirait les capital-risqueurs à avoir un rôle équivalent aux banquiers.

Lerner et Gompers (2004) ont répertorié les instruments utilisés par les SCR. Triantis (2001) a réalisé un travail équivalent tout en comparant les clauses contractuelles du financement bancaire et du CR. Selon lui, le capital-risqueur utiliserait des instruments de financement rarement utilisés par les banquiers car celui-ci cherche avant tout à être plus actif dans la prise de décisions managériales et à participer à la gestion de la FE.

Bratton (2002) s'est intéressé aux raisons qui poussent les SCR à privilégier un instrument de financement au détriment d'un autre. En particulier, il s'intéresse à la préférence accordée par les SCR américaines aux actions privilégiées. Il en ressort que ce type d'instrument comporte moins de risque que les actions ordinaires (Bratton, 2002). En effet, en cas de faillite, les actions privilégiées seront payées avant les actions ordinaires (AMF, 2007).

Les divergences entre les intérêts des entrepreneurs et ceux des SCR (Basha et Walz, 2000) peuvent compliquer le choix d'un instrument de sortie. Ces deux chercheurs ont donc mis au point un modèle s'appuyant sur les avantages des instruments convertibles. En effet, les actions privilégiées convertibles et les dettes

convertibles sont pourvues de certains avantages qui leur permettent de résoudre les conflits de divergence des intérêts (Basha et Walz, 2000). Selon ces auteurs, leur flexibilité permet aux parties contractantes (capital-risqueurs et entrepreneurs) de choisir entre plusieurs véhicules de sortie selon le stade de développement de l'entreprise. Les actions privilégiées convertibles sont donc plus facilement acceptées par l'entrepreneur. Ces instruments donnent lieu au rachat comme mode de sortie. En réalité, comme tous les autres titres de participations, les actions privilégiées convertibles peuvent être cédées sans conversion. Le capital-risqueur peut aussi convertir ses actions privilégiées en ordinaires avant de les céder à l'entrepreneur.

De la même manière, en cas d'acquisition de la FE par un investisseur, ces instruments convertibles peuvent être cédés sans conversion. Ils peuvent, également, être convertis en actions ordinaires avant la cession de la FE permettant alors au nouvel investisseur d'acquérir des actions ordinaires.

Si le PAPE est défini comme mode de sortie, alors le capital-risqueur n'a qu'à convertir sa dette convertible ou ses actions privilégiées en actions ordinaires. Par la suite, il pourra procéder au PAPE de la même manière qu'un autre actionnaire ordinaire de la FE.

### *1.2.2.3. Les équipes de gestionnaires*

À la différence des banques qui emploient principalement des généralistes, les SCR embauchent des équipes de spécialistes hautement qualifiés. (Duruflé, 2009). Cette volonté de privilégier des spécialistes s'explique par l'habitude qu'ont les GSCR de n'investir que dans les domaines dans lesquelles ils ont une grande expertise. Par contre, dans les banques, les équipes de généralistes financent des entreprises se trouvant à différentes phases de développement et appartenant à des secteurs d'activité variés.

Ueda (2000, 2004) s'est penché sur les éléments qui pourraient expliquer pourquoi certaines entreprises préfèrent le financement traditionnel tandis que d'autres optent pour le partenariat avec une SCR. Pour lui, cette différence provient du fait que

certaines jeunes entreprises rencontrent des difficultés à protéger notamment leur droit de propriété intellectuelle. Ces entreprises se tournent donc vers les SCR qui maîtrisent davantage cet aspect que les banques. L'auteur estime même que la croissance élevée du CR aux É-U est due à l'accroissement de la protection des droits de propriété intellectuelle. Les compétences juridiques et techniques des capital-risqueurs incitent donc les entrepreneurs à se tourner vers le CR plutôt que le financement traditionnel. La relation entre le renforcement de la protection de la propriété intellectuelle et la croissance du CR aux É-U nous incite à penser que les PME innovatrices en phase de démarrage privilégieront le CR si les SCR ont des compétences pour protéger ces droits.

Par ailleurs, le CR a une influence sur le dépôt des brevets (Kortum et Lerner, 2000). L'augmentation des investissements en CR dans une industrie à degré d'innovation élevée conduit à l'augmentation du nombre de dépôt de brevet. Il y a donc une relation positive entre le volume d'investissement en CR dans une industrie et le nombre des brevets déposés. Le dépôt d'un brevet permet la protection de la propriété intellectuelle et le droit de fabrication. Cet aspect, comme nous l'avons précisé précédemment, motive les firmes innovantes à chercher le CR plutôt que le financement bancaire.

Ueda (2000) estime que, outre cet aspect de protection de la propriété intellectuelle, les entrepreneurs privilégient le partenariat avec les capital-risqueurs car ils ont confiance en leur expertise technologique. Cette expertise rend les capital-risqueurs plus à même d'évaluer les projets technologiques. De plus, grâce à cette expertise, les SCR peuvent continuer le projet sans le fondateur-dirigeant en cas de défaillance ou d'événements imprévus (Ueda, 2000).

La protection de la propriété intellectuelle, le dépôt de brevet et la capacité d'évaluer les projets technologiques sont des avantages du CR associés aux compétences des capital-risqueurs. Ces compétences les distinguent des banquiers. A ces avantages, on peut également ajouter la capacité des capital-risqueurs à mener un PAPE et à attirer de nouveaux capitaux (Ueda, 2000).

La raison d'être des GSCR réside dans leur capacité à gérer le risque informationnel (Amit *et al.*, 1998). Parce que les capital-risqueurs sont plus qualifiés dans leurs domaines d'expertise que les autres bailleurs de fonds, ils sont capables de réduire les coûts d'agence liés à l'asymétrie d'information (Amit *et al.*, 1998). Cet aspect justifie la présence des capital-risqueurs dans les secteurs technologiques.

Cet aspect concernant l'asymétrie informationnelle élevée distingue le CR des autres types de financement. C'est autour de cette idée que nous allons développer la section suivante. L'objectif étant de comprendre le lien entre la relation d'agence et l'asymétrie d'information dans un investissement en CR.

### 1.3. LA THÉORIE D'AGENCE ET L'ASYMÉTRIE D'INFORMATION DANS UN JUMELAGE EN CR

Dans cette section, nous allons discuter de la théorie d'agence et de l'asymétrie d'information dans un financement par CR. À côté du risque entrepreneurial, le risque informationnel représente l'un des risques les plus menaçants dans une transaction de CR (Gompers, 1995). Ce risque trouve ses origines dans la relation d'agence présente dans ce mode de financement.

La plupart des modèles théoriques en CR sont élaborés à partir de la théorie d'agence qui permet de comprendre les liens entre le capital-risqueur et la direction de la FE (Dufresne, 2002). En effet, « *la théorie d'agence est surtout utilisée dans l'étude des relations entre les actionnaires, les créanciers et les gestionnaires des grandes firmes. Mais, à première vue, les implications de cette théorie semblent intéressantes pour expliquer les différentes facettes de l'intervention de la SCR, soit la surveillance et le contrôle, les clauses contractuelles, l'implication dans la gestion, la demande accrue d'information interne, etc.* (Dufresne, 2002). ». La littérature sur le sujet permet de comprendre certains mécanismes de gestion du risque chez les capital-risqueurs.

Par le terme « jumelage », nous désignons un investissement en CR. On utilise le terme « jumelage » pour signifier que dans ce type de transactions, le capital-risqueur et l'entrepreneur sont les deux parties prenantes. Parallèlement, la théorie de l'agence explique la relation entre deux acteurs : le principal et l'agent.

Dans la discipline du CR, deux visions de la théorie de l'agence s'affrontent :

- Une vision classique qui qualifie l'entrepreneur comme « l'agent » et le capital-risqueur comme « le principal ».
- Une autre vision qui refuse d'attribuer le rôle de l'agent à l'entrepreneur.

### **1.3.1. Le dilemme de l'agence : vision classique**

Une relation d'agence est un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engagent une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque. Cette tâche implique la délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent (Stéphany, 2003 ; Jensen et Meckling, 1976). Pour Stéphany (2003), le « principal » est le bailleur de fonds. Quant à « l'agent » il s'agit du dirigeant de la FE (l'entrepreneur).

Pour Dufresne (2002) une relation d'agence est quand « *Il existe une relation d'agence lorsqu'une partie (le principal) engage une activité avec une autre partie (l'agent) qui doit lui procurer certains services de gestion, en lui donnant certains pouvoirs sur les ressources qui ne lui appartiennent pas* ».

Ces définitions nous permettent de comprendre les fondements de la théorie de l'agence en CR. En confiant la gestion de la FE à l'entrepreneur, le capital-risqueur prend la position du principal. En acceptant la délégation de la gestion confiée par le bailleur de fonds, l'entrepreneur assume le rôle de l'agent.

Un contrat d'agence peut souvent provoquer un comportement opportuniste de la part de l'agent (Stéphany, 2003). En effet, pour obtenir le financement et réaliser la

transaction, l'entrepreneur n'a pas toujours intérêt à fournir l'information exacte. Dévoiler la totalité de l'information pourrait mettre à jour des faiblesses ou la présence d'obstacles pouvant nuire à la réalisation du mandat. En conséquence, l'agent peut cacher une partie de l'information contribuant alors à la présence d'une asymétrie d'information. Ce comportement opportuniste en provenance de l'agent peut conduire à l'échec du projet.

Fried et Hisrich (1994), considérant l'asymétrie informationnelle comme l'un des principaux risques liés au CR, ont développé un modèle de prise de décision. Les deux auteurs ont remarqué le caractère opportuniste des jeunes entrepreneurs à la recherche de financement. Selon ces auteurs, une fois l'investissement réalisé, les fonds mis à la disposition de ces jeunes entrepreneurs perdent leur liquidité. Ceci est évident puisque les montants fournis par la SCR sont transformés en participations difficilement vendables surtout pendant les premières périodes caractérisées par l'absence des flux monétaires. Un comportement opportuniste peut être expliqué selon les auteurs par le fait que le succès du projet dépendra largement des compétences de ces jeunes entrepreneurs.

Ainsi, le lien entre asymétrie informationnelle et contrat d'agence dans le cadre du CR peut être résumé sous la forme suivante : l'entrepreneur en tant qu'agent et du fait de son comportement opportuniste peut cacher de l'information sur son projet afin d'obtenir du CR.

On peut distinguer deux types de comportements opportunistes (Stéphany, 2003) :

- Le comportement opportuniste de type managérial. Il est associé à la non-divulgaration des informations exactes par l'entrepreneur afin de ne pas montrer les obstacles à la création de valeur espérée.

- Le comportement opportuniste de type compétitif. Il est associé à la possibilité que l'entrepreneur prenne la décision de quitter la firme financée pour en créer une autre dans le même secteur.

Ces deux types de comportements opportunistes identifiés par Stéphaney (2003) montrent que l'asymétrie de l'information peut concerner différents aspects du projet : l'utilisation des fonds après le financement, la nature du projet, les flux monétaires espérés, le montant de l'investissement ou les compétences de l'entrepreneur.

St-Pierre (2004) affirme de son côté qu'un entrepreneur peut parfois ne pas divulguer la nature exacte de son projet. Ce comportement peut s'expliquer par la crainte du refus de financement par le capital-risqueur. Ainsi, pour convaincre le bailleur de fonds, l'entrepreneur peut présenter le projet sous une autre forme ou même une autre activité. Il est possible, également, qu'il ne veuille pas divulguer le contenu exact de son projet pour en garder la confidentialité. En outre, après le financement un entrepreneur peut créer une nouvelle entreprise dans le même secteur d'activité et décide alors de mettre fin à sa relation avec le bailleur de fonds. Ce comportement peut s'expliquer par le désir de l'entrepreneur de garder un contrôle total sur son entreprise.

Les compétences de l'entrepreneur peuvent contribuer à l'asymétrie d'information (Secrieru et Vigneault, 2004). Le manque de compétence peut donner lieu à un surinvestissement ou au contraire à un sous-investissement ; certains entrepreneurs ayant des difficultés à déterminer le montant nécessaire à la réalisation du projet.

Les entrepreneurs ont souvent intérêt à ne pas fournir des informations précises sur les flux monétaires espérés du projet. Ces informations pourraient donner une idée réelle sur la rentabilité future (St-Pierre, 2004 ; Kirsch *et al.* 2009). Selon St-Pierre (2004), si dans un financement bancaire le client présente son dossier de façon à montrer son potentiel de remboursement, en CR le porteur du projet peut fournir des informations exagérées lors de l'étude financière prévisionnelle. Cette exagération leur permet d'attirer les capital-risqueurs.

Gompers (1995); St-Pierre (2004) et Duruflé (2009) estiment que c'est la nature des entreprises ciblées par le CR qui conduit à cette asymétrie informationnelle. En effet, le CR cible des firmes jeunes n'ayant pas encore les informations financières suffisantes pour estimer leur rentabilité future et leur capacité à générer des flux monétaires. En outre, le caractère intangible de leurs actifs augmente ce risque informationnel. Les actifs incorporels sont en effet difficiles à évaluer. Le capital-risqueur peut alors trouver difficile d'évaluer la valeur future de son investissement.

Ces situations d'asymétrie ont souvent lieu en amont du financement. Mais certaines peuvent se produire en aval (Dufresne, 2002). Par exemple, l'équipe de direction conserve la primauté sur certaines informations ; le dirigeant de la FE décide des informations qu'il veut partager avec son bailleur de fonds. Il peut également veiller à ne pas diffuser les résultats décevants pouvant entraîner son remplacement. À l'inverse, le dirigeant peut amoindrir ses performances pour éviter la hausse du prix de rachat des actions de la SCR.

D'après la définition de la relation d'agence et les différentes formes d'asymétrie d'information présentées, on peut conclure que cette vision classique de la théorie d'agence en CR suppose que l'asymétrie informationnelle provient du côté de l'entrepreneur. En effet, selon cette vision, en déployant un comportement opportuniste le dirigeant-fondateur espère réaliser ses objectifs en transférant une information incomplète au bailleur de fonds en amont et en aval du financement.

### **1.3.2. Le dilemme de l'agence : un autre point de vue**

Dans la littérature, un autre point de vue n'associe pas à l'entrepreneur la qualité d'agent qui, par son comportement opportuniste, représente souvent la source d'une asymétrie informationnelle. Smith (1998), par exemple, refuse la vision classique du contrat d'agence en CR. À ce sujet, il affirme que « *dans la majorité des publications académiques axées sur la relation SCR-entrepreneurs, les auteurs qualifient souvent les capital-risqueurs comme le principal et les entrepreneurs comme les agents* ».

Pourtant, l'asymétrie d'information provient dans certains cas des capital-risqueurs (Reid, 1996 ; Smith, 1998). Parfois, ceux-ci peuvent promettre aux entrepreneurs des soutiens managériaux, promesses qu'ils sont parfois incapables d'honorer (Smith, 1998). Le capital-risqueur peut également garder la confidentialité de certaines informations et ne pas les partager avec l'entrepreneur (Reid, 1996). En effet, le capital-risqueur peut, par exemple, être le plus qualifié pour évaluer la valeur de son investissement. Il peut sous-évaluer la valeur réelle de l'investissement et ainsi obtenir une position plus avantageuse pendant la phase de négociation. En somme, le capital-risqueur peut tenter d'obtenir, au cours de la négociation, une part de la FE qui dépasse la proportion des fonds qu'il a investi. Pour cela, il peut fournir à l'entrepreneur des informations imprécises sur la valeur réelle de la FE.

L'asymétrie informationnelle en provenance du bailleur de fonds peut donc prendre plusieurs formes :

- imprécision de la valeur réelle de la FE (Reid, 1996);
- absence du soutien managérial après le financement (Smith, 1998);
- non-divulgence du véhicule de sortie que le capital-risqueur peut envisager (Basha et Walz, 2000).

Smith (1998) refuse le cadre ordinaire du contrat d'agence en CR qui qualifie le capital-risqueur comme étant le « principal » et l'entrepreneur en tant qu'« agent ». On peut comprendre ce point de vue : ce n'est, en effet, pas l'entrepreneur qui assure seul l'ensemble des actes de gestion de la firme pour atteindre le succès comme nous le verrons plus loin.

L'asymétrie d'information est présente entre les GSCR et les entrepreneurs lors d'un premier financement. Elle est, en outre, plus élevée au début de la relation (Trester, 1998). En se basant sur l'hypothèse que l'asymétrie d'information diminue avec le temps, Trester (1998) a développé un modèle probabiliste tendant à expliquer le comportement de l'entrepreneur et de l'investisseur (SCR) au fur et à mesure de leur

relation. Ainsi, au début de leur partenariat, le GSCR ne connaît pas bien l'entrepreneur (ses compétences et qualifications). Au fur et à mesure de l'avancée du projet et dès que celui-ci commence à générer des flux monétaires, le manque d'informations sur le projet diminue. Le capital-risqueur peut prévoir, de mieux en mieux, avec le temps, la rentabilité potentielle du projet et devient plus sûr de la transparence des dirigeants quant aux informations qu'ils partagent.

Néanmoins, Jensen et Meckling (1976) estiment que la relation de subordination n'est pas une condition nécessaire ; il s'agit davantage d'une relation de coopération. Dans les faits, ce point de vue semble confirmé. En effet, en étudiant le CR étranger au Canada, PWC (2003) indique que les GSCR interrogés partagent les actes de gestion de la FE avec les entrepreneurs canadiens. Ces chercheurs précisent que la gestion administrative et commerciale de la FE est souvent confiée à un gestionnaire américain embauché par le capital-risqueur. Les activités de R&D et la gestion technique sont, quant à elles, à la charge de l'entrepreneur canadien. Cette répartition des tâches écarte toute forme de relation d'agence dans son cadre classique. L'entrepreneur n'assume pas toujours l'ensemble des actes de gestion de la FE. Par conséquent, le rôle d'« agent » ne peut lui être intégralement attribué. Le capital-risqueur a, par ailleurs, un rôle qui dépasse celui d'un simple bailleur de fonds. Il ne peut donc être pleinement qualifié de « principal ». La relation de subordination n'étant pas dominante, elle tendrait à prendre la forme d'une relation de coopération comme l'envisagent Jensen et Meckling (1976).

La prochaine section de ce chapitre sera entièrement axée sur le risque chez les FE et les obstacles qui ralentissent leur croissance.

#### 1.4. LE RISQUE DANS L'UNIVERS DU CR

Dans la section précédente, nous avons discuté de la relation d'agence en CR et de l'asymétrie informationnelle. Ce risque peut prendre différentes formes dans le partenariat entre le capital-risqueur et l'entrepreneur. Nous allons présenter les différents risques spécifiques à un investissement financé par CR. Cette présentation nous

permettra de mieux comprendre comment l'exercice des différents droits de contrôle et l'implication managériale servent d'outil de gestion de risque chez les SCR.

Les capital-risqueurs sont des preneurs de risque (Parhankangas et Hellstrom, 2007). Comme son nom l'indique, le CR est un mode de financement qui comporte un degré élevé de risque pour le bailleur de fonds. En effet, comme nous l'avons précisé, ce type de financement est attribué en l'absence de garanties réelles. La réussite du projet est incertaine et les gains associés le sont également. Pour pallier à cette incertitude, les capital-risqueurs investissent dans des entreprises innovantes à fort potentiel de croissance et de rendement. Comme le risque est élevé, le rendement sous forme de plus-value (la différence entre le prix d'acquisition et le prix de revente de la participation) doit être élevé. Habituellement, les capital-risqueurs exigent des taux de rendement qui dépassent 30% (Industrie Canada, 2004).

#### **1.4.1. Le risque : définition du concept et l'impact sur la performance**

Le risque est un concept multidimensionnel. Cette notion peut être définie de diverses façons. Cette diversité est due à la variété des disciplines (Pilaeva, 2009). La signification du risque varie d'une discipline à une autre. En effet, la notion de risque industriel est associée aux incendies ou à des événements semblables. En finances personnelles, on parle de risques de décès, d'invalidité et de maladies graves. Par conséquent, on peut souligner la pluralité des définitions, chacune d'elles correspondant à une discipline différente.

Néanmoins, plusieurs auteurs travaillant dans le domaine du CR ont défini le risque. Stéphan (2003) estime que le risque est une variable fondamentale de toute opération en finance. Le risque est, selon lui, inhérent à toute prise de décision en CR. Mélé (2007) qualifie le risque comme un ensemble d'événements possibles qui peuvent apparaître dans le futur. Pilaeva (2009), quant à elle, voit dans le risque une probabilité

d'encourir des pertes concernant les résultats potentiels. Ces résultats peuvent être favorables ou significatifs ; d'autres peuvent être décevants.

À partir de ces idées, on peut construire la définition suivante : le risque est la possibilité (ou la probabilité) que certains événements futurs empêchent d'atteindre les objectifs et les résultats espérés. Lors de la prise d'une décision d'investissement, l'existence du risque est mise en évidence dans la présence d'une incertitude.

Le risque fait donc référence au futur, à la possibilité de perte, à l'incertitude et à l'ambiguïté. En CR, les bailleurs de fonds investissent des capitaux et réalisent des transactions dans l'objectif d'encaisser des gains futurs. Mais ils ne sont pas certains de récupérer leur investissement ou de faire un gain. En effet, nombreux sont les investissements en CR qui ont donné des résultats insatisfaisants voire décevants suite parfois à la faillite de la firme.

Entre 1996 et 1997, les CR ont servis au financement de 2175 sociétés technologiques au Canada. En 2008, 1740 (soit 80%) existaient toujours dont seulement 20% avec des résultats satisfaisants (Duruflé, 2009). Un nombre élevé de FE n'atteignent donc pas les objectifs espérés, certaines disparaissent, d'autres continuent de survivre avec des résultats modestes. Ces résultats peuvent être expliqués par la présence de nombreux risques rencontrés par les FE. À cet égard, St-Pierre (2004) précise que « *le rendement du portefeuille des sociétés de capital de risque reflète le risque de leur investissement et semble respecter une règle immuable qui perdure depuis plusieurs années : 20% des investissements connaîtront un véritable succès, 60% des investissements survivront, mais n'afficheront aucun rendement satisfaisant, et 20% donneront lieu à une perte totale* ». Cette affirmation rejoint en effet les résultats de Duruflé (2009) présentés en début de paragraphe.

Comme nous l'avons mentionné précédemment, le risque est un concept multidimensionnel. La notion de risque varie selon le type de financement et la

discipline concernée. La section suivante présente les différents facteurs de risque spécifiques aux FE présents dans la littérature.

#### **1.4.2. Les risques spécifiques aux FE : modèles d'identification**

Si le nombre de FE n'atteignant pas leurs objectifs est si élevé, c'est parce qu'elles font face à plusieurs types de risque.

On peut distinguer deux familles de risque (Parhankangas et Hellstrom ; 2007) :

- Le risque d'agence. Il trouve sa source dans l'asymétrie d'information caractérisant les relations d'agences. Les capital-risqueurs sont des investisseurs avec une aptitude au risque. En effet, ils s'engagent dans des projets caractérisés par une forte asymétrie informationnelle, concept que nous avons précédemment développé.
- Le risque de marché. Il s'agit des facteurs générant les difficultés rencontrées par les FE lors de la conquête du marché : la concurrence, le volume de la demande et les changements de l'environnement.

La gestion des risques est un processus en trois étapes :

- 1) Identification des risques. Pour bien gérer un risque, il faut l'identifier.
- 2) Choix des outils et prises des décisions adéquates. L'identification des risques permettra de choisir les outils les plus à même de réduire leur impact. Elle permettra aussi de prendre les décisions les plus appropriées dans un tel contexte.
- 3) Mesure des écarts entre les résultats espérés et ceux réalisés.

En CR, plusieurs auteurs se sont penchés sur l'identification des risques et sur les techniques et mécanismes adoptés par les capital-risqueurs pour protéger leur investissement. Grâce à la fusion des modèles de Carter et Van Auken (1994) et de Stéphanly (2003), nous sommes en mesure de présenter les facteurs de risques associés à un investissement des capital-risqueurs.

Carter et Van Auken (1994) ont identifié six grandes familles de risque auxquelles sont associés des facteurs et des critères expliquant la présence de ces risques. Ce modèle est souvent repris par d'autres auteurs comme Ferjani (2000) et St-Pierre (2004).

À partir d'un questionnaire adressé aux dirigeants seniors de 275 SCR localisées aux É-U (seules 72 SCR n'ont pas fourni de réponses), Carter et Van Auken (1994) se sont penchés sur les critères utilisés par les capital-risqueurs pour évaluer les demandes de financement.

Pour se prémunir des risques, les capital-risqueurs vont déterminer des critères de décision. Autrement dit, à partir des risques qu'ils pensent encourir, ils vont déterminer des critères et des restrictions qui garantiront la rentabilité de leurs capitaux. C'est donc à partir de ces critères que Carter et Van Auken (1994) ont identifié les risques des FE.

Stéphanly (2003), de son côté, a identifié quatre types de risques chez les FE. Ces risques sont répartis en deux grandes rubriques : (1) les risques de sortie et (2) les risques d'avant sortie.

Pour fusionner ces deux modèles de Carter et Van Auken (1994) et de Stéphanly (2003), nous avons réparti les risques dans deux rubriques : les risques de sortie et ceux d'avant sortie. Cette fusion nous permet de regrouper sous un même modèle l'ensemble des risques identifiés par ces auteurs. Ces risques seront ensuite définis. Le tableau ci-dessous regroupe les risques identifiés par Carter et Van Auken (1994) et Stéphanly (2003).

<b>Tableau 6: Les risques dans un investissement en CR (Firmes en prédémarrage et démarrage).</b>	
<b>Risques d'avant sortie</b>	<b>Critères de composition</b>
<b>Risque d'affaire :</b> Risque commercial Risque de technologie Risque de gestion Risque managérial Risque de compétition Risque de leadership Risque d'exécution	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Dimension, potentiel de marché et barrières à l'entrée.</li> <li>- Stratégie marketing.</li> <li>- Technologie utilisée et capacité d'innovation.</li> <li>- Potentiel de duplication et copiage du produit.</li> <li>- Qualité marchande du produit, cycle de vie et compétitivité.</li> <li>- Commercialisation du produit.</li> <li>- Compétences et expérience de l'entrepreneur dans l'industrie.</li> <li>- Intégrité du dirigeant, honnêteté, motivation et implication du dirigeant et de son équipe.</li> <li>- Santé physique et mentale du dirigeant, habileté analytique du dirigeant.</li> <li>- Aptitudes de leadership de l'entrepreneur.</li> </ul>
<b>Risque financier</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Horizon d'investissement inconnu avec précision.</li> <li>- Difficulté d'évaluer la valeur de l'entreprise.</li> <li>- Manque de liquidité.</li> </ul>
<b>Risque d'investissement</b>	Rendement des capitaux.
<b>Risques de sortie</b>	
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Volatilité des marchés boursiers (PAPE).</li> <li>- Faillite (impossible de récupérer totalement les capitaux).</li> <li>- Sous-évaluation de la valeur de l'entreprise (vente à un investisseur potentiel) .</li> <li>- Perte de liquidité (incapacité de sortir de l'entreprise suite aux difficultés de trouver un acheteur).</li> </ul>

Sources : (Carter et Van Auken, 1994; Stéphany, 2003).

### 1.4.3. Signification et origines des risques spécifiques aux FE

Dans cette partie, nous allons présenter chaque type des risques identifiés dans le tableau précédent.

#### 1.4.4.1. Les risques d'avant sortie

Dans cette phase du cycle de vie, plusieurs risques peuvent empêcher la réussite et le succès de la FE (Stéphany, 2003; Carter et Van Auken, 1994). Parmi ces risques figure le risque d'affaire, le risque d'investissement et le risque financier.

#### *Le risque d'investissement*

Le risque d'investissement est le risque des montants investis (Stéphany, 2003). Ce risque traduit la faiblesse des rendements des CR.

Un rendement élevé est, en principe, la plus importante motivation incitant les capital-risqueurs à investir. En investissant dans les FE, ces derniers espèrent réaliser des gains importants. Mais un écart important entre le rendement espéré et le rendement réalisé peut naître (St-Pierre, 2004; Duruflé, 2009). Ce risque signifie donc la perte totale ou partielle du capital ou un rendement insatisfaisant.

#### *Le risque d'affaires*

Le risque d'affaires est composé de quatre risques distincts (Stéphany, 2003) :

- Le risque de gestion. Ce risque de gestion est lié à l'évolution (positive ou négative) du projet (Stéphany, 2003). Il est associé aux difficultés managériales ou à l'incapacité des dirigeants à gérer ce nouveau projet de développement. Ce risque est souvent présent au cours de la phase de croissance de la FE.
  
- Le risque managérial. Le risque managérial est dû, en partie, à la personnalité de l'entrepreneur fondateur (Stéphany, 2003). Son caractère et ses besoins (en particulier son besoin d'autonomie) peuvent influencer la relation avec le capital-risqueur. Ce risque rejoint le concept de risque d'exécution de Carter et Van Auken (1994) (Pilaeva, 2009). Ce dernier regroupe l'intégrité du dirigeant, son honnêteté, sa motivation et l'implication de l'entrepreneur et de son équipe de direction.
  
- Le risque commercial. C'est l'incapacité de la FE à atteindre le niveau de vente espéré. Plusieurs facteurs expliquent ce risque (Stéphany, 2003 ; Carter et Van Auken, 1994) dont :
  - Le produit. Certains produits sont non compétitifs et pas assez protégés. Ils peuvent être facilement copiés ou dupliqués. De plus, l'évolution continue de la technologie a souvent pour effet l'apparition de nouvelles techniques de fabrication et l'apparition de nouveaux produits (Risque technologique).

- Le marché et la concurrence. La taille du marché peut être insuffisante ou la faiblesse des barrières à l'entrée peuvent faciliter l'entrée de nouveaux concurrents. Ces facteurs ont un impact négatif sur la part de marché de la FE.
- Le marketing. La stratégie marketing et les plans de commercialisation mis en place par l'entrepreneur et son équipe de direction peuvent aussi influencer le chiffre d'affaire. Il est préférable que l'entrepreneur soit expérimenté dans son secteur d'activité.

Le risque d'affaires dans un investissement en CR est plus élevé que dans un investissement ordinaire (Stéphany, 2003). En effet, Plusieurs facteurs influencent son ampleur : l'entrepreneur et son équipe managériale doivent avoir de solides compétences en gestion, en commercialisation, le projet doit avoir un degré élevé d'innovation. De plus, l'entrepreneur doit avoir de solides connaissances et de l'expertise dans son domaine.

#### *Le risque financier*

Selon (Pilaeva) 2009, «*Le plus grand risque dans ce volet est associé à l'horizon temporel en cause. Les capital-risqueurs doivent effectuer des projections en termes de besoins financiers sur un délai d'entre deux et dix ans. Ce décalage permet à plusieurs facteurs d'agir sur l'évolution du projet et de son environnement et rend les prévisions particulièrement difficiles.*» Il y a donc un lien entre l'horizon d'investissement et les prévisions en matière de besoins financiers. Ainsi, pour un capital-risqueur, il est souvent difficile de connaître avec exactitude le temps qui s'écoulera entre le moment de réalisation de l'investissement et le moment de sortie. L'estimation des montants à déboursier dans le projet peut donc être faussée. Les liquidités pourraient donc être insuffisantes (Stéphany, 2003).

#### *1.4.3.2. Les risques de sortie*

Le cycle de vie des SCR est composé de trois étapes (Duruflé, 2009). :

- 1) La levée de fonds,
- 2) L'investissement et la création de valeur,
- 3) La sortie. Il s'agit du moment où le capital-risqueur met fin à son investissement. Pour cela, il cède ses parts ou actions de l'entreprise et récupère ainsi son capital et, possiblement, une plus-value.

À cette étape le capital-risqueur s'interroge sur les moyens envisageables pour liquider l'investissement (Pilaeva, 2009). Plusieurs stratégies de sortie sont possibles : le PAPE, le rachat par l'entrepreneur ou l'acquisition par un investisseur stratégique (Duruflé, 2009 ; Ferjani, 2000). Le PAPE est le mode de sortie privilégié par les GSCR au Canada et aux É-U (Cumming et MacIntosh, 2000, 2002). Ce mode de sortie a plusieurs avantages. Premièrement, il permet aux capital-risqueurs de céder facilement leurs participations devenues plus liquides. En effet, avec le PAPE les actions de la FE deviennent cotées en bourse. Ce marché financier est un lieu de rencontre entre plusieurs vendeurs et acheteurs. Par conséquent, les capital-risqueurs sont visibles par plusieurs acheteurs potentiels, ce qui facilite la liquidation de leur participation. Deuxièmement, le PAPE permet à la FE de collecter de nouveaux capitaux augmentant ainsi le financement de sa croissance.

Néanmoins, le PAPE est un outil caractérisé par une grande volatilité. Cette volatilité reste le principal facteur de risque lié à cet outil de sortie. Les cours des actions étant parfois à la baisse et parfois à la hausse, ils peuvent entraîner une vente des actions à un prix inférieur à leur valeur réelle (St-Pierre, 2004).

Le PAPE n'est pas le seul outil comportant un risque. Dans le cadre d'une acquisition de la FE par un autre investisseur, par exemple, une sous-évaluation de la valeur de l'entreprise est possible. Cette sous-évaluation entraîne le capital-risqueur à céder ses participations à un prix inférieur de la valeur réelle (St-Pierre, 2004).

À ces risques, deux autres peuvent être ajoutés (Stéphany, 2003) :

- Le risque d'illiquidité. Il s'agit de l'incapacité du capital-risqueur de céder ses parts.
- Le risque de faillite. Le capital-risqueur ne peut récupérer les capitaux investis suite à la faillite de l'entreprise. Le risque de faillite pourrait également être un composant du risque d'investissement. Ce dernier est présenté dans la section précédente.

#### **1.4.4. Les obstacles à la croissance des FE**

Si on revient aux risques identifiés par Carter et Van Auken (1994) et Stéphany (2003), on remarque la quasi-omniprésence de l'entrepreneur et de son équipe dans les facteurs de risque précédant la sortie. On peut donc estimer, à partir de ce modèle, que la compétitivité de la FE, sa croissance et son développement durant les phases de croissance dépendent exclusivement de l'implication de l'équipe de direction, de l'entrepreneur et leurs compétences. Il s'agit d'une idée très présente dans les publications des années 80 et 90. On peut raisonnablement penser que Carter et Van Auken (1994) et Stéphany (2003) ont été influencés par ces travaux. Cette période était largement influencée par l'école de l'entrepreneur en CR. Il n'est donc pas surprenant que les risques rencontrés par les FE soient souvent imputés à l'entrepreneur.

Les données collectées entre 1989 et 1994 par Carter et Van Auken (1994) sont fournies par des GSCR. Elles reflètent donc leur opinion : les compétences de l'entrepreneur constituent le critère décisif d'une décision de financement. Ainsi, l'échec ou la réussite d'une FE est fonction des compétences de l'entrepreneur et son équipe de direction.

Outre les risques, les FE rencontrent différents obstacles qui ralentissent leur croissance. Ce sujet s'insère dans les recherches sur la performance des FE, thème qui figure dans les préoccupations formulées au début de cette recherche. De plus, comme

nous l'avons précédemment souligné, le rôle des GSCR dans la performance des FE ne figure pas dans les travaux de Stéphanie (2003) et de Carter et Van Auken (1994) qui imputent la responsabilité de l'échec d'une FE à l'entrepreneur. Rappelons que nous avons nuancé cette affirmation : un capital-risqueur est loin d'être un simple créancier, il est un actionnaire coopérant avec son partenaire pour surmonter les risques et conduire ainsi leur FE au succès. La faiblesse de certains entrepreneurs n'est donc pas l'unique cause d'échec. Certaines GSCR ne fournissent pas les supports managériaux appropriés ni de réseaux de contacts nécessaires à la FE (Smith, 1998).

Macdonald et associés (2005) ont étudié les obstacles rencontrés par les firmes en démarrage au Canada financées par CR. Dans leur document, les chercheurs ont identifié les différents obstacles et difficultés rencontrés par les FE. Dans leur recherche, le risque de sortie n'a pas été évoqué. Leur travail est en effet plus axé sur la phase de croissance de ces FE. Les auteurs cherchent à découvrir l'ensemble des obstacles qui ralentissent la croissance de ces PME. Celles-ci doivent normalement croître à un rythme plus rapide que les concurrents de leurs secteurs vue leur objectif de rendement (Duruflé, 2009).

Au total, 13 obstacles ont été identifiés (voir tableau 7 ci-dessous). Parmi ces obstacles, notons le manque d'entrepreneurs expérimentés (évalué à 3.2 sur une échelle de 1 à 5), les compétences des GSCR (évaluées à 4.4), le manque d'expertise sectorielle (spécialisation) et la capacité. Notons que les trois derniers obstacles cités sont liés aux GSCR.

Ainsi, contrairement aux travaux de Carter et Van Auken (1994), la réussite d'une FE n'est pas entièrement ou majoritairement associée à l'entrepreneur. Les GSCR jouent un rôle prépondérant, voir même supérieur à celui de l'entrepreneur fondateur comme le montrent les résultats figurant dans le tableau 7.

- Trop peu de gestionnaires de fonds possèdent les compétences et l'expérience requises.	4.4
- Les fonds d'investissement en CR en début de croissance manquent d'envergure. - Les entreprises en début de croissance sont sous-capitalisées par rapport à leurs concurrents.	4.3
- Trop peu de fonds de CR ciblent les entreprises en début de croissance.	4.2
- Trop peu de gestionnaires expérimentés sont aptes à bâtir des entreprises.	3.9
- Trop peu de gestionnaires de fonds de CR ont une expertise sectorielle.	3.5
- Il n'y a pas suffisamment de co-investisseurs, surtout pour le financement subséquent. - Il y a trop peu d'entrepreneurs expérimentés.	3.2
- Relativement à la liquidité du capital de risque, l'éventail d'options est trop restreint. - Les entités qui investissent en début de croissance ont des critères trop restrictifs.	2.8
- L'aide gouvernementale à l'amorce du processus d'investissement en début de croissance est insuffisante.	2.5
- L'infrastructure du marché ne peut pas assurer un flux constant de transactions de qualité.	2.4
- La réglementation entrave l'adoption de la propriété intellectuelle et les essais de prototypes.	1.7

*Source : Macdonald & Associates Ltd.*

Les obstacles de croissance regroupés dans le tableau ci-dessus montrent que les compétences des GSCR sont aussi à considérer comme des facteurs qui ralentissent la croissance des FE canadiennes. Selon l'étude de Macdonald et associés (2005), on peut conclure que le rôle des capital-risqueurs est même plus important que celui de l'entrepreneur selon l'évaluation des participants à cette enquête.

### 1.5 L'ENTREPRENEUR: SURVOL DE LITTÉRATURE

Dans cette section on exposera l'entrepreneur dans l'univers du CR. Les sujets suivants seront abordés :

- Les critères de décision chez les capital-risqueurs.
- Les qualités et les traits de personnalité de l'entrepreneur apprécié par les GSCR.
- L'entrepreneur et la performance de la FE.

#### 1.5.1. Les critères de décision chez les capital-risqueurs et le risque entrepreneurial

Dans cette partie, les critères de décision exigés par les GSCR seront présentés grâce aux publications réalisées par Macmillan *et al.* (1985) ; Kirsch *et al.* (2009) ;

Zutshi *et al.* (1999) sur différents marchés du CR. Par la suite, on fera le lien entre ces critères et le risque entrepreneurial associé aux compétences de l'entrepreneur fondateur et son équipe de direction.

#### *1.5.1.1. L'évaluation des propositions d'affaire par les capital-risqueurs*

Si l'on s'en réfère au très faible taux d'acceptation des demandes de financement, obtenir du CR n'est pas une tâche facile. Peu de PME répondent, en effet, aux critères et restrictions exigés pour le financement par CR. Selon de nombreux auteurs que nous allons présenter dans cette section, les compétences et les qualités de l'entrepreneur arrivent aux premiers rangs des critères de sélection.

Macmillan *et al.* (1985) ont orienté leur recherche sur les critères susceptibles d'influencer les preneurs de décision chez les SCR. À l'aide de questionnaires adressés à 100 SCR aux É-U (seuls 14 ont répondu), les auteurs ont pu voir que la communauté des capital-risqueurs évalue les propositions d'affaire de manière semblable : la qualité de l'entrepreneur est le critère le plus important. En effet, les gestionnaires questionnés ont estimé que les compétences de l'entrepreneur sont le critère le plus important dans le cadre d'une décision de financement. Après cette étude de 14 SCR localisées à New-York, 26 critères de sélection ont été dégagés. Les auteurs les ont ensuite classés en six rubriques présentés ci-dessous par ordre d'importance :

1. La personnalité de l'entrepreneur.
2. L'expérience de l'entrepreneur.
3. Les caractéristiques du produit ou service.
4. Les caractéristiques du marché.
5. Les considérations financières (rendement espéré).
6. L'équipe managériale

Cinq des dix plus importants critères sont associés aux expériences de l'entrepreneur ou sa personnalité (Macmillan *et al.*, 1985).

La qualité du projet et sa faisabilité économique et technique n'apparaissent pas comme étant des critères de première importance (Macmillan *et al.*, 1985). Le produit ou le service offert, le marché et les considérations financières ont une moindre importance que l'expérience de l'entrepreneur et sa personnalité. Macmillan *et al.* (1985) utilise l'expression «le cheval ou le jockey» pour dire que l'entrepreneur (le jockey) est plus important que le projet (le cheval). Au fil de leurs expériences, les GSCR ont appris qu'il vaut mieux miser sur un entrepreneur hautement qualifié que sur un projet même si celui-ci paraît excellent à l'étude du plan d'affaires. « *Dans l'ensemble, les chercheurs concluent que les caractéristiques du produit/service et du marché sont des conditions essentielles, mais non suffisantes pour le succès d'un projet et que les qualités de l'équipe entrepreneuriale constituent un critère essentiel dans la décision d'investir*» (Pilaeva, 2009).

Les plans d'affaires indiquent très rarement les caractéristiques de l'entrepreneur. Ils présentent le produit, le marché, les concurrents, etc. Pour Les GSCR questionnés, un plan d'affaire devrait donc éclairer le plus possible sur la capacité du porteur du projet à mener à bien le projet (Macmillan *et al.*, 1985).

Kirsch *et al.* (2009) se sont penchés sur le plan d'affaire en tant que critère de sélection. Après une étude exploratoire sur un large échantillon de 722 demandes de financement auprès des SCR américaines, les auteurs découvrent que les demandes de financement sont traitées dans un délai très court. Dans les plans d'affaire reçus, les GSCR sont capables de dégager des informations que les porteurs de projets voudraient ne pas divulguer pour conserver leur chance d'obtenir du CR. L'asymétrie d'information est, en effet, plus élevée pendant ce stade de contact entre l'entrepreneur et la SCR.

Certaines informations, en particulier les flux monétaires espérés du projet, sont fréquemment présentées de manière imprécise voire exagérée (St-Pierre, 2004). Ce phénomène trouve sa justification, selon Kirsch *et al.* (2009), dans la volonté de montrer la rentabilité du projet. Cette situation d'échanges imparfaite des informations

concernent en effet davantage les aspects financiers (St-Pierre, 2004). Néanmoins, les fonds de CR américains, grâce à leurs expériences, sont en mesure d'interpréter les plans d'affaire et d'y tirer des informations qui n'y figurent pas (Kirsch *et al.* 2009).

Pour toutes ces raisons, les plans d'affaire conservent une place importante parmi les critères de décision en CR (Kirsch *et al.* 2009). Même s'ils ne reflètent pas nécessairement les compétences de l'entrepreneur (Macmillan *et al.*, 1985), ils peuvent constituer un moyen, pour les GSCR, de découvrir certaines informations que les entrepreneurs préféreraient ne pas divulguer (Kirsch *et al.* 2009).

Si les recherches axées sur les critères de décision présentés dans les paragraphes précédents sont réalisés dans l'industrie américaine du CR, d'autres auteurs ont travaillé sur d'autres marchés.

Ainsi, Zutshi *et al.* (1999) ont étudié les critères d'évaluation des demandes de financement par les SCR à Singapour. Ces critères se rapprochent de ceux mis en avant par les capital-risqueurs des pays occidentaux (É-U par exemple).

En effet, les conclusions des recherches de Zutshi *et al.* (1999) viennent appuyer les conclusions de Macmillan *et al.* (1985) présentées précédemment. Les caractéristiques de l'entrepreneur et ses qualités managériales sont les aspects intéressants le plus les GSCR. Le secteur d'activité a toutefois une grande importance. Le gouvernement de Singapour a participé à la création de deux fonds de CR ayant la mission d'investir dans les hautes-technologies et les bio-innovations.

En plus de ces critères, Zutshi *et al.* (1999) trouvent que les GSCR portent une attention particulière au produit et à sa demande sur le marché, à l'existence d'un prototype, à la capacité de l'investissement à générer rapidement des liquidités, à la transparence du plan d'affaire et au leadership de l'entrepreneur (antécédents, réalisations...etc.). Ces critères sont mentionnés avec une moindre importance dans les pays occidentaux.

À l'instar de l'étude réalisée par Kirsch *et al.* (2009), les travaux de recherche réalisés par Zutshi *et al.* (1999) font ressortir l'importance du plan d'affaire dans l'évaluation des projets. Leurs travaux insistent également sur l'importance du secteur d'activité. C'est à une conclusion équivalente que les travaux de Zider (1998) débouchent. Ce chercheur rejette l'idée avancée par de nombreux chercheurs, à savoir que les Capital-risqueurs ciblent avant tout les entrepreneurs compétents et les bonnes idées (produits ou services). Selon lui, les SCR investissent dans les industries à forte rentabilité.

L'étude de PWC (2003) a déterminé les préférences des investissements (mesurées à l'aide du volume d'investissement et du nombre de FE) du CR étranger au Canada (majoritairement américain). Pour les investisseurs américains actifs, le secteur des TI est le plus attrayant, suivi par les autres technologies et les sciences de la vie. A contrario, les secteurs traditionnels attirent peu le CR américain.

Le secteur d'activité en tant que critère de décision ne peut donc être écarté car il influence de manière non-négligeable la décision d'un capital-risqueur. C'est pour cette raison que 80% des investissements en CR étranger en TI au Canada sont réalisés en Ontario PWC (2003). Cette province, très peuplée, a une industrie des TI très fleurissante. Elle constitue une réserve de compétences nécessaires à la croissance des FE des TI.

Les investisseurs interrogés dans le cadre de l'étude de PWC (2003) estiment que les entreprises canadiennes ont une excellente réputation pour les technologies de pointe dans le secteur des TI. Ils estiment néanmoins que ces firmes souffrent de lacunes quant à la gestion et le commerce ; les entrepreneurs étant généralement, selon eux, moins expérimentés dans ces domaines. Ils souhaitent donc (voire parfois exigent) que la direction et la gestion commerciale soient confiées à un gestionnaire américain. Cependant, ils insistent sur l'excellence des compétences des entrepreneurs canadiens en gestion de la R&D.

Selon cette étude, ce sont donc les compétences techniques des entrepreneurs canadiens et le succès des industries des TI en Ontario qui attirent le CR étranger. Les compétences managériales des entrepreneurs n'est pas, a contrario, attractif. Il semblerait donc que les investissements en CR visent plutôt les secteurs que les entrepreneurs compétents et les bonnes idées (Zider, 1998).

Rappelons par ailleurs que l'expertise sectorielle des capital-risqueurs leur permet de continuer le projet sans l'entrepreneur fondateur (Ueda, 2000). La majorité des SCR est spécialisée dans un nombre limité de secteurs, cette spécialisation leur donne la capacité de poursuivre le projet en cas d'abandon de l'entrepreneur. Parfois, les GSCR remplacent l'entrepreneur fondateur par un autre dirigeant.

Le travail de Mélé (2007) se distingue des autres travaux axés sur l'évaluation des compétences managériales. En effet, aborde le sujet de l'intuition des GSCR et s'intéresse aux aspects informels. Il s'inscrit dans notre problématique. Rappelons en effet que notre question de départ est la suivante : si les SCR sélectionnent les entrepreneurs jugés hautement qualifiés, pourquoi de nombreuses FE ne réalisent pas leurs objectifs de rendement et de croissance ? Cette situation nous permet de supposer que d'autres facteurs de risque influencent la performance de la FE. Ce ne seraient donc pas uniquement les qualifications de l'entrepreneur qui contribueraient à la performance de la FE. D'autres facteurs pourraient être envisagés et notamment l'implication du capital-risqueur.

Il n'y a pas de façon idéale d'évaluer avec certitude un entrepreneur, c'est pour cette raison que l'intuition joue un rôle déterminant (Mélé, 2007). Les GSCR, lors du processus décisionnel et dès les premiers contacts avec l'entrepreneur, peuvent décider de mener une étude approfondie du dossier. Très peu de dossiers passent les premières étapes conduisant à leur étude approfondie (St-Pierre, 2004). Mélé (2007) s'est donc intéressé aux facteurs à l'origine de la chimie ou du coup de cœur qui encouragent le

capital-risqueur à procéder à l'étude approfondie de la demande. Selon lui, l'intuition en serait à l'origine.

En résumé, l'évaluation des propositions d'affaire par les GSCR dépend de plusieurs facteurs : les compétences de l'entrepreneur, la spécialisation et le secteur d'activité, le produit, la taille du marché, les informations utilisées pendant l'évaluation et le plan d'affaire, le stade de développement etc.

#### *1.5.1.2. Le lien entre les critères de décision et le risque entrepreneurial*

Comme nous l'avons précisé auparavant, Carter et Van Auken (1994) ont déterminé les risques chez les FE en s'inspirant des critères de sélection des projets. Les GSCR déterminent, en effet, des restrictions, exigences et critères de décision pour amoindrir les risques menaçants leurs investissements. Ce travail, probablement influencé par l'école de l'entrepreneur qui insiste sur l'impact déterminant du fondateur sur la réussite de la FE, fait ressortir le risque entrepreneurial comme le plus important.

Parmi tous les critères de décision, les SCR insistent sur l'importance des caractéristiques de l'entrepreneur (Macmillan *et al*, 1985). Les capital-risqueurs interrogés désirent davantage s'associer avec des entrepreneurs ayant les capacités à faire face aux futurs obstacles et à orienter adéquatement l'affaire. Selon ces capital-risqueurs, c'est en travaillant avec un entrepreneur compétent et bien entouré qu'ils écarteront une grande part des risques. L'entrepreneur doit assumer les risques que les FE rencontrent dans un environnement incertain (Knight, 1994).

Par ailleurs, en se penchant sur le succès des FE, Macmillan *et al* (1987) ont souligné l'impact des entrepreneurs sur le succès ou la défaillance des FE.

Ainsi, si les compétences de l'entrepreneur déterminent le succès d'une FE, il semble important de connaître les caractéristiques qui constituent pour les GSCR un entrepreneur idéal et comment choisir ces entrepreneurs.

### **1.5.2. Les caractéristiques de l'entrepreneur apprécié par les capital-risqueurs**

L'objectif de cette sous-section est d'expliquer, en se basant sur la littérature, qu'il est difficile d'identifier ce qu'est un entrepreneur idéal pour les capital-risqueurs. Chaque GSCR détermine les qualités personnelles et professionnelles de l'entrepreneur idéal.

Gladstone & Gladstone (2004) ont publié un ouvrage à l'usage des capital-risqueurs dont l'objet est de présenter le processus décisionnel lors d'une transaction en CR. Les deux auteurs y présentent les principaux critères de sélection que les capital-risqueurs doivent considérer afin que leurs investissements répondent à leurs attentes.

Les auteurs proposent aux GSCR une manière d'évaluer les fondateurs de leurs FE. Gladstone & Gladstone (2004) ont donc listé les principales caractéristiques et qualités personnelles et professionnelles que les capital-risqueurs doivent évaluer chez un entrepreneur. La confiance en soi, la persévérance et l'intérêt à l'innovation en font parties.

Zider (1998) se distingue des autres auteurs. Celui-ci n'est pas un chercheur, il préside une entreprise développant et commercialisant des produits de nouvelles technologies. Cette firme trouve les fonds nécessaires chez des particuliers, auprès d'autres compagnies et des SCR de Californie. Se basant sur ses expériences personnelles, il donne une description de l'entrepreneur apprécié par les capital-risqueurs. Selon lui, l'entrepreneur idéal aux yeux des GSCR doit disposer des qualités présentées ci-dessous. Il doit :

- Avoir des compétences en vente ou des compétences techniques avancées.
- Être présentable chez les investisseurs externes.
- Être qualifié dans son domaine d'activité.
- Accepter le PAPE comme mode de sortie et de collecte de nouveaux fonds.
- Avoir une bonne réputation et être capable de fournir des références.
- Concevoir le besoin d'une équipe de gestion multidisciplinaire.

- Comprendre le coût du capital.
- Travailler avec attention pour atteindre les objectifs tout en maintenant une certaine flexibilité.
- Échanger des idées avec les investisseurs (ses associés).

Même si Zider (1998) a listé les caractéristiques de l'entrepreneur apprécié par les GSCR, d'autres publications comme PWC (2003) et Gompers *et al* (2006) nous permettent de dire que l'entrepreneur idéal pour les SCR est loin d'exister. Deux caractéristiques citées par Zider (1998) sont suffisantes pour montrer les divergences, entre les SCR, sur le choix de leurs futurs partenaires. Il s'agit de l'acceptation du PAPE comme véhicule de sortie et des antécédents approuvés de l'entrepreneur.

Plusieurs entrepreneurs n'acceptent pas le PAPE. Collecter de nouveaux capitaux augmente le nombre d'actionnaires dans la FE. Par conséquent, cette méthode de sortie diminue la part de l'entrepreneur dans l'entreprise. Le fondateur, dans ce cas, risque d'en perdre le contrôle. On ne peut donc pas considérer l'acceptation du PAPE comme véhicule de sortie comme une qualité recherchée par l'ensemble des capital-risqueurs.

Quant aux antécédents des entrepreneurs, même ceux ayant vécu des défaillances dans d'anciens projets peuvent accéder au CR. De même, des entrepreneurs créant des entreprises pour la première fois réussissent à trouver des capital-risqueurs pouvant les accompagner financièrement.

Dans le champ du CR, Gompers *et al* (2006) distinguent trois entrepreneurs:

1. Les entrepreneurs en série. Ils ont déjà créé des entreprises auparavant, qu'ils ont l'une après l'autre mené aux succès.
2. Les nouveaux entrepreneurs. En fondant une FE, ils vont vivre leur première expérience de chef d'entreprise.
3. Les entrepreneurs défaillants. Ils ont déjà créé des entreprises mais elles n'ont pas rencontré le succès.

Ainsi, avoir une bonne réputation et fournir des références ne sont donc pas des conditions obligatoires à l'obtention de CR.

De par leurs formes, leurs missions, les sources de fonds, leur spécialisation, etc. les SCR sont très différentes (Macdonald et associés, 1998). On peut donc raisonnablement penser que chaque SCR, selon ses objectifs, détermine les caractéristiques de l'entrepreneur idéal.

À l'instar des PME, l'entrepreneur type en CR n'existe pas. Selon PWC (2003), les investisseurs américains en CR sont plus attirés par les compétences techniques que managériales des entrepreneurs canadiens; tandis que Mélé (2007) a démontré que le potentiel managérial revêt une certaine importance pour les GSCR canadiens. Mélé (2007) souligne l'importance de l'intuition lors du choix de l'entrepreneur partenaire par les GSCR. Ces exemples nous permettent d'appuyer notre point de vue : certains capital-risqueurs sont intéressés essentiellement par les compétences techniques de l'entrepreneur. L'entrepreneur idéal, selon ces GSCR, est celui qui possède une expertise technique dans son domaine d'activité et en particulier dans les secteurs technologiques (PWC, 2003). Néanmoins, d'autres capital-risqueurs exigent que l'entrepreneur ait un potentiel de management jugé suffisant, même s'il dirige des FE dans les secteurs technologiques (Mélé, 2007).

### **1.5.3. La réussite de la FE et le rôle de l'entrepreneur**

Dans cette sous section, nous allons discuter de l'impact de l'entrepreneur sur la performance de la FE. Cette relation causale se trouve entre deux points de vue divergents, certains comme Macmillan *et al.* (1985 et 1987) et Carter et Van Auken (1994) trouvent que le succès de la FE est attribuable aux compétences de l'entrepreneur, tandis que d'autres comme Hellman et Puri (1999 et 2002); PWC (2003) et Chemmanur *et al.* (2009) sont d'avis que le rôle du capital-risqueur est précieux, permettant ainsi à la FE d'atteindre les objectifs de croissance et de rendement espérés.

La recherche de Macmillan *et al* (1985) que nous avons présentée précédemment montre que l'entrepreneur est largement responsable de la réussite ou de la défaillance d'une FE. Même s'il on peut considérer que d'autres facteurs comme le produit ou le marché sont envisageables, c'est à l'entrepreneur de s'assurer que ses produits sont susceptibles de satisfaire les besoins du marché pour ainsi, garantir à la FE un bon chiffre d'affaires.

Carter et Van Auken (1994) ont confirmé cette conclusion de Macmillan *et al* (1985). Ces publications insistent dans l'ensemble sur le rôle dominant de l'entrepreneur dans les résultats des investissements en CR.

Macmillan *et al.* (1987) ont étudié les critères qui distinguent les FE performantes de celles défailantes. Grâce à un échantillon de 150 FE, les chercheurs ont déterminé sept classes de FE. Les trois premières caractérisent les firmes défailantes, tandis que les quatre autres concernent les FE performantes. Pour chaque classe, les auteurs ont précisé l'ensemble des facteurs de performance ou de défaillance des FE étudiées. Ces facteurs sont présentés dans le tableau 8 suivant qui synthétise les résultats de Macmillan *et al.* (1987).

<b>Tableau 8: Les facteurs selon les types de FE étudiées par Macmillan et al (1987)</b>	
<b>Types de FE</b>	<b>Les facteurs</b>
<b>Les FE défailiantes</b>	
Classe 1	<ul style="list-style-type: none"> <li>- L'entrepreneur et son équipe de direction manquent d'expérience et pourtant continuent jusqu'à la fin du projet.</li> <li>- Le produit n'avait pas de prototype.</li> <li>- Il n'y avait pas une demande claire du produit sur le marché.</li> </ul>
Classe 2	<ul style="list-style-type: none"> <li>- L'équipe de direction de la FE était bien orientée mais l'investissement souffrait d'une forte concurrence pendant les premières étapes et l'équipe abandonne.</li> </ul>
Classe 3	<ul style="list-style-type: none"> <li>- L'équipe de gestion reste, exceptionnellement, dans le projet, par persévérance.</li> <li>- Le marché existe mais est perdu au profit de la concurrence suite à l'absence de protection du produit.</li> </ul>
<b>Les FE performantes</b>	
Classe 1	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ce sont des investissements en haute technologie avec une équipe de direction hautement qualifiée et capable de faire face à la concurrence.</li> </ul>
Classe 2	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Même si l'équipe n'est pas très qualifiée, le produit jouit d'un niveau très élevé de protection.</li> </ul>
Classe 3	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Présence d'une équipe de gestion persévérante qui démontre par la suite qu'il existe un marché pour le produit. Une fois l'existence du marché prouvée, les produits sont protégés.</li> </ul>
Classe 4	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Entreprise spécialisée dans des produits de technologie modérée. Faible nombre d'entreprises concernées. Ce sont des entreprises de biens de consommation pour lesquels la demande est forte.</li> </ul>

En observant le tableau 8, on peut voir que dans les trois classes se rapportant aux FE défailiantes, l'entrepreneur et son équipe de direction sont présents en tant que facteur expliquant l'échec de la FE. Selon Macmillan *et al.* (1987), le produit, le marché et la concurrence sont aussi des facteurs explicatifs de l'échec des FE.

En ce qui concerne les FE performantes, dans trois des quatre classes on retrouve la présence d'une équipe de direction (comprenant l'entrepreneur) jugée qualifiée.

Macmillan *et al.* (1987) estiment, selon les données collectées, que cette équipe de direction est un facteur de succès incontournable ; la protection du produit et la taille du marché ne viennent qu'après les compétences de l'équipe de direction.

D'après ces résultats de Macmillan *et al.* (1987), on peut dire que la performance des FE dépend des facteurs suivants classés par ordre d'importance :

- (1) Les compétences de l'entrepreneur et son équipe de direction.
- (2) Le produit, sa compétitivité, sa demande sur le marché et sa protection.
- (3) la dimension du marché.

Macmillan *et al.* (1987) ont obtenu ces résultats après le traitement et l'analyse des données collectées auprès des capital-risqueurs interrogés. Dans les facteurs de performance, on remarque l'absence de responsabilité des capital-risqueurs dans le succès et surtout la défaillance des FE. D'après toutes ces publications, si les entrepreneurs sont compétents et hautement qualifiés et que leur dossier est accepté par un capital-risqueur, les conditions sont réunies pour que la FE soit performante.

Broadway *et al.* (2005) défendent aussi cette conclusion. Les auteurs ont développé un modèle macro-économique dans l'objectif de démontrer que le nombre de jumelages (opération ou transaction) réussis dépend à la fois du nombre d'entrepreneurs demandant du CR et à la fois du nombre de transactions offertes par les SCR. Selon les auteurs, le marché de CR peut atteindre l'équilibre si le nombre d'entrepreneurs à la recherche d'un financement par CR est plus élevé que le nombre de transactions offertes par les SCR. À partir de ce modèle, nous sommes en mesure de conclure que plus le nombre d'entrepreneurs est élevé, plus les résultats espérés des investissements en CR seront atteints. Plus encore, grâce au nombre élevé d'entrepreneurs à la recherche de financement, les capital-risqueurs auront la possibilité de sélectionner les meilleurs entrepreneurs parmi un vaste choix.

Pourtant, la situation d'équilibre espérée par les auteurs est identique à la situation actuelle où le nombre d'entrepreneurs à la conquête du CR est élevé comparativement aux capitaux disponibles au financement chez les SCR. Cet élément nous permet de douter du modèle. En effet, un nombre élevé d'entrepreneur n'implique pas nécessairement que ceux-ci répondent aux exigences des capital-risqueurs. Dans la situation actuelle, ces derniers ont la possibilité de choisir et de sélectionner leur partenaire idéal parmi plusieurs entrepreneurs. Ueda (2000) souligne dans son travail la présence d'un excès d'entrepreneurs par rapport aux capitaux disponibles pour le financement des FE. Cette situation ne mène pourtant pas à un équilibre.

Colombo et Grilli (2010) affirment qu'il n'y a pas de consensus sur l'idée que les compétences des entrepreneurs et l'accès au CR sont les deux éléments-clefs conduisant à la performance des firmes de nouvelles technologies. Après l'étude d'un échantillon de 439 FE de nouvelles technologies en Italie, les auteurs indiquent que les fonds du CR, même s'ils sont mis à la disposition des entrepreneurs compétents, ne peuvent garantir le succès d'une FE. Plusieurs articles publiés durant la dernière décennie comme Hellmann et Puri (1999) et (2002), Edelman (2002), Chemmanur *et al.* (2009) montrent l'impact des SCR sur la performance de leurs FE. Plusieurs de ces articles seront détaillés dans la dernière section de ce premier chapitre.

Certains facteurs qui influencent négativement la performance des FE étudiées trouvent leur origine chez les GSCR. Par exemple, si l'on regarde le produit, sa compétitivité et sa protection par exemple, on comprend que l'entrepreneur n'est pas le seul responsable dans le cas où les produits sont confrontés à une forte concurrence.

Notamment, Ueda (2000) estime que l'expertise et les compétences du capital-risqueur en ce qui concerne la protection des produits est l'une des principales motivations incitant les entrepreneurs à privilégier le CR comme moyen de financement. La protection est donc sous la responsabilité du capital-risqueur. L'entrepreneur ne

devrait donc pas être tenu pour responsable en cas de copie ou de duplication de son produit.

En ce qui concerne la dimension du marché, avant d'accepter une proposition d'affaire et accorder un financement, le capital-risqueur doit s'assurer que le marché potentiel est suffisant. Les informations s'y rapportant doivent figurer dans le plan d'affaire que le capital-risqueur analyse pour accorder son financement. Malheureusement, comme nous l'avons déjà noté, les GSCR interrogés accordaient plus d'importance à l'entrepreneur et à ses antécédents qu'aux plans d'affaire. À cette époque, ils avaient moins d'importance que ce qui avait trait aux qualités de l'entrepreneur. Cela nous montre des défaillances dans l'évaluation de la proposition d'affaire pour laquelle le capital-risqueur est le seul responsable. C'est à lui que revient de prendre la décision de financement.

Le succès d'une FE ne semble pas pouvoir être attribuable exclusivement aux compétences de l'entrepreneur. Le capital-risqueur en tant qu'associé-partenaire du fondateur de projet semble lui aussi influencer la performance de la FE.

À la différence de celle de Macmillan *et al* (1987), l'étude de Gompers *et al.* (2006) intègre le rôle du capital-risqueur dans la création de valeur. Son implication dans les activités de gestion en particulier commerciales de l'entreprise constitue un indispensable facteur de succès. Dans cette étude, les auteurs cherchaient à savoir si la performance des FE est attribuable aux compétences de l'entrepreneur ou à la chance (le hasard). Pour cela, ils ont examiné la performance des FE.

Gompers *et al.* (2006) estiment qu'un nombre élevé des succès de FE est attribuable aux compétences de l'entrepreneur. Ils conçoivent que la performance des FE dépend en grande partie d'entrepreneurs hautement qualifiés. Plusieurs capital-risqueurs d'expérience sont, par ailleurs, capables d'identifier les nouveaux entrepreneurs qui deviendront des entrepreneurs en série. Ces nouveaux entrepreneurs prometteurs réalisent des rendements élevés au profit des SCR.

Gompers *et al.* (2006) avancent aussi que les FE performantes étudiées étaient surtout financées par des SCR expérimentées. Ces dernières aident leurs nouvelles FE à créer des réseaux de contacts clients leur permettant d'acquérir de bonne part de marché. Cet élément conduit par la suite à la création de valeur et à la performance.

PWC (2003) ont répertorié certaines formes d'implication que les SCR américaines mènent dans des FE canadiennes. Rappelons que seule la gestion des activités de R&D est confiée aux entrepreneurs canadiens par ces capital-risqueurs. D'après l'étude de PWC (2003), ces investisseurs en CR donnent accès à des fournisseurs, des clients et à des gens de talent. Cet élément explique la performance des FE financées par ces capital-risqueurs américains expérimentés.

Les articles que nous avons présentés dans cette section ont pour objectif d'expliquer que la performance des FE dépend largement de la collaboration de l'entrepreneur et du capital-risqueur. Ce sujet sera davantage étudié dans la section 6 qui a pour objectif de présenter l'implication des SCR dans leurs portefeuilles.

Le contrat est un moyen de contrôle envisagé par les capital-risqueurs pour réduire le risque informationnel (Gompers, 1995; Gompers et Lerner, 1996 ; Trester, 1998). Dans la prochaine section, la discussion sera axée sur l'aspect contractuel et le contrôle. Nous allons aussi discuter de l'implication des capital-risqueurs dans le management de leurs FE. Ce soutien managérial pourrait représenter un moyen de création de valeur comme le stipulent certaines recherches qui montrent l'impact du contrôle et de l'implication managériale des SCR sur la performance des FE.

## 1.6. LE RÔLE DÉTERMINANT DES CAPITAL-RISQUEURS DANS LES FE ET L'IMPACT SUR LA PERFORMANCE.

Dans cette partie, nous allons présenter quelques articles qui évoquent spécifiquement l'implication des SCR dans les FE. Cette implication prend souvent deux formes : le contrôle et le support managérial. Ces deux formes sont difficilement détachables l'une de l'autre. En effet, le pouvoir de s'impliquer dans le management de la FE est habituellement accordé par les droits de contrôle.

On appelle contrôle l'exercice des différents droits qu'un capital-risqueur détient dans la FE : le droit de contrôle budgétaire, le droit de remplacement de l'entrepreneur etc.

Le capital-risqueur qui s'implique activement dans la gestion des firmes de son portefeuille peut rencontrer des obstacles freinant son implication. L'éloignement est un de ces obstacles et la littérature traite abondamment de ce sujet.

Cette section est composée de 3 parties : (1) le contrôle des FE par les capital-risqueurs, (2) le support managérial comme contribution non financière et (3) l'impact de la proximité géographique sur les activités des SCR.

#### **1.6.1. L'aspect contractuel et le contrôle des FE.**

St-Pierre (2004) et Duruflé (2009) soulignent qu'au contraire du banquier, le capital-risqueur désire être un investisseur actif ayant des droits de contrôle sur son investissement. Il nous semble donc important de connaître les droits de contrôle qu'un capital-risqueur désire obtenir. Par ailleurs, nous allons voir comment ces droits constituent des outils de gestion de risque.

Le contrôle des FE par les SCR est depuis plusieurs années une vaste avenue de recherche en CR. Gompers (1995), Lerner (1995), Ferjani (2000), Kirilenko (2001), Kaplan et Stromberg (2003) et Pruthi *et al.* (2003) ont tous entrepris des recherches sur ce sujet. Ces articles font partie de ceux qui seront présentés en détail dans cette section.

Afin d'identifier les droits de contrôle les plus aptes à inciter un GSCR à réaliser un investissement, Ferjani (2000) en se basant sur les résultats de Jog *et al.* (1991) a évalué la fréquence d'utilisation des différents droits de contrôle exercés par les SCR canadiennes. Selon lui, ces droits de contrôle, exigés par le capital-risqueur avant d'accorder un financement lui permettent d'intervenir à plusieurs niveaux et de contrôler et gérer certains risques pouvant conduire son investissement à l'échec.

Le travail de Ferjani (2000) repose sur l'idée que pour connaître les droits de contrôle les plus appréciés chez les SCR, il suffit de mesurer les fréquences de leurs utilisations. Ainsi, plus un droit est utilisé, plus il a d'importance. Les fréquences des différents droits de contrôle sont présentées dans le tableau 9 ci-dessous.

<b>Tableau 9: Les droits de contrôle et les fréquences de leurs exercices par les GSCR canadiens.</b>	
<b>Clauses contractuelles</b>	<b>f</b>
Droit de nomination des directeurs	95%
Restrictions sur le transfert et le nantissement des actions	95%
Prévention contre le transfert unilatéral des actions par les gestionnaires	93%
Droits de participer au prorata de nouvelles émissions d'action	91%
Accès aux états financiers vérifiés	89%
Accès aux rapports financiers intérimaires	89%
Assurance-vie pour l'entrepreneur	89%
Restrictions sur le salaire et la compensation de l'entrepreneur	84%
Réunions régulières au conseil d'administration	84%
Limitation du régime d'option d'achat d'actions par les gestionnaires	84%
Prévention contre la distribution unilatérale des dividendes	79%
Accès aux budgets	74%
Accès à la mise à jour du plan d'affaire	68%
Prévention du changement des comptables sans préavis	60%
Recours en cas de non-respect des dispositions contractuelles	42%

Source: Ferjani (2000)

À partir de ces données, on peut conclure que plusieurs de ces clauses contractuelles sont associées au contrôle budgétaire, à la nomination de l'équipe de direction (y compris le dirigeant) et aux droits de liquidation.

Ces droits offrent aux GSCR l'avantage de contrôler différents risques. Par exemple, imposer des restrictions sur le transfert unilatéral d'action par les gestionnaires garantit à la SCR que l'entrepreneur ne cède pas ses actions à une autre personne. Puisque l'acceptation de la demande de financement par le capital-risqueur est beaucoup influencée par les compétences du porteur du projet (Macmillan et *al*, 1985), il est donc important pour le capital-risqueur de s'assurer que cet entrepreneur reste dans le projet et ne se lance pas dans une autre activité.

Si le GSCR pense que l'entrepreneur est inapte à la gestion de la FE, il trouvera dans le droit de nomination des directeurs la possibilité de réduire l'ampleur du risque entrepreneurial en cherchant un remplaçant au fondateur et, parfois, à son équipe de direction.

On comprend donc que ces clauses contractuelles rédigées lors du financement permettent au capital-risqueur de se prémunir contre le risque informationnel et le risque managérial.

À la lecture du tableau 9 ci-dessus, on peut remarquer la présence de plusieurs clauses relatives au contrôle budgétaire. Elles permettent de garantir la bonne utilisation des fonds et de réduire le risque informationnel. Lors de la demande de financement, en présentant son plan d'affaires, l'entrepreneur décrit l'utilisation envisagée des fonds. Malheureusement dans certain cas, il est possible que l'entrepreneur utilise ces fonds à des fins différentes (St-Pierre, 2004). Ceci peut parfois aboutir à des coûts d'agence et les conséquences sur la FE peuvent être négatives.

Kaplan et Stromberg (2003) ont également déterminé différents droits de contrôle auxquels les GSCR peuvent avoir recours. Parmi eux figurent le droit de contrôle sur les flux monétaires (budget), le droit de siéger au conseil d'administration, le droit de vote et le droit de liquidation (vente des actions).

Kaplan et Stromberg (2003) s'intéressent à l'exercice de ces droits par les GSCR. Selon eux, ces gestionnaires sont des intermédiaires entre les capitaux et les FE. Les GSCR reçoivent habituellement 20% du rendement de leurs portefeuilles. Cette rémunération les motive à gérer efficacement leurs droits de contrôle sans déstabiliser les activités de leurs FE ou influencer négativement leurs rendements.

En étudiant 213 investissements de 14 SCR aux É-U, Kaplan et Stromberg (2003) découvrent que les capital-risqueurs séparent les différents droits de contrôle, les GSCR n'exercent pas tous ces droits ensemble à la fois, la performance de la FE est déterminant du type de contrôle à exercer par le capital-risqueur. Ces droits, selon les deux chercheurs, sont souvent liés à des mesures de performance financière et non-financière, notamment pendant les premières périodes post-investissement. En effet, Pour Kaplan et Stromberg (2003), les droits de présence en conseil d'administration, les droits de vote et les droits de liquidation sont généralement exercés si la FE n'a pas réalisé une bonne performance. Dans cette situation, les GSCR exercent l'ensemble de ces droits, mais si la performance s'améliore, l'entrepreneur sera moins surveillé. Dans le cas où la performance de la FE est excellente, les GSCR retirent leurs droits de contrôle des flux monétaires mais renforcent leurs droits de liquidation.

Dans l'échantillon étudié, les SCR détiennent la majorité (plus de 45% en moyenne). Leurs droits de participation peuvent aller de 40,4% à 53%. Quant à leurs droits de vote, ils se situent entre 53,6% et 62,3%. Il est certain que pour arriver à ces résultats, plusieurs SCR utilisent les actions à multiple droits de vote comme instrument de financement. Ces données collectées par Kaplan et Stromberg (2003) confirment donc l'hypothèse de Kirilenko (2001). Selon lui, les SCR, avant d'accorder un financement, exigent des droits de contrôle qui dépassent la valeur de leurs participations.

Kirilenko (2001) dresse un modèle théorique sur les clauses contractuelles et les droits de contrôle en amont de la transaction. Ce modèle vise à écarter l'entrepreneur du

contrôle de la FE en particulier sur le partage des bénéfices. Selon l'auteur, la distribution des dividendes doit être contrôlée par le capital-risqueur. De son côté, Edelman (2002) estime que, dans certains cas, les capital-risqueurs peuvent avoir un niveau de contrôle et de direction supérieur à celui accordé aux actionnaires minoritaires. Par conséquent, le capital-risqueur pourra contrôler la FE et intervenir pour gérer les risques et réduire les coûts d'agence. Un actionnaire minoritaire ne pourra pas jouir de ces avantages ; il n'est que simple observateur.

Afin de réaliser son travail, Gompers (1995) a analysé les données issues d'un échantillon de 794 FE. Selon cet auteur, l'aspect contractuel est un moyen efficace pour réduire l'ampleur du risque informationnel et les coûts d'agence. Lors de la proposition d'affaire, l'entrepreneur présente son plan d'affaire dans lequel il montre la rentabilité de son projet. Après une certaine période, le projet ne semble pas être rentable et enregistre des pertes. Logiquement dans une telle situation, le risque informationnel engendre avec lui le risque capital-rendement puisque le capital-risqueur est mal informé sur la rentabilité future du projet et son succès. C'est en se basant sur cette logique que Gompers (1995) associe l'asymétrie informationnelle au risque du capital investi. L'auteur cherchait à savoir comment un capital-risqueur peut réduire le risque de perte de son capital alors que, du fait du manque d'informations exactes ; il ne connaît pas les résultats envisagés pour le projet.

Pour Gompers (1995), une fois le plan d'affaire révisé, le capital-risqueur rédige des contrats permettant de minimiser les coûts d'agence associés à l'échec du projet. Pour minimiser le risque du capital-rendement (perte de capital...etc.), Gompers (1995) cite trois mécanismes de contrôle utilisés par les SCR : (1) les instruments convertibles, (2) la syndication et (3) la répartition de l'investissement sur plusieurs rondes de financement. Ce dernier mécanisme permet au capital-risqueur d'abandonner le projet dès son commencement s'il paraît défaillant ou ayant peu de chance de réussir. Cette méthode lui permet de ne perdre qu'une partie du montant global nécessaire à la réalisation du projet (Gompers, 1995). Le mécanisme de syndication permet de partager

une éventuelle perte entre plusieurs investisseurs (industrie Canada, 2002 ; Lerner, 1994). De leur côté, les instruments convertibles permettent au bailleur de fonds de récupérer partiellement les fonds investis en cas de perte. En effet, en cas de faillite, les actionnaires privilégiés seront payés avant les actionnaires ordinaires (AMF, 2007). De ce fait les capital-risqueurs préfèrent conserver leur statut d'actionnaires privilégiés au début du financement lorsque le degré d'asymétrie d'information est fort. Si les affaires de la FE se déroulent bien, le capital-risqueur peut convertir ses actions privilégiées en actions ordinaires.

On comprend maintenant comment ces trois mécanismes de contrôle permettent de réduire la perte du capital et les coûts d'agence.

La représentation des SCR dans le conseil d'administration est une problématique que Lerner (1995) a examinée avec soin. L'auteur voulait savoir si les capital-risqueurs sont des contrôleurs rigoureux qui surveillent fréquemment leurs FE ou des managers qui participent activement à la gestion. Lerner (1995) a fait ressortir de son étude que la représentation des SCR dans le conseil d'administration augmente avec le temps. Les SCR cherchent, au fur et à mesure, à renforcer leur position dans les firmes de leur portefeuille. Ce renforcement concerne surtout la position au sein du conseil d'administration dans l'objectif de prendre la tête de l'entreprise lorsque le nombre des parties neutres reste constant. Ces parties neutres font référence souvent aux différents actionnaires (co-investisseurs) souvent minoritaires.

De leur côté, Fried *et al.* (1998) expliquent que l'implication et le pouvoir exercés par les capital-risqueurs au sein du conseil d'administration seront plus élevés s'ils détiennent un pourcentage élevé du capital-actions de la FE. Par leurs activités au sein du conseil d'administration, les GSCR s'impliquent activement sur le plan stratégique (Fried *et al.* 1998).

Pruthi *et al.* (2003) ont mené une étude comparative entre les fonds de CR étrangers et les SCR locales en Inde. L'objectif de l'étude est d'identifier, dans les

pratiques d'affaire de ces capital-risqueurs, les différences en termes de surveillance et de suivi des investissements. D'après ces auteurs, les SCR locales sont, dans leurs FE, plus actives au niveau opérationnel tandis que les SCR étrangères sont plus impliquées au niveau stratégique. De plus, les fonds étrangers imposent davantage de restrictions quant aux emprunts additionnels. De telles restrictions sont un moyen de réduire l'effet du levier financier. Un niveau d'endettement élevé traduit une augmentation du niveau de risque. En effet, il est possible que la FE ne soit plus capable d'honorer ses engagements auprès de ses créanciers. Cette incapacité entraînera pour le capital-risqueur la perte de son investissement. Au niveau de l'externalisation, les SCR locales sont plus enclines à recourir aux services de consultants et de spécialistes dans l'industrie du CR. Ceci semble montrer le manque d'expertise de ces capital-risqueurs encore peu expérimentés.

De leur côté, les capital-risqueurs étrangers qui investissent au Canada jugent que les restrictions et l'aspect contractuel sont des outils efficaces de gestion des risques. Les GSCR interrogés par PWC (2003) considèrent que la clause de délégation de la gestion de la firme à un autre gestionnaire, en particulier au niveau commercial, est une condition *sine qua non* à l'accord d'un financement. Tout entrepreneur canadien qui souhaite obtenir du CR en provenance de ces fonds se trouve dans l'obligation d'accepter cette condition, sinon l'investissement n'aura pas lieu. PWC (2003) précisent que la nomination d'un gestionnaire américain que les capital-risqueurs jugent expérimenté permet de relever le défi commercial et de réduire les risques associés à la fonction marketing (risque de marché, chiffre d'affaire, concurrence.....etc.). La raison invoquée est la faiblesse des entrepreneurs canadiens quant à la commercialisation.

### **1.6.2. La contribution non financière du capital-risqueur et son impact sur la performance**

Dans la section précédente, nous avons discuté des droits de contrôle qu'un GSCR souhaite obtenir. La présente partie a pour visée d'exposer les différents types de

supports managériaux qu'un capital-risqueur peut offrir à la FE et de comprendre comment cette contribution non financière permet d'améliorer la performance.

Tyebjee et Bruno (1984), Drucker (1985), MacMillan *et al.* (1985), MacMillan *et al.* (1987) entre autres s'accordent sur le rôle exclusif de l'entrepreneur dans la réussite de la FE. Amit *et al.* (1990), quant à eux, nuancent cette idée. Selon eux, les entrepreneurs qui font appel aux capital-risqueurs le font davantage dans une optique de partage de risque avec leur partenaire que dans l'optique unique d'un apport de capitaux.

Ces deux courants constituent les pierres angulaires de la discipline du CR. Nous sommes d'avis que l'implication des SCR dans le management des FE contribue significativement à leurs performances (Chemmanur *et al.* 2009).

Schefczyk et Gerpott (2001) ont mené une étude avec deux objectifs de recherche : l'identification des différents types de supports managériaux fournis par les SCR à leurs FE et la vérification de l'intensité et la fréquence de ces supports. Les deux auteurs ont construit une base de données de 103 FE appartenant aux portefeuilles de 12 SCR en Allemagne. Leurs résultats montrent que le support managérial notamment l'engagement actif dans la prise des décisions stratégiques permet d'améliorer la performance de leurs FE.

Les auteurs trouvent aussi que les SCR offrent une assistance aux entrepreneurs de leurs FE dans les différents aspects de la gestion. Schefczyk et Gerpott (2001) affirment que certaines publications en CR indiquent que les GSCR consacrent une bonne partie de leurs temps à assister les gestionnaires de leurs FE. Malheureusement dans la littérature, les pratiques de support managérial ne sont pas très documentées. En effet, selon eux, cette littérature tourne autour de trois sujets : (1) décrire et classer les services de consultation fournis par les GSCR, (2) analyser les déterminants de succès de cette consultation et enfin (3) analyser les problèmes spécifiques au management.

Schefczyk et Gerpott (2001) tentent d'aller au-delà. Ainsi, leur recherche a trois objectifs :

1. Décrire les fréquences des différents supports managériaux y compris la prise des décisions stratégiques. La fréquence des contacts entre les GSCR et leurs FE est un indicateur de l'intensité de ce support.
2. Analyser les effets et les caractéristiques de ces supports managériaux.
3. Explorer la relation causale entre les variables de mesures liées aux supports managériaux fournis par les GSCR et les indicateurs de performance de leurs FE.

Avec cette étude, les auteurs découvrent, premièrement que l'aide à la prise de décision est fournie lorsque les managers des FE ne sont pas assez qualifiés. Deuxièmement, le support dans le domaine de la gestion sert souvent à vérifier la faisabilité économique des idées (nouveaux produits). Enfin les GSCR aident leurs partenaires à développer des mesures pour réaliser des plans novateurs.

Schefczyk et Gerpott (2001) concluent aussi que :

- L'intensité, la fréquence et le type de support sont fonction du stade de financement (démarrage, croissance....etc.).
- Les capital-risqueurs accordent plus de support que les actionnaires minoritaires.
- L'intensité du support managérial, en particulier l'implication des SCR dans les activités de R&D, de fabrication, et les décisions de vente de leurs FE augmentent avec la valeur de la FE sur le marché.

Les GSCR vont, en effet, logiquement, consacrer plus d'effort dans les FE à valeur élevée. Les SCR investissent habituellement dans des FE de différentes valeurs mais, probablement, les FE à valeur élevée sur le marché constituent la grande proportion du portefeuille du capital-risqueur. Néanmoins, il ne faut pas oublier les parts

du capital-risqueur dans la FE. Ce point sera discuté dans la partie suivant les analyses et les résultats.

Concernant la performance, Schefczyk et Gerpott (2001) confirment l'existence d'une corrélation significative entre la performance des FE et le support managérial fourni par leurs bailleurs de fonds. De plus, ils indiquent que la présence des GSCR au conseil d'administration est la forme de support la plus fréquente. Cette forme de support permet aux capital-risqueurs d'être plus engagés dans la prise de décisions stratégiques.

Edelman (2002) découvre, dans ses recherches, que la présence au conseil d'administration est le type de support le plus fréquent. Mais l'auteure ne parvient pas à démontrer l'impact positif de ce support sur la performance des FE en Allemagne. Les services de consultation ont, quant à eux, un impact positif sur la performance des FE (Edelman, 2002).

Selon cette auteure, le type de support varie en fonction des phases du cycle de vie d'une FE. Par exemple, dans la phase de démarrage, l'assistance fournie par les SCR aux dirigeants des FE peut être de nature plus technique que managériale. A contrario, durant les cycles de vie post-démarrage, les FE ont davantage besoin d'assistance lors de la prise de décisions stratégiques. Cette idée est partagée par Schefczyk et Gerpott (2001).

Tout en insistant sur la relation entre étapes du cycle de vie et type de support, Edelman (2002) insiste sur le rôle des capital-risqueurs lors de la préparation d'un PAPE. Cette auteure découvre que, pendant l'étape de la sortie, les capital-risqueurs ont un rôle déterminant dans le bon déroulement du PAPE. Ils assurent cette collecte de nouveaux fonds avec soin.

L'impact du PAPE sur la croissance est très important. La FE voit dans cette méthode une façon d'acquérir de nouveaux fonds finançant une nouvelle croissance. Le

capital-risqueur, de son côté, trouve dans le PAPE le véhicule de sortie le plus adapté car il améliore la liquidité de ses actions qui peuvent être cédées en bourse.

L'intervention du capital-risqueur pendant cette étape est souvent très précieuse. Ivanov et Xie (2010) découvrent dans leurs recherches que les SCR ajoutent de la valeur à leurs FE lorsque celles-ci ont un lien stratégique avec les GSCR. Selon les deux auteurs, les capital-risqueurs offrent différents services et soutiens à leurs FE. Par exemple, grâce à l'intervention et à l'expertise des capital-risqueurs, ces FE peuvent bénéficier d'une meilleure évaluation lors d'un PAPE que des PME non financées par CR.

Selon Ueda (2000) un banquier n'apporte pas d'aide à un client souhaitant faire un PAPE. Le capital-risqueur présente cet avantage. Il consacre beaucoup d'effort et use de son expertise dans les marchés financiers pour aider sa FE à collecter de nouveaux fonds par le biais du PAPE.

Hege *et al.* (2009) ont entrepris une étude comparative sur la performance des SCR américaines et européennes. Pour mesurer la valeur ajoutée créée par les SCR américaines et européennes Hege *et al.* (2009) ont utilisés plusieurs indicateurs. Pour comparer la performance, le principal indicateur est le taux de rendement interne réalisé entre le premier et le dernier financement (avant la sortie).

Les conclusions de cette étude montrent que les FE financées par des capital-risqueurs américains génèrent des rendements significativement supérieurs que ceux des FE financées par des européens. D'après ces auteurs, les pratiques de syndication ne sont pas les mêmes chez ces deux groupes de SCR. La syndication est, en effet, une pratique très développée aux É-U (Industrie Canada, 2003). Ceci revient surtout au facteur de l'expérience, à ce propos il nous convient de noter que le CR est un mode de financement qui existe aux É-U depuis plusieurs siècles.

Cette étude montre également que les capital-risqueurs américains lorsqu'ils réalisent des transactions en Europe ne réussissent pas mieux que leurs homologues

européens. Pour Hege *et al.* (2009) ce résultat provient des différences réglementaires entre l'Europe et les É-U. Il n'envisage pas d'expliquer ce résultat par la notion de proximité géographique.

Engel (2002) a analysé des entreprises de haute technologie et de technologie modérée pour voir l'impact des capital-risqueurs sur la performance des FE. À partir de ses résultats, il affirme que la contribution non-financière des SCR dans les FE doit être corrélée positivement avec leur performance : plus la fréquence et l'intensité de l'implication non-financière du capital-risqueur dans la FE sont élevées, plus celle-ci est performante. L'auteur montre principalement l'impact des SCR sur la création d'emplois. Il conclut que les FE qui survivent, créent plus d'emplois que les PME qui n'ont pas bénéficié d'un financement en CR.

Pour Chemannur *et al.* (2009), la contribution des capital-risqueurs conduit à la création de valeur dans les FE. Ces chercheurs soulignent que des théoriciens et professionnels affirment que les SCR ne mettent pas uniquement des fonds à la disposition des FE. Ils leurs offrent également différents services non-financiers. Ces services sont pertinents et précieux car ils augmentent la chance de réussite chez ces FE. En se basant sur diverses publications, Chemannur *et al.* (2009) identifient plusieurs services offerts par les SCR. On peut noter les services suivants : assurer une gestion compétente, embaucher des employés compétents et encourager leur motivation, fournir l'accès à un vaste réseau de contacts composé essentiellement de fournisseurs et de clients. Ces services sont aussi fournis par les capital-risqueurs étrangers qui investissent au Canada (PWC, 2003).

Toujours selon Chemannur *et al.* (2009), plusieurs travaux de recherche démontrent que les SCR ayant une bonne réputation en termes de performance fournissent de meilleurs services au niveau du support managérial que les SCR à moindre performance.

Chemannur *et al.* (2009) se sont aussi penchés sur les moyens conduisant les SCR à rentabiliser leurs investissements en améliorant l'efficacité des FE. Les auteurs ont déterminé une liste de questions dans lesquelles figurent les questions suivantes :

- Est-ce que les SCR contribuent à l'amélioration de la productivité totale des facteurs (indicateur de performance au niveau de la production) ?
- Les SCR investissent-elles dans les firmes déjà efficaces ou améliorent-elles l'efficacité des firmes en en prenant le contrôle ?

Pour se faire, les auteurs ont étudié des FE et des PME non financées par CR. Ces deux échantillons leur permettent de voir l'impact des GSCR sur l'efficacité de leurs firmes. Ils ont constaté que les FE sont plus efficaces que les autres PME. Cette conclusion leur permet de justifier le rôle déterminant des SCR à ce niveau.

Hellman et Puri (2002) ont comparé, eux aussi, les FE à d'autres entreprises non financées par CR. Les auteurs ont étudié 170 nouvelles entreprises implantées dans la Silicon Valley et œuvrant dans la haute technologie. Ces entreprises ont financé leur démarrage par CR. Hellman et Puri (2002) ont ajouté aux informations collectées auprès de ces FE, des informations publiques, des enquêtes et des entrevues. Cette méthode leur a permis d'avoir une grande quantité d'information diverses concernant l'implication des SCR dans les ressources humaines, les options d'achat d'actions, dans l'embauche d'un VP marketing et ventes, etc. Ces mesures de professionnalisation (Hellman et Puri, 2002) sont des pratiques exemplaires qui influencent le développement de l'organisation. Les deux auteurs discutent aussi du remplacement de l'entrepreneur fondateur.

Pour Hellman et Puri (2002) la professionnalisation concerne davantage les ressources humaines : l'embauche d'un VP marketing et vente a pour objectif d'assurer une gestion efficace de la commercialisation, le remplacement de l'entrepreneur fondateur vise à faire des changements stratégiques au sein des FE, l'adoption des plans d'option d'achat d'actions trouve sa justification dans la volonté de ces SCR de motiver

l'ensemble des cadres de ces FE. Toutes ces mesures visent à améliorer l'efficacité du capital humain de ces jeunes FE. Ainsi, les deux auteurs montrent l'existence d'une corrélation positive entre ces différentes formes d'intervention et la performance de leurs FE.

Dans le cadre de la relation entre contribution non-financière des SCR et performance des FE de leurs portefeuilles, Manigart *et al.* (2002) analysent les déterminants expliquant le rendement des investissements en CR dans cinq pays différents. Ils montrent que le contrôle et l'assistance des GSCR et la spécialisation des SCR sont les deux principaux déterminants du rendement. La spécialisation dans un secteur d'activité favorise l'expertise et les compétences des GSCR. Elle améliore, ainsi, la qualité des supports qu'elles offrent à leurs FE. Cette conclusion rejoint les résultats des recherches évoquées dans cette section.

Ces recherches ont donc montré qu'il existe un lien direct entre la performance des FE et les différentes formes de contributions non-financières offertes par leurs bailleurs de fonds. Malheureusement, certains obstacles influencent négativement l'intensité, la fréquence et la pertinence des différents supports managériaux offerts par les GSCR à leurs FE.

### **1.6.3. L'impact de l'éloignement sur la collaboration entre les FE et les capital-risqueurs : l'effet sur la performance.**

L'impact de la proximité géographique sur l'implication managériale du capital-risqueur et donc sur la performance de la FE concerne de nombreuses publications comme celle de PWC (2003) et Lerner (1995) présentées ci-dessus.

Plusieurs des capital-risqueurs américains qui ont participé à l'étude de PWC (2003) sur le CR étranger au Canada sont localisés à New-York. Ces capital-risqueurs investissent en Ontario car la proximité géographique est un facteur influençant leur participation dans la gestion de leurs FE canadiennes. Notamment, l'existence de

liaisons aériennes directes a un effet déterminant. Rappelons que ces investisseurs étrangers exigent la délégation de la gestion administrative et commerciale à un gestionnaire américain. Ils souhaitent, en outre, que celui-ci assure cette gestion depuis les É-U. Cet élément confirme l'importance de la proximité géographique.

De plus, ces capital-risqueurs expliquent que lorsqu'un investissement en CR est réalisé dans une région et en particulier sur marché étranger, il est très important d'avoir un représentant dans cette région. Les capital-risqueurs interrogés lors de cette étude estiment que si la SCR réalise plus d'un projet dans une localisation, il est préférable qu'elle y implante un bureau de représentation.

Dans son étude, Lerner (1995) cherchait à savoir si les GSCR sont des contrôleurs sévères ou des managers qui participent activement à la gestion de leurs FE. Dans les conclusions de sa recherche, il a insisté sur l'impact de l'éloignement sur l'implication des SCR dans le management et le contrôle de leurs FE. Selon l'auteur, le contrôle et la gouvernance d'une firme locale est moins coûteux qu'une firme lointaine.

À partir d'un échantillon de 307 FE du secteur biotechnologique et ayant bénéficié de CR entre 1978 et 1989, Lerner (1995) découvre l'importance de la proximité géographique. Il obtient une relation positive entre la distance et l'implication des capital-risqueurs dans leurs FE. Selon lui, plus la distance entre le siège de la SCR et celui de la FE est réduite, plus la présence des GSCR dans leur FE est élevée.

Même si cette publication a été réalisée à une époque où les moyens de communications étaient moins développés qu'à notre époque, la conclusion de l'auteur reste valide. En effet, des publications plus récentes comme celle de Pruthi *et al.* (2003) ont démontré l'impact de la proximité géographique sur l'implication du capital-risqueur et sur la performance de la FE.

Rappelons que Pruthi *et al.* (2003) ont mené une étude comparative entre les fonds de CR étrangers et les fonds nationaux en Inde. Dans leur étude, ils découvrent

que ces derniers sont plus impliqués et plus actifs dans les FE au niveau opérationnel ; les SCR étrangères sont plus impliquées au niveau stratégique. L'implication au niveau opérationnel nécessite une forte présence dans la FE. C'est pour cette raison que les capital-risqueurs étrangers en Inde préfèrent intervenir au niveau stratégique. En effet, l'éloignement procure des difficultés : des déplacements, des coûts, du temps... A contrario, les investisseurs locaux avantagés par leur proximité géographique sont capables d'intervenir au niveau opérationnel et de participer activement et fréquemment aux différentes opérations quotidiennes de la FE.

Le second chapitre de ce mémoire sera consacré à l'aspect méthodologique de notre recherche. Nous allons présenter et expliquer la méthodologie qui encadre notre recherche. Nous y présenterons également les résultats des différentes études de cas réalisées auprès des capital-risqueurs canadiens. Les analyses et les conclusions feront l'objet du troisième chapitre.

## CHAPITRE 2 : L'ASPECT MÉTHODOLOGIQUE

## 2.1 Le type de la recherche et l'approche utilisée

Dans la première partie de ce mémoire, nous avons présenté une revue de la documentation et une élaboration du cadre conceptuel. L'intérêt de cette première étape, dans un travail de recherche, est de connaître les problèmes déjà étudiés et les résultats obtenus. Cette étape permet également au chercheur de découvrir les pistes de recherche suggérées par les experts (Pettersen, 2007). Le cadre conceptuel, quant à lui, est utile car il aide le chercheur à définir les différents concepts et variables de sa recherche (Pettersen, 2007).

Dans notre revue de littérature, nous avons présenté de nombreux articles qui nous ont menés vers notre question managériale. Cette revue de littérature nous a permis de définir les différents concepts et variables que nous avons jugé pertinents pour la compréhension de l'objectif et du contenu de notre travail.

Dans les publications présentées dans notre premier chapitre, les auteurs utilisent soit une approche quantitative (c'est le cas pour les travaux de Dufresne (2002) et Hellman et Puri (2003)) ou une approche qualitative (comme dans les études de Macmillan (1985) et Ferjani (2000)). Dans les études quantitatives, la plupart des auteurs ont collecté leurs données à l'aide d'un échantillon représentatif de SCR ou de FE. Mais, dans le cas où l'approche utilisée est qualitative, la majorité des auteurs ont procédé par étude de cas.

Pour notre travail, nous avons choisi une méthode qualitative : une étude de cas multiple. Rappelons que dans une approche exploratoire, la stratégie à privilégier est l'étude de cas car elle constitue l'approche par excellence dans ce type de recherche (Pettersen, 2007). Nous allons présenter le type de recherche et l'approche utilisée afin de justifier notre choix de collecte de données. Comme le précise Yin (2003), chaque méthode a ses avantages et ses inconvénients.

### ***2.1.1. LE TYPE DE LA RECHERCHE.***

Notre recherche est une étude exploratoire qui se situe dans le cheminement de la découverte. En effet, rappelons que l'objectif de notre étude est d'explorer comment l'implication managériale et l'exercice des différents droits de contrôle permettent au capital-risqueur de gérer les risques et de contribuer à la performance de son investissement.

Au Canada, il existe de nombreuses sortes de SCR. Cette diversité peut être expliquée par les sources de fonds, la réglementation et les lois et enfin, par leur forme juridique. Macdonald & associés (1998) ont déterminé différentes catégories de capital-risqueurs au Canada. Les sources de fonds et la mission de chaque SCR influencent leurs objectifs, leurs stratégies d'investissement et, par la suite, leur gestion du risque. La gestion du risque dans ce type de financement ne peut être standardisée (Parhankangas et Hellstrom, 2007). C'est pour ces raisons que nous avons, pour notre étude, privilégié une analyse qualitative basée sur des études de cas multiple. Le reste de cette section sera consacrée aux différents éléments qui nous permettent de justifier le choix de privilégier une approche qualitative.

Dans une approche exploratoire, la stratégie à privilégier est l'étude de cas. Elle constitue l'approche par excellence dans une recherche exploratoire. À ce propos, Yin (2003) précise que : « *l'étude de cas est la stratégie privilégiée lorsque les questions (comment) ou (pourquoi) sont posées* ». Une analyse qualitative basée sur une étude de cas est donc, pour notre étude, la stratégie à privilégier. En effet, dans notre étude, le «comment» fait référence aux mécanismes de gestion de risque adoptés par les SCR, ces mécanismes sont tout simplement les droits de contrôle et les différentes implications managériales. Le «pourquoi» trouve sa place dans le fait que nous espérons également comprendre pourquoi les capital-risqueurs adoptent ces mécanismes.

### **2.1.2. L'APPROCHE UTILISÉE**

Comme nous l'avons expliquée dans la partie précédente, l'approche utilisée est de type qualitatif. La collecte de données sera réalisée à partir d'une étude de cas multiple.

Gagnon (2005) estime que «*l'étude de cas multiples vise [...] à tirer des conclusions d'un ensemble de cas. on recommande habituellement de quatre à dix cas*». Notre travail suit cette recommandation. En effet, pour collecter nos données, nous avons interrogé cinq répondants représentant six fonds de CR.

## **2.2. Les obstacles à l'analyse quantitative et les préférences à l'approche qualitative**

Le choix d'une approche qualitative plutôt qu'une analyse quantitative repose sur plusieurs facteurs.

### **2.2.1. Les obstacles à l'analyse quantitative**

Dans notre recherche, nous n'avons pas privilégié l'analyse quantitative du fait de plusieurs difficultés et obstacles. Parmi ces difficultés, nous pouvons mentionner la difficulté à obtenir suffisamment de données quantitatives, la petite taille de notre échantillon, la diversité des hypothèses et l'absence de toute modélisation mathématique basée sur une corrélation ou régression linéaire.

Ces facteurs nous incitent à privilégier l'analyse qualitative.

### **2.2.2. La non représentativité de l'échantillon**

Dans le cas de l'analyse quantitative, les techniques d'échantillonnage doivent permettre de généraliser les résultats de l'étude. Les conclusions tirées des données collectées dans un échantillon doivent pouvoir s'appliquer à l'ensemble de la population avec un risque d'erreur très faible (Pettersen, 2007) et (Landau et Everitt, 2004). Cependant, cette idée oblige à ce que l'échantillon soit représentatif de la population.

Pour cela, la taille de l'échantillon doit être suffisamment grande, La taille de l'échantillon dépend de la taille de la population (Lévesque et Cadieux, 2007).

Au Canada, entre 1996 et 2002 le nombre de capital-risqueurs est passé de 95 à 182, soit une augmentation de 92% (Industrie Canada, 2002). À la vue du nombre d'investisseurs en CR, nous jugeons que la taille de notre échantillon n'est pas suffisamment représentative pour mener une analyse quantitative. En effet, seuls six répondants ont accepté de collaborer à cette recherche. Parmi ces répondants, nous avons sélectionné cinq participants. L'un de ces participants représentant deux sociétés, nous avons donc six SCR.

Durant le recrutement de nos cas, un représentant d'une société «private equity» a manifesté de l'intérêt pour notre recherche et a souhaité y participer. Néanmoins, il estimait ne pas pouvoir fournir de données pertinentes à notre travail. Il jugeait, en effet, ses connaissances en CR limitées. Les risques dans ces deux types de financement sont, par ailleurs, différents. Afin de respecter les objectifs de notre travail axé sur la gestion de risque par les capital-risqueurs, nous avons décidé de ne pas intégrer ce répondant à nos cas.

Le nombre de FE de l'ensemble de nos répondants s'élève à plus de 40. Plusieurs chercheurs ont mené des analyses quantitatives avec un nombre de FE équivalent. Mais nos données ne nous permettent pas de mener ce type d'étude. En effet, elles synthétisent les façons de faire des SCR et non des données spécifiques à chaque FE. Nous ne pouvons donc entreprendre une analyse quantitative en se basant sur ces données.

### ***2.2.3. La difficulté d'obtenir des données confidentielles***

Stéphany (2003) explique que les publications sur le CR demeurent peu importantes du fait de plusieurs difficultés. Il est en effet difficile d'obtenir des données. les problèmes théoriques à résoudre sont de nature complexe et la nature du capital-

risque rend les vérifications empiriques difficiles. L'ouvrage de Stéphany (2003) nous permet, en outre, de comprendre que la collecte des données auprès des GSCR est difficile du fait de la confidentialité qui encadre leurs activités. Plusieurs capital-risqueurs veillent, en effet, à ce que leurs méthodes en matière de gestion du risque informationnel soient confidentielles (Stéphany, 2003). Pour confirmer ce propos, citons un GSCR qui, lors d'un entretien téléphonique, a décliné notre invitation à participer à notre étude : *«ce sont nos façons de faire à l'interne et on ne peut pas les éclairer au public»*.

Il arrive également que certains GSCR préfèrent ne pas divulguer certaines informations. Il peut s'agir d'une entente convenue avec leurs entrepreneurs partenaires. Un de nos répondants a, en effet, refusé de fournir des données relatives aux droits de vote et à ses participations dans les FE de son portefeuille.

En persévérant, nous avons réussi à contourner ces problèmes. Lors du recrutement des répondants, malgré le refus de plusieurs GSCR, nous avons réussi à mobiliser et à sélectionner cinq participants parmi les six qui ont exprimé leur volonté de participer à notre étude.

#### ***2.2.4. L'objectif de la recherche***

L'objectif de notre recherche, son contenu ne nous permettait pas de mener une analyse quantitative. La grande variété de clauses contractuelles, de droits de contrôle et de formes d'implications font qu'il est très difficile de déterminer les variables à utiliser dans une analyse quantitative. En outre, chaque GSCR possède sa propre façon de faire et évolue dans des secteurs différents. Il y a donc de très nombreuses variables. On ne peut donc pas mener une analyse quantitative car la présence d'un nombre élevé de variables handicape son utilisation.

Comme nous allons le voir, le secteur d'activité et le stade de développement de la FE sont deux facteurs qui influencent les formes d'implications et de contrôle

(Edelman, 2002). Ainsi, certaines questions ne s'appliquaient pas et certains répondants n'ont pas pu répondre à quelques questions. L'un des GSCR participant nous a affirmé ce qui suit :

*« Toutes mes réponses s'inscrivent uniquement dans le contexte d'investissements dans des entreprises technologiques en démarrage. Les critères dans des entreprises plus matures seraient sans doute très différents. Chaque stade de développement d'une entreprise commande des financements différents avec des critères propres à chacun des stades ».*

À la vue de ces facteurs on voit donc pourquoi nous avons rejeté une analyse quantitative pour privilégier une analyse qualitative.

#### **2.2.5. Les avantages d'une analyse qualitative comme méthodologie de notre recherche.**

Pour notre recherche, l'analyse qualitative dispose de nombreux avantages. Grâce à l'utilisation d'étude de cas, elle constitue la méthode idéale pour notre sujet. Les différents secteurs d'activité, les diverses sources de fonds et les nombreuses formes juridiques ainsi que la réglementation ont une grande influence sur les décisions des GSCR et leurs stratégies d'affaire.

La réalisation d'études de cas nous permet de mettre en lumière ces différences. Nous avons d'abord procédé à la collecte des données grâce à un questionnaire. Ensuite nous avons entrepris des entrevues semi dirigées pour inviter les participants à nous expliquer leurs réponses.

Les entrevues présentent un précieux avantage. Elles permettent d'aller en profondeur et de chercher les explications et les argumentations auprès des participants. Les entrevues nous ont aidés à mieux comprendre les réponses des GSCR interrogés et les raisons. Dans la majorité des analyses quantitatives ne présentent pas cet avantage. Elles reviennent, en effet, à collecter des données quantitatives fournies par les

répondants. Souvent, elles n'ont pas pour objectif de comprendre les raisons sous-jacentes. Elles permettent d'interpréter les résultats obtenus après le traitement et l'analyse des données.

### 2.3. LA COLLECTE DES DONNÉES

Dans cette partie, nous discuterons de la collecte des données. Le questionnaire et l'ensemble des concepts traités feront l'objet de la première section. La deuxième présentera l'échantillon et le profil des participants.

#### 2.3.1. Le questionnaire et les entrevues

Pour collecter des données pertinentes à notre recherche, nous avons rédigé un questionnaire de treize questions (Annexe 1). Elles abordent les thèmes suivants :

- Les critères de décision chez les SCR (une question).
- La proximité géographique et son impact sur l'implication des SCR (quatre questions).
- Les droits de contrôle (trois questions).
- Les avantages des SCR par rapport aux banques (une question).
- Les différentes formes d'implication exercées par les SCR (quatre questions).

Les questions ont été rédigées grâce à la littérature présentée précédemment portant sur le contrôle et l'implication des SCR dans les FE (Gompers, 1995 ; Kirilenko, 2001 ; Schefczyk et Gerpott, 2001 ; Edelman, 2002 ; PWC, 2003 ; Hellman et Puri, 2003 ; Kaplan et Stromberg, 2003), les obstacles à cette contribution des GSCR (Lerner, 1995 ; PWC, 2003) et les critères de décision chez les SCR (Macmillan *et al.* 1985 ; Pruthi *et al.* 1999). Certaines questions traitent de plusieurs de ces sujets. Ainsi, la question sur les avantages des SCR comparativement aux banques, nous permet d'identifier certaines formes d'implication non-financière que les capital-risqueurs mettent à la disposition de leurs FE.

Grâce au fait que ce questionnaire traite de sujets figurant dans la littérature, nous pourrons, à la fin de notre travail, tirer des conclusions à partir des données fournies par les SCR interrogées. Nous pourrons également être en mesure de fournir des recommandations.

Le fait que la plupart de ces études aient été réalisées dans des marchés de CR différents du marché canadien constitue le principal inconvénient de notre approche. En effet, les questions sont inspirées de travaux réalisés dans un contexte différent. Néanmoins, les participants interrogés ont, au cours des entrevues, parfaitement compris le contenu des questions et l'objectif de notre étude. Ils nous ont fournis des réponses précises et compréhensibles.

Dans un premier temps, un premier questionnaire de plus de quarante-cinq questions avaient été rédigé. Toutefois, nous l'avons revu afin que celui-ci puisse être rempli dans un délai de 60 minutes. Le regroupement de plusieurs questions dans un même tableau nous a permis de rendre le questionnaire plus pratique pour collecter les données.

Au cours des entrevues, des questions ne figurant pas sur les questionnaires ont été posées. Elles étaient préparées à l'avance, souvent dès la réception des questionnaires remplis par les répondants. Ces questions avaient pour objectif d'aller en profondeur, de mieux comprendre les réponses des participants et de bien conduire les entrevues.

Cinq entrevues ont été réalisées dans ce travail. Nous avons rencontré personnellement deux de nos répondants.

Le 13 juin 2011, à Montréal, nous avons réalisé une entrevue avec le représentant de la CTI sciences capital.

La deuxième entrevue a eu lieu à Trois-Rivières avec le représentant de la SCR(A).

Les trois autres entrevues se sont faites par téléphones et ont eu lieu pendant les mois de juin et juillet 2011.

Pour chaque sujet, les données collectées seront interprétées. Dans l'objectif de tirer des conclusions, les réponses seront parfois présentées sous forme de tableau et parfois sous forme de synthèses.

### **2.3.2 L'échantillon**

Notre questionnaire était adressé à environ 60 GSCR, ces gestionnaires étaient sélectionnés de façon au hasard après la collecte de leurs coordonnées soit dans le site web de l'association canadienne de sociétés de CR (CVCA) ou le site réseaux capital de l'association québécoise des SCR. Avant d'envoyer le questionnaire aux répondants, nous avons écrit des courriels afin de solliciter leur participation ou parfois nous avons tenté de les joindre par téléphone. Dans certains cas, les participants expriment leur refus dès le début soit à cause du manque de temps ou comme déjà signalé pour garder la confidentialité de leurs façons de faire. Notre suivi chez la majorité des GSCR qui ont refusé de collaborer consistait tout simplement à insister après les avoir recontacté à plusieurs reprises. Comme signalé auparavant, seulement six ont répondu favorablement à notre demande et ont accepté notre invitation. Ces répondants étaient motivés de participer à ce travail de recherche et ils ont accepté de collaborer avec nous en fournissant toutes les réponses nécessaires à nos questions. Notre échantillon jouit de trois avantages : (1) il représente des SCR de formes différentes, (2) ces capital-risqueurs financent différents stades de développement des FE et (3) les répondants sont spécialisés dans différents secteurs d'activité.

Premièrement, notre échantillon est composé de fonds privés indépendants, un fond d'État et un fond de personne morale, ces trois formes de SCR restent avec les fonds de travailleurs les formes les plus fréquentes des capital-risqueurs au Canada. Pour des considérations de confidentialité, seulement deux capital-risqueurs seront identifiés avec leurs raisons sociales et les noms des personnes interviewés puisqu'ils ont fourni leur consentement, quant aux autres représentants, ils seront identifiés par les symboles : SCR(A), SCR(B) et SCR(C).

Deuxièmement, en ce qui concerne les stages de développement des FE, nos répondants financent des FE dans différents cycles de vie : prédémarrage, démarrage, expansion et croissance. Certains parmi eux sont spécialisés dans des cycles de vie précis, comme le cas du représentant de la SCR(B) qui d’après sa citation exposée précédemment, on peut aisément comprendre qu’il se réserve la tâche de financer des entreprises en démarrage. Quant à notre entretien avec le représentant de la SCR(A), il montre que ce capital-risqueur est spécialisé dans le financement de l’expansion et la croissance.

Finalement, quant aux secteurs d’activité, les SCR de notre échantillon financent différentes industries comme : les sciences de la vie, les secteurs technologiques, les technologies d’informations et de communication (TIC), les secteurs traditionnels et même les médias et les investissements sociaux. Le tableau 10 ci-dessous donne une brève description de ces SCR avec leurs formes et leurs spécialisations.

**Tableau 10 : description des participants à la recherche selon leurs formes, cycles de vie et secteurs d’activités.**

<b>Les SCR participantes</b>	<b>Formes</b>	<b>Secteurs de spécialisation</b>	<b>Cycle de vie</b>
Fond CTI SCIENCE DE LA VIE	Fond privé indépendant	Les sciences de la vie	Démarrage
BDC capital	Fond d’état	Secteurs technologiques	Démarrage
SCR(A)	Fond de personne moral	Secteurs traditionnels	Expansion et croissance
SCR(B)	Fond privé indépendant	TIC	Démarrage
SCR(C)	Fond des fonds	TIC, Internet et logiciel, santé, média et investissement social	Démarrage et croissance

Une description plus détaillée de ces SCR sera présentée en annexe à la fin de ce mémoire.

La diversité de notre échantillon au niveau de la forme des SCR et la spécialisation par secteur et stage de financement explique l'avantage de notre approche basée sur des études de cas. Ceci a comme principal avantage d'obtenir des réponses différentes, celles-ci étant enrichies par les explications en provenance de nos participants.

Le chapitre suivant sera réservé à l'étude des résultats et les analyses.

## CHAPITRE 3 : ANALYSES ET RÉSULTATS

### 3.1 L'ANALYSE ET L'INTERPRÉTATION DES DONNÉES

Avant de présenter les conclusions de notre recherche, nous allons d'abord analyser les données collectées auprès des participants. Ces données vont être mises en relation avec les auteurs dont les travaux ont été déjà exposés dans le premier chapitre. Les résultats et analyses sont présentés par ordre de sujet. Nous commençons par les critères de décision et nous terminons par les différentes formes d'implication et la proximité géographique.

#### 3.1.1 Les critères de décision

En se basant sur les écrits de Macmillan *et al.* (1985; 1987), Lerner (1995), Pruthi *et al.* (1999), PWC (2003) et Kirsh *et al.* (2009), nous avons identifié six critères de décision.

Les réponses des participants sont présentées dans le tableau suivant. Elles sont classées par ordre d'importance. Pour chaque critère, nous avons indiqué le nombre de répondants en fonction du degré d'importance associé à chaque critère.

<b>Tableau 11 : les critères de décision par ordre d'importance.</b>					
<b>1 : pas important 2 : peu important 3 : important 4 : très important.</b>					
<b>Les critères</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>Total</b>
Les compétences de l'entrepreneur			1	4	<b>5</b>
La qualité du projet			2	3	<b>5</b>
La proximité géographique			3	2	<b>5</b>
L'existence d'un prototype	1		2	2	<b>5</b>
La transparence du plan d'affaires		1	3	1	<b>5</b>
La possibilité d'imposer des clauses de contrôle plus strictes.	1	2	1	1	<b>5</b>

Parmi les six critères qui figurent dans le tableau 11, on remarque que les compétences de l'entrepreneur est le critère le plus important, puisque le niveau 4 «très important» a été attribué par quatre participants au critère «compétences de l'entrepreneur». Les études de Macmillan *et al.*, (1985 et 1987) semblent être pertinentes. Dans leurs études, ces auteurs affirmaient, en effet, que les capital-risqueurs privilégient toujours un entrepreneur compétent à un projet même si celui-ci paraît avoir un fort potentiel de croissance et de rendement. Cette idée est exprimée dans l'expression « le cheval ou le jockey ».

Le critère de la qualité du projet est aussi considéré comme étant important. M. Pastor de la CTI Sciences a, exceptionnellement, attribué le niveau 3 « important » aux compétences de l'entrepreneur, mais le niveau 4 « très important » à la qualité du projet. À ce sujet, il affirme : «*Nous investissons dans la science, c'est le critère numéro 1, puis, l'entrepreneur*».

Les critères « Transparence du plan d'affaire », « existence d'un prototype » et « proximité géographique » semblent moins importants que les deux premiers critères.

Notre étude des critères de sélection chez les investisseurs canadiens interrogés confirme l'importance de l'entrepreneur. Néanmoins, notre étude montre également l'importance d'autres critères. Ainsi, entre deux projets identiques, le capital-risqueur favorisera celui de l'entrepreneur qui a les meilleures compétences. Mais lorsque les deux projets sont différents, la décision du capital-risqueur ne sera pas influencée par les seules compétences du porteur du projet, mais par un ensemble de critères. Ces résultats diffèrent de ceux de Macmillan *et al.* (1985 et 1987) qui ont démontré que la prise de décision est basée avant tout sur l'entrepreneur et son équipe de direction. Selon eux, entre deux projets différents, c'est celui de l'entrepreneur le plus compétent qui sera financé.

Le tableau 11 nous permet également de remarquer que seuls deux critères ont été évalués «pas important» (Niveau 1) : « Possibilité d'imposer des clauses plus strictes » et « existence d'un prototype ». Ce dernier critère est considéré comme «pas important» par Monsieur Pastor. Selon lui, l'existence d'un prototype n'est pas à prendre en considération lors de l'évaluation d'une proposition d'affaire. Cette réponse trouve sa justification dans l'activité du fond CTI Sciences. Ce fond privé de CR est spécialisé dans les sciences de la vie. Il finance la R&D et cible des FE qui créent de nouveaux médicaments et qui vendent le brevet de fabrication aux grandes entreprises pharmaceutiques. Aucun prototype ne peut être présenté lors de la demande de CR, car il signifie la préexistence du produit.

Ces interprétations nous permettent de conclure que l'importance accordée aux critères dépend beaucoup du secteur d'activité des FE et de la spécialisation des SCR.

Macmillan *et al.* (1985) ont classé par ordre d'importance les six critères de décision qu'ils ont identifiés dans leur étude. Mais, dans plusieurs situations, il est difficile de comparer le niveau de pertinence des critères avec les nôtres. Par exemple, selon le tableau 11, si on souhaite comparer les critères «existence d'un prototype» et «proximité géographique» pour déterminer lequel de ces deux critères est le plus important, la conclusion peut être erronée. En effet, deux de nos répondants estiment accorder la même importance (niveau 4 «très important») aux critères «proximité géographique» et «existence d'un prototype», trois participants ont attribué le niveau 3« important» à «proximité géographique», deux participants ont accordé plus d'importance à l'existence d'un prototype. Ceci pourrait nous conduire à conclure que la proximité géographique est un critère plus important que l'existence d'un prototype. Cette conclusion serait fautive. Rappelons, en effet, que l'un de nos participants jugeait l'existence d'un prototype comme un critère sans importance vu son secteur d'activité comme déjà expliqué avant.

En conclusion, pour comparer le niveau d'importance des critères, il ne suffit pas d'observer les données collectées. Il nous faut davantage prendre en considération le

secteur d'activité de la SCR. Autrement dit, déterminer le niveau d'importance des critères en se basant sur ces données ne sera efficace que si les SCR étudiées financent le même secteur d'activité. Ajoutons qu'elles doivent œuvrer dans un cadre réglementaire équivalent ; BDC capital et la SCR(A) ont par exemple des exigences en matière de proximité géographique.

Les réponses obtenues en termes de compétences de l'entrepreneur peuvent être divisées en deux catégories. Cette catégorisation est fonction du type de compétences recherchées chez l'entrepreneur. Le représentant de la SCR(A) spécialisée dans les secteurs traditionnels affirme être davantage intéressé par les compétences en management que par les compétences techniques. Ces dernières sont surtout appréciées chez les porteurs de projets technologiques. Selon lui, les entrepreneurs des secteurs technologiques ont de réelles faiblesses en gestion. Tous les autres répondants de notre échantillon qui investissent dans la technologie affirment, de leur côté, que les compétences techniques sont les plus importantes. Selon son représentant, le fond CTI Sciences, par exemple, investit dans l'entrepreneur et la science.

Le plan d'affaires reste un critère de décision lors de l'évaluation des propositions d'affaires. Pour le représentant de la SCR(A) spécialisé dans les secteurs traditionnels, ces plans servent à fournir des informations qu'il est normalement tenu de vérifier. À ce stade, pour pallier à l'asymétrie d'information, il procède à une vérification attentive de toutes les informations contenues dans le plan d'affaire. Cette vérification ne s'applique pas seulement aux informations financières et commerciales qui importent (coût de revient, prix de vente, etc.) mais à l'ensemble des informations. Pour cette étape, il se sert de son réseau de contact qui l'aide à vérifier l'exactitude de ces informations. Il s'assure ainsi de la réussite potentielle du projet. La conclusion à ce sujet confirme l'hypothèse figurant dans le premier chapitre. En effet, rappelons que selon Kirsch *et al.* (2009), les capital-risqueurs expérimentés se servent des plans d'affaire pour extraire des informations que les porteurs de projets veillent à ne pas divulguer. Nous pouvons donc souligner l'importance du plan d'affaire dans le

processus décisionnel en capital-risque. Ce document conserve une place importante en tant que critère de décision.

L'étude des critères de décision des SCR interrogées permet de dégager plusieurs conclusions.

Premièrement, les compétences de l'entrepreneur et la qualité des projets sont les critères les plus importants. Néanmoins, au cours de nos entrevues nous avons pu noter qu'il n'existe pas d'entrepreneur-type idéal. Chaque capital-risqueur définit les caractéristiques de son partenaire idéal selon ses propres besoins et en fonction du secteur d'activité. Dans son étude, PWC (2003) démontre que les SCR américaines investissant au Canada ciblent les entrepreneurs ayant des compétences techniques et aptes à gérer les activités de R&D. Ce constat est aussi vrai pour les capital-risqueurs investissant dans les secteurs technologiques que nous avons interrogés. Les capital-risqueurs qui financent des FE dans les secteurs traditionnels cherchent davantage des entrepreneurs ayant des compétences managériales élevées. Cette idée confirme notre hypothèse figurant dans le premier chapitre. À ce sujet, tous nos participants affirment qu'ils souscrivent des contrats d'assurance-vie pour les entrepreneurs dont ils financent le projet. Cette technique a pour objectif de couvrir les pertes qu'ils peuvent subir en cas de décès de celui-ci.

Avant de financer un projet, les capital-risqueurs doivent savoir s'ils peuvent continuer le projet sans l'entrepreneur (Ueda, 2000). Pour certains capital-risqueurs, il est important de veiller à ce que le porteur du projet reste dans l'entreprise, en particulier pendant les deux premières années. Il arrive que des entrepreneurs ne soient parfois plus en mesure de continuer le projet. Selon Monsieur Cazabon, cette situation arrive régulièrement. Le remplacement de l'entrepreneur par un nouveau chef de direction constitue une solution envisagée par les capital-risqueurs consultés.

Le rôle de l'entrepreneur va au-delà des critères de décision. Pour certains de nos répondants, il est possible d'écarter les fondateurs du projet de la direction de

l'entreprise et de les inviter à prendre d'autres responsabilités (comme directeur technique par exemple). Une des SCR de notre échantillon, spécialisée dans les secteurs technologiques, affirme qu'il lui est déjà arrivé de fonder une FE avec des gens talentueux, titulaires d'un doctorat. Dans ce cas, les compétences techniques sont constitutives des compétences de l'entrepreneur. Il sera alors toujours important de garder l'entrepreneur dans l'entreprise. Il est en effet difficile de trouver un manager technique avec des compétences similaires au fondateur.

À ce chapitre, Monsieur Pastor de la CTI sciences affirme que leur politique consiste avant tout à donner leur chance au projet et à l'entrepreneur. Dans certaines situations, il essaye de trouver de nouvelles avenues pour leurs projets. Ces capital-risqueurs préfèrent modifier la nature d'un projet plutôt que l'abandonner.

Rappelons qu'Ueda (2000) affirme que les SCR tentent avant tout de vérifier qu'ils sont capables de continuer le projet sans son fondateur. Nous avons considéré cet aspect comme un critère de décision. Nous avons estimé que si ce critère n'est pas rempli, le capital-risqueur pourrait ne pas faire passer le projet à l'étape de l'étude approfondie. Ainsi, même si un projet paraît intéressant et que l'entrepreneur est jugé qualifié, le capital-risqueur peut refuser la demande de financement s'il s'estime incapable de continuer le projet seul.

La deuxième conclusion que l'on peut dégager de l'étude des critères de décision des SCR interrogées est que celles-ci accordent aussi une grande importance aux autres critères de décision. Tous les capital-risqueurs de notre échantillon ont insisté sur l'importance de ces autres critères. L'importance accordée à un critère varie toutefois en fonction du secteur de spécialisation de la SCR, par exemple l'existence d'un prototype chez les SCR des sciences de la vie. Par ailleurs, toutes les SCR interrogées ont souligné l'importance du plan d'affaires. En effet, il permet à la fois de se procurer des informations lors de la vérification poussée mais également de mesurer l'écart entre les résultats attendus et les résultats réalisés à chaque stade de développement de la FE. La

mise en évidence d'écarts permet de mettre en place des programmes de restructuration et d'ajustement.

La proximité géographique en tant que critère de décision sera étudiée dans une sous-section à la fin de cette partie.

### 3.1.2 Les clauses contractuelles

Lors d'un financement de projet, les capital-risqueurs canadiens et comme leurs homologues dans plusieurs pays, exigent des droits de contrôle et des clauses contractuelles leur permettant d'intervenir dans le management de leurs FE et se prémunir de certains risques. Le tableau 12 suivant résume les réponses des SCR interviewées. Les droits et clauses figurant dans ce tableau sont inspirés des travaux de certains auteurs comme Lerner (1995), Ferjani (2000) et Kaplan et Stromberg (2003).

<b>Tableau 12 : les droits de contrôle et leur niveau de pertinence.</b>					
<b>1 : pas pertinent 2 : peu pertinent 3 : pertinent 4 : très pertinent</b>					
<b>Les droits de contrôle</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>Total</b>
Le droit de participation au conseil d'administration			1	4	
Les droits de vote			1	4	
Le contrôle budgétaire et financier			3	2	
Les droits de liquidation		3		2	
Exiger l'intervention des auditeurs externes		1	3	1	
Le droit de contrôler les dépenses en R&D.	1	1	3		

Ces données confirment que les droits de participation au conseil d'administration et les droits de vote sont les premiers droits auxquels ils font appel; vient ensuite le droit de contrôle budgétaire. Les deux premiers droits aident les GSCR à intervenir dans la prise de décisions stratégiques et à avoir l'accès à l'information. Le contrôle budgétaire donne au capital-risqueur la possibilité de gérer les dépenses en

R&D, mais aussi de réduire certains coûts d'agence. Ces derniers sont surtout des dépenses pouvant influencer négativement la rentabilité du projet, la rémunération de l'entrepreneur et de tous les cadres dirigeants de la FE par exemple.

Dans le cadre du contrôle budgétaire, certains participants peuvent trouver que le contrôle des dépenses en R&D n'est pas un droit pertinent. Ils se servent, en effet, de leur droit de contrôle budgétaire pour améliorer l'allocation de ces dépenses. Autrement dit, le droit de contrôle des dépenses en R&D est incorporé dans le contrôle budgétaire. Un participant affirmait : « *tout passe par le budget* ». Ce droit permet de contrôler l'asymétrie d'information. En particulier, les informations propres à la rémunération des dirigeants de la FE, au salaire de l'entrepreneur, à ses avantages sociaux et à ceux de tous les membres de son équipe.

Par contre, certains des capital-risqueurs interrogés, estiment plutôt que la participation au conseil d'administration permet de contrôler ces dépenses. Grâce au droit de veto, les membres du conseil d'administration peuvent éviter certaines décisions relatives à la rémunération des dirigeants et des cadres. Un autre participant affirme que la rémunération de l'entrepreneur et les cadres de direction ne pose pas souvent un problème, cet aspect étant réglé dès le début du financement. En effet, avant d'apporter des capitaux au projet, ce capital-risqueur discute de tous les aspects de la rémunération avec l'entrepreneur grâce au benchmarking qui lui permet la comparaison avec la rémunération des autres entrepreneurs du secteur faisant appel au capital-risque.

Ainsi, le droit de vote et le droit de siéger au conseil d'administration semblent être les droits les plus pertinents. Par exemple, pour Monsieur Pastor, la participation au conseil d'administration est une condition incontournable. En effet, les investisseurs (« *limited partners* ») qui lui fournissent les capitaux imposent à sa société, par le biais d'une convention, d'exiger au moins 20% des sièges dans le conseil d'administration. Un autre participant affirme que la majorité des décisions sont prises au niveau du conseil d'administration. Grâce aux droits de vote, cet investisseur peut utiliser le veto pour refuser certaines décisions, comme par exemple, l'embauche du personnel au sein

de son réseau social (famille, amis, etc.) qui parfois peuvent ne pas être assez qualifiés pour occuper des postes au sein de la FE.

À la lueur de ces explications, on peut voir que l'importance des droits de contrôle et leur exercice dépend avant tout de la façon de faire du capital-risqueur. Les droits de présence au conseil d'administration et les droits de vote peuvent aussi, dans certains cas, être fonction de la participation de la SCR dans les FE de son portefeuille. En effet, Monsieur Cazabon de la BDC capital affirme que « *dans certains cas, nous sommes des observateurs seulement* ». Il pense dans ce cas à 3 FE dont il détient entre 3 et 6%. Dans ces trois firmes, la BDC capital n'a pas de siège au conseil d'administration mais elle a exigé d'être observateur et d'avoir accès à l'information.

Afin de terminer notre analyse concernant la pertinence des différents droits de contrôle, il nous paraît important de rappeler la relation entre le contrôle budgétaire et celui des dépenses en R&D. Si ce dernier droit de contrôle figure en dernière position dans le tableau 12, cela ne signifie pas que les capital-risqueurs canadiens négligent ce droit. En effet, rappelons que les réponses de la majorité des participants interrogés nous indiquent que le contrôle budgétaire englobe ce droit.

#### *3.1.2.1. La relation entre les participations et les droits de vote*

Nous nous sommes penchés sur les droits exigés par les SCR participantes à notre étude. En particulier, nous leur avons demandé s'ils exigent des droits (droits de vote par exemple) qui dépassent la proportion de leurs participations dans les FE de leurs portefeuilles. Pour construire cette question, nous nous sommes basés sur plusieurs publications en CR et notamment sur l'article de Kaplan et Stromberg (2003) détaillant l'aspect contractuel des investissements en CR dans la pratique.

Tous nos répondants ont été surpris par cette question. Unaniment, ils ont répondu que les droits de vote sont proportionnels aux actions qu'ils détiennent dans le capital de leur FE. L'étude de Kaplan et Stromberg (2003) est réalisée dans un contexte un peu différent du marché canadien du CR. En effet, la possibilité pour un capital-

risqueur d'obtenir des droits de vote supérieurs à ses parts dans l'entreprise ne peut être expliquée normalement que par la détention d'actions à multiples droits de vote. Ainsi, dans ce type d'action, un actionnaire qui détient par exemple 1000 actions à double droit de vote aura 2000 droits de vote au lieu de 1000. En réalité, quatre participants sur cinq ont répondu qu'ils n'utilisent pas ces instruments de financement. Un de nos participants a fourni la réponse suivante :

*« Nous ne divulguons pas notre détention dans nos entreprises en portefeuille. Nous avons des positions dans une vingtaine d'entreprises, elles varient de 8% à 60%, 8% étant une exception. Dans la majorité des cas, nous détenons entre 20% à 40%. Les entreprises de notre groupe, il y en a une seule où il y a des actions multi-votantes (2 votes par action pour le fondateur). Il y en a à peu près la moitié qui ont des actions non-votantes mais elles sont presque exclusivement réservées aux employés ayant exercés leurs options ».*

À ce sujet, on peut penser que les SCR interrogées sont différentes des américaines. Elles ne cherchaient pas à renforcer leurs droits de vote en utilisant les actions à multiples droits de vote. Si cet avantage existe, il est au profit de l'entrepreneur comme le montre la citation du répondant présentée précédemment.

### *3.1.2.2. Le lien entre les droits de contrôle et le remplacement du fondateur de la FE*

Comme expliqué dans notre premier chapitre, un des courants de pensée en CR insiste depuis les années 1980 sur le rôle majeur des compétences de l'entrepreneur dans le succès des FE. L'objectif de cette sous-section est de montrer comment les capital-risqueurs peuvent gérer le risque entrepreneurial. Dans la littérature, plusieurs chercheurs soulignent que le changement de l'entrepreneur ou son remplacement est une pratique très fréquente dans l'industrie du CR. Kaplan et Stromberg (2003), après avoir étudié 213 FE américaines, ont remarqué que seul 16,9% des entrepreneurs conservent

leur place à la tête de la direction. Le remplacement du fondateur est donc une pratique très fréquente chez les SCR étudiées par les deux auteurs.

Dans le cadre du CR canadien, Ferjani (2000) en se basant sur des travaux sur les clauses contractuelles chez les capital-risqueurs canadiens, mentionne que le droit de nomination des directeurs est le droit le plus exercé par ces capital-risqueurs. En effet, environ 95% des GSCR exercent ce droit.

Nous nous sommes donc penchés sur cet aspect auprès des SCR interrogées. Plus précisément, la question est de savoir si c'est l'utilisation des droits de vote qui leur accorde ce pouvoir, la décision au niveau du conseil d'administration ou l'existence d'une clause préétablie avant l'accord de financement ?

Les cinq participants utilisent des méthodes différentes qui leur autorisent le remplacement de l'entrepreneur. La part détenue par la SCR dans le FE et celle détenue par l'entrepreneur jouent parfois un rôle déterminant à ce sujet et semblent influencer les façons de faire des capital-risqueurs canadiens.

Le remplacement de l'entrepreneur fondateur est une décision qui a déjà été prise par tous nos participants. Néanmoins la fréquence de cette décision varie et allant de « au moins une fois » à « très souvent » et les procédures de changement de l'entrepreneur prennent des formes différentes. Chaque GSCR interrogé a sa propre façon de remplacer le chef d'entreprise. Le tableau 13 ci-dessous résume les résultats obtenus à ce sujet. Il synthétise les différentes situations rencontrées par ces capital-risqueurs dans leurs FE et comment ces GSCR procèdent au remplacement de l'entrepreneur quand cela devient nécessaire.

**Tableau 13 : les procédures de remplacement de l'entrepreneur par les GSCR interviewés.**

<b>Capital-risqueur</b>	<b>La fréquence du remplacement de l'entrepreneur</b>	<b>Procédure de remplacement de l'entrepreneur</b>
CTI SCIENCES CAPITAL	Au moins une fois	Rarement il existe une clause préétablie qui autorise au GSCR de remplacer l'entrepreneur.
BDC capital	Souvent	Clause préétablie lors de financement
SCR (A)	Très souvent	Deux cas : - Par le conseil d'administration en général si la SCR est actionnaire minoritaire. - Si la SCR est actionnaire majoritaire, la décision lui revient d'office.
SCR (B)	Très souvent	Jamais de clause préétablie. Le remplacement de l'entrepreneur se fait souvent lors d'un refinancement ce dernier est conditionné par le remplacement de l'entrepreneur.
SCR (C)	Au moins une fois	Deux cas : - L'entrepreneur est majoritaire et les autres actionnaires sont minoritaires dans cette situation la SCR a une clause prévue dans leur convention. - L'entrepreneur est minoritaire, tout remplacement se fait par le biais du conseil d'administration.

Il semble qu'il y ait une forte relation entre la position d'un actionnaire dans une firme et ses droits de contrôle. En effet, un actionnaire minoritaire ne peut jouir des mêmes droits de contrôle qu'un actionnaire majoritaire.

D'après le tableau précédent, certains capital-risqueurs estiment qu'exiger une clause qui leur autorise le remplacement de l'entrepreneur reste une bonne solution.

Cette clause est souvent exigée avant d'accorder le financement lorsque la SCR est actionnaire minoritaire. D'autres capital-risqueurs se servent de leur présence au conseil d'administration ou d'une convention entre actionnaire.

La BDC capital est la seule à recourir exclusivement à une clause préétablie pour pouvoir remplacer l'entrepreneur. Les informations fournies par le représentant de ce fonds de CR concernent uniquement les FE dont il est responsable. Comme déjà signalé, ce capital-risqueur est en position d'actionnaire minoritaire dans 3 FE dans lesquelles il détient 3%, 5% et 6%. Dans ces situations, ce capital-risqueur n'a aucun siège au conseil d'administration, son rôle se limite à l'observation avec un droit d'accès à l'information. Dans une telle situation, il paraît logique que, pour avoir droit au remplacement de l'entrepreneur, ce capital-risqueur tente d'avoir une clause préétablie avant d'accorder un financement. En effet, le pourcentage détenu dans la FE est faible, il ne peut donc pas les autoriser à prendre une telle décision par vote ou au niveau du conseil d'administration. Cette situation d'actionnaire minoritaire est souvent présente lorsque le capital-risqueur est un co-investisseur.

Le représentant de la SCR(B) affirme que le remplacement de l'entrepreneur a souvent lieu lors d'un refinancement c'est-à-dire quand la FE a besoin de plus de fonds. Dans ce cas, ce capital-risqueur affirme qu'un refinancement ne peut être accepté que si l'entrepreneur cède la présidence de la firme à quelqu'un d'autre. Il continue toutefois à occuper un autre poste de responsabilité dans la compagnie. En effet :

*« La plupart du temps, c'est par le Golden Rule. (Who owns the gold makes the rule). Ça se fait la plupart du temps lors d'un refinancement. C'est du type : « nous allons consentir à remettre de l'argent à condition que... ». C'est alors que nous faisons les changements qui s'imposent, ceux que nous n'avons pu faire dans le cours normal des opérations. Je n'ai jamais eu recours à des clauses préétablies pour changer un CEO ».*

Dans cette situation, le capital-risqueur semble se trouver devant une asymétrie d'information associée aux compétences de l'entrepreneur et en montant exact nécessaire à la réalisation du projet. Ainsi, comme le signalait Secrieru et Vigneault (2004), le manque de compétences du porteur du projet peut même aboutir à un surinvestissement ou à un sous-investissement. Ce dernier cas se traduit par un nouveau besoin de fonds chez la FE après le premier financement. Le bailleur de fonds exige que l'entrepreneur cède sa position de CEO après le premier financement car il devient convaincu que cet entrepreneur n'a pas les compétences nécessaires pour terminer le projet avec succès. Gompers (1995) a expliqué que les capital-risqueurs expérimentés investissent en ronde pour pouvoir confronter le risque informationnel. Selon cet auteur, la répartition de l'investissement sur plusieurs rondes reste l'un des mécanismes fréquents chez les investisseurs américains en CR. D'après la citation du représentant de la SCR(B), on peut conclure que l'investissement en ronde permet de gérer à la fois le risque informationnel et entrepreneurial, le capital-risqueur accordant un refinancement suite au remplacement du fondateur.

La SCR(A) et la SCR(C) sont soit des actionnaires majoritaires ou minoritaires. Pour le GSCR(A), s'il est en position d'actionnaire minoritaire c'est par le conseil d'administration que le remplacement du chef de la FE est décidé. Lorsqu'il est majoritaire, il se sert tout simplement de sa position. Le pourcentage qu'il détient dans la FE lui donne le contrôle de la firme. Il peut alors librement prendre la décision du remplacement. Il arrive qu'il devienne actionnaire majoritaire lorsque la FE traverse une crise financière et montre un besoin de fonds supplémentaire. Pour cela, il a recours aux débetures convertibles qui sont des obligations ou dettes sans aucune garantie matérielle. En cas de défaut de la FE, il convertit ses débetures et voit ainsi ses parts augmenter. Cette technique lui permettra de procéder au remplacement de l'entrepreneur grâce à ses droits de vote.

La situation est un peu différente pour le représentant de la SCR (C), il distingue deux cas. Dans le premier cas, la majorité des actions est détenue par l'entrepreneur et tous les autres actionnaires sont minoritaires. Dans ces conditions, grâce à une clause prévue à l'avance, ces actionnaires, y compris le capital-risqueur peuvent décider le changement de l'entrepreneur. Il s'agit donc d'une convention entre tous les actionnaires. Les actionnaires procèdent ainsi car la grande partie des actions est détenue par l'entrepreneur. Les autres actionnaires ne peuvent donc pas se servir des droits de vote pour décider de remplacer l'entrepreneur, ce dernier détenant des droits de vote supérieurs à tous les autres associés. La clause préétablie entre actionnaires représente, alors, le seul moyen qui peut garantir ce remplacement.

Dans le deuxième cas, l'entrepreneur est minoritaire. La décision revient alors au comité du conseil d'administration. Dans cette situation, le remplacement de l'entrepreneur ne peut avoir lieu que si la majorité des membres du comité du conseil d'administration le souhaite.

Ainsi, pour changer l'entrepreneur, le capital-risqueur doit avoir certains droits lui autorisant la prise d'une telle décision. La part détenue dans la FE influence la procédure à adopter. La présence au conseil d'administration ou une convention d'actionnaire semblent les meilleurs moyens surtout si le capital-risqueur est minoritaire. S'il est majoritaire, il n'aura qu'à exercer ses droits de contrôle. Cette idée permet de comprendre pourquoi le capital-risqueur exige souvent des droits en fonction de ses participations. La présence au niveau du conseil d'administration a une importance capitale pour cet investisseur, il n'est donc pas surprenant que ce droit se trouve comme le plus pertinent pour les participants de notre étude.

### **3.1.3. Les avantages des SCR par rapport aux banques**

Notre questionnaire contenait seulement une question à ce sujet, mais lors des entretiens nous avons posé une question générale sur l'ensemble des avantages que ces capital-risqueurs peuvent offrir à un entrepreneur et que les banques n'offraient pas.

Ueda (2000; 2004) affirmait que les SCR sont plus qualifiées que les banques à plusieurs niveaux comme, la protection de la propriété intellectuelle et l'expertise sectorielle. Ces atouts les distinguent des banques et les rendent plus aptes à évaluer les projets technologiques. C'est l'ensemble de ces avantages qui motive les entrepreneurs à chercher du CR plutôt que du financement bancaire. Afin de vérifier cette hypothèse, nous allons étudier les réponses fournies par les représentants interrogés, ces réponses sont étant classées dans quatre items : (1) la propriété intellectuelle et l'expertise technologique, (2) la difficulté d'obtenir un financement bancaire, (3) le mode de financement et enfin (4) le soutien et les supports managériaux.

Les capital-risqueurs interrogés ont adopté la même position concernant leur qualification en matière de protection de la propriété intellectuelle. À cet égard, ils estiment tous être plus qualifiés que les banques. Il en est de même pour leur expertise en technologie. Cette dernière leur permet de mieux évaluer les demandes de financement des projets technologiques que les banques.

Certains participants affirment que les banques peuvent recourir aux services d'un expert. Par conséquent, ce ne sont pas que ces avantages qui incitent un entrepreneur à privilégier le CR. Ils s'intéressent davantage aux considérations financières. Selon un de nos répondants, le choix entre ces deux types de financement n'existe pas en réalité. Il estime que c'est, en effet, très rare qu'un entrepreneur puisse avoir l'opportunité de choisir entre la banque et la SCR. Toutefois, si c'est le cas, sans doute sa préférence ira au CR. L'entrepreneur choisira alors parmi les capital-risqueurs celui qui a la meilleure connaissance du secteur et du processus de croissance, et qui a les meilleurs contacts. Selon lui, en réalité, l'entrepreneur ne peut pas obtenir un prêt bancaire, ou du moins pas des montants élevés. De ce fait, les fonds du CR restent, pour l'entrepreneur, la seule option.

Les représentants de la SCR(B) et de la SCR(C) affirment que les banques ne s'intéresseront pas à une entreprise technologique en démarrage si elle n'est pas financée par CR. Selon la SCR(C), lorsqu'une firme obtient du CR, souvent en fonds propres, elle améliore ses ratios financiers. Elle devient donc plus apte à demander un financement bancaire. Le représentant de la SCR(B) estime, quant à lui, que la présence du capital-risqueur parmi les actionnaires de la FE renforce la confiance chez les banques et les rassurent lors de la demande d'un prêt. Les banquiers fournissent des fonds en garantie de crédit d'impôt à la R&D.

Selon les participants, si le CR et le financement bancaire ne sont pas équivalents cela tiendrait à l'accord de Bâle III. En effet, les banques ont souvent des contraintes et ne peuvent fournir un financement semblable au CR. Les exigences en matière de garantie et en gestion de risque, souvent basées sur des ratios financiers, limitent les possibilités de financement bancaire. D'après les réponses des participants, les entrepreneurs, ne pouvant accéder aux prêts bancaires, tendent donc à privilégier le CR. Ce n'est donc ni l'expertise technologique ni les compétences dans la protection de la propriété intellectuelle qui justifient la décision d'un entrepreneur de choisir le capital-risqueur comme bailleur de fonds, mais c'est la disponibilité des capitaux chez les SCR. Elle reste le principal avantage qui encourage les entrepreneurs à soumettre leurs propositions d'affaire au capital-risqueur.

Plusieurs autres éléments propres au CR sont des avantages par rapport au prêt bancaire. Parmi eux, le mode de financement et les différentes contributions non financières.

En ce qui concerne le mode de financement offert par les SCR, Monsieur Cazabon de la BDC capital et le représentant de la SCR(A) affirment que les SCR offrent du capital patient, c'est-à-dire que l'entrepreneur n'a pas de paiement à faire chaque mois comme dans un prêt bancaire. Les capital-risqueurs ne cherchent pas à récupérer leurs fonds dans deux mois mais bien souvent dans un délai de 5 à 10 ans. Cet avantage rendrait le CR plus attrayant aux yeux des entrepreneurs. D'autant plus que le

financement en capitaux propres aligne les intérêts entre les deux parties (SCR et entrepreneur). En effet, le capital-risqueur n'exigera une rémunération à son apport que si la FE enregistre un succès. En cas d'échec, et ce, contrairement au financement bancaire, aucun remboursement du capital ne sera réclamé à l'entrepreneur.

Un autre avantage important s'ajoute dans un financement par CR. Il s'agit des soutiens non financiers que ces bailleurs de fonds mettent à la disposition de leurs partenaires. Monsieur Pastor affirme que son entreprise fournit un soutien au niveau opérationnel grâce à des experts qui s'impliquent à ce niveau. De son côté, Monsieur Cazabon fait remarquer qu'il apporte des contacts à la FE et qu'il facilite l'accès à de nouveaux investisseurs. Le représentant de la SCR(C) a noté toute une série d'avantages qui distinguent le CR du financement bancaire comme : la gouvernance (présence au conseil d'administration), le crédit d'impôt qui résulte de la propriété intellectuelle, la relative patience du capital et sa disponibilité, l'alignement des intérêts entre le capital-risqueur et l'entrepreneur, l'apport en expertise et la mise en valeur c'est-à-dire qu'au moment de la sortie, le capital-risqueur assure les préparations nécessaires qui permettent une meilleure vente de la FE.

Le gestionnaire régional de la SCR(A) a signalé la présence active du capital-risqueur à chaque stade de développement de la FE. Pour ce gestionnaire, leur présence au conseil d'administration est la meilleure preuve de cet accompagnement. Selon lui, un banquier ne fait que surveiller les ratios de l'entreprise, il n'est jamais présent au conseil d'administration. Quant au représentant de la SCR(B), il insiste sur un avantage en particulier : de nouveaux investisseurs, souvent des anges investisseurs, acceptent d'investir dans les FE car ils font confiance au capital-risqueur. Ce même participant est d'avis que les compétences du capital-risqueur à recruter des experts pour la FE restent l'un des aspects favorisant le CR par rapport au financement bancaire.

La conclusion à ce sujet peut être présentée comme suit. Pour Ueda (2000; 2004), les compétences des capital-risqueurs dans l'évaluation des projets technologiques et la protection de la propriété intellectuelle sont les deux principaux facteurs qui avantagent

le capital-risqueur sur le banquier. À cela s'ajoute l'intervention des GSCR dans la préparation du PAPE. L'ensemble de ces trois facteurs, selon Ueda (2000; 2004), motive les entrepreneurs à chercher un actionnaire (le capital-risqueur) au lieu de soumettre une demande de prêt bancaire.

Les compétences des GSCR dans la protection de la propriété intellectuelle et l'évaluation des projets technologiques sont visibles dans les GSCR interrogés mais, selon nos répondants, ils ne semblent pas que ces deux avantages soient ceux qui encouragent les entrepreneurs à privilégier le CR. Par contre, l'expertise du capital-risqueur dans les marchés financiers qui lui permet de conduire la FE vers un PAPE réussi est, effectivement d'après nos répondants, un avantage qui distingue les GSCR.

Notre étude nous permet d'identifier toute une série d'avantages que nos répondants estiment comme valorisant le CR et le rendant alors plus sollicité par les entrepreneurs. Les avantages énoncés par nos répondants sont : le mode de financement, le risque financier, les contributions non-financières, la collecte de capitaux additionnels auprès de nouveaux investisseurs, la préparation d'une meilleure sortie (autres possibilités que le PAPE), le crédit d'impôt à la R&D et toute une variété d'avantages qui rend le CR plus attrayant aux yeux des entrepreneurs. Nous sommes d'avis que ces avantages représentent des avenues de recherche intéressantes en CR.

#### **3.1.4 Les contributions non financières**

Plusieurs travaux avaient comme objectif de recherche de connaître les différentes formes d'implications et de soutiens managériaux que les SCR mettent à la disposition de leurs FE. Parmi ces recherches, on trouve les travaux de Schefczyk et Gerpott (2001), Edelman (2002), Hellman et Puri (2003) et PWC (2003). Notre étude nous permet de comparer les contributions non-financières des capital-risqueurs interrogés et qui exercent leurs activités au Canada avec les formes de contributions décrites dans la littérature. Elle nous permet également de les comprendre pour nous permettre d'effectuer des recommandations à ce sujet.

### 3.1.4.1 La professionnalisation des FE

Hellman et Puri (2003) ont identifié toute une série de mesures de professionnalisation mises en place par les capital-risqueurs américains dans leurs FE à la Silicon Valley (Californie). C'est à partir de ces mesures que nous avons formulé notre question dans l'objectif d'explorer les pratiques de professionnalisation des FE par les capital-risqueurs canadiens interrogés. Les réponses fournies par les participants sont présentées et classées dans le tableau ci-dessous.

<b>Tableau 14 : Les mesures de professionnalisation des FE chez les SCR canadiennes interviewées par ordre de fréquence.</b>					
<b>1 : jamais 2 : au moins une fois 3 : souvent 4 : très souvent</b>					
<b>Les mesures de professionnalisation</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>Total</b>
Adopter un plan d'achat d'action.		1	1	3	5
Remplacer l'entrepreneur fondateur.		2	1	2	5
Embaucher un VP marketing et vente.	1	1	1	2	5
Intervenir dans la politique des ressources humaines.	1	3		1	5
Autres mesures.	N/D				

D'après ce tableau, on peut conclure que l'adoption des plans d'achat d'action est la mesure la plus fréquente au sein des SCR que nous avons enquêtées. Il nous paraît important de comprendre le lien entre l'adoption de plans d'achat d'actions et la professionnalisation des FE. Les FE sont des entreprises dans lesquelles les capital-risqueurs voient un fort potentiel de croissance. C'est l'une des principales raisons qui poussent ces bailleurs de fonds à y investir des capitaux. Il espère donc, dans le futur, réaliser un gain en capital.

En effet, la croissance et le succès des FE permet l'augmentation de la valeur des actions dans ces entreprises. Une fois le prix de l'action supérieur au prix initial (lors de

financement), les détenteurs d'options d'achat d'actions pourront exercer leurs options en achetant les actions après croissance et création de valeur à un prix inférieur à leur prix réel. Mais pour que ceci se réalise, il faut que la FE enregistre une croissance et un succès. Les détenteurs de ces options d'achat étant les dirigeants et les employés cadres de ces FE, ils sont encouragés à fournir tous les efforts nécessaires pour voir leur firme croître. Cette mesure de plan d'options d'achat d'actions est donc un moyen de motivation du capital humain au sein de ces FE. Il est également un moyen qui facilite le recrutement de gens compétents. Les participants à notre étude n'ont pas fourni de détails à ce sujet. Néanmoins, l'émission d'options d'achat d'actions dans une FE a souvent pour objectif de motiver les cadres dirigeants pour accroître la valeur de la firme.

Comme nous l'avons expliqué précédemment, le remplacement du fondateur est, selon les capital-risqueurs interrogés, une autre façon d'améliorer la qualité de l'équipe de direction. Cette mesure est renforcé par l'embauche d'un VP marketing et commercialisation afin de faire face au risque commercial. Même s'il y a un chef d'entreprise, l'embauche d'un VP marketing reste selon la majorité des participants un moyen de rendre la politique commerciale de la firme plus efficiente. Monsieur Cazabon affirme que les capital-risqueurs sont toujours conscients qu'une seule personne (l'entrepreneur) ne peut pas faire grand-chose, mais avec le soutien du capital-risqueur et tous les autres co-investisseurs, l'accès aux compétences nécessaires devient plus facile. Ce GSCR souligne qu'il travaille beaucoup dans l'embauche de gens compétents et lui arrive même de conduire les entrevues d'embauche. De son côté, le représentant de la SCR(A) affirme qu'il est très impliqué dans l'embauche et se sert fréquemment de son droit de véto pour refuser toute décision de recrutement qu'il juge inappropriée.

La présence d'un VP marketing et vente est un mécanisme efficace de gestion du risque commercial. Par contre, CTI sciences capital n'intervient jamais dans l'embauche d'un VP marketing et vente. Rappelons que les FE de ce fond spécialisé dans les sciences de la vie n'ont pas de marché à développer. Ils vendent les brevets de

fabrications de leurs résultats de R&D aux grandes entreprises pharmaceutiques. De ce fait, l'embauche d'un VP marketing et ventes est donc inutile.

Les critères recherchés dans un VP marketing et vente a aussi fait l'objet d'une question adressée à tous les participants. Cette question était inspirée du travail de PWC (2003) axé sur le CR étranger au Canada. Les résultats obtenus à ce sujet sont présentés dans le tableau 15 suivant.

<b>Tableau 15 : Les critères recherchés chez le VP marketing et vente par ordre d'importance.</b>					
<b>1 : pas important 2 : peu important 3 : important 4 : très important.</b>					
<b>Les critères d'embauche du VP marketing</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>Total</b>
Être capable de réaliser des exportations.			1	3	4
Avoir une bonne connaissance des marchés étrangers visés.			2	2	4
Avoir des réseaux d'affaires déjà établis dans les marchés étrangers visés.	1	3			4

Le fond CTI sciences capital représenté par Monsieur Pastor a répondu «non-applicable» car les FE de ce fond ne s'intéressent pas à l'embauche d'un VP marketing et vente pour les raisons expliquées dans le paragraphe précédent. C'est pourquoi le nombre de répondant figurant dans le tableau est 4.

Les quatre répondants ont tous confirmé l'importance qu'un VP marketing soit capable de réaliser des exportations. Ceci pourrait expliquer pourquoi les firmes ciblées par les capital-risqueurs ont une forte tendance à l'exportation comme l'avait noté Duruflé (2009). Le marché local n'est, souvent, pas suffisant pour atteindre le niveau de croissance espéré sur le plan commercial (chiffre d'affaire). Ces résultats montrent que les capital-risqueurs interrogés ont la même stratégie que leurs homologues étrangers qui investissent au Canada comme l'avait affirmé PWC (2003). Ils ont conscience que l'accès aux marchés étrangers est important pour être capable d'atteindre les objectifs commerciaux espérés et, par la suite, les objectifs de rendement.

### 3.1.4.2 les différents supports managériaux par ordre de fréquence

Le tableau 16 ci-dessous fournit les résultats obtenus concernant les supports non financiers offerts par les GSCR interrogés et leur fréquence. Ces formes d'implication managériales sont inspirées essentiellement des travaux de Schefczyk et Gerpott (2001) et de ceux d'Edelman (2002) qui ont étudié les différentes contributions non financières des capital-risqueurs allemands.

<b>Tableau 16: Les formes d'implications non financières fournies par les GSCR et leur fréquence.</b>					
<b>1: jamais 2: occasionnellement 3: souvent 4: très souvent</b>					
<b>Les formes d'implication</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>Total</b>
Présence active au conseil d'administration.			1	4	5
La prise de décision stratégique.			1	4	5
L'implication sur le plan opérationnel et stratégique.		1	1	3	5
Visites très fréquentes à vos entreprises.		2	1	2	5
Intervention active dans l'embauche du personnel.		1	4		5
Réunion avec les clients et les fournisseurs.	1	4			5
Autres formes d'implication	N/D				5

Les résultats obtenus auprès de nos répondants indiquent que ces capital-risqueurs fournissent à leur FE des supports managériaux similaires à ceux de leurs homologues allemands. Edelman (2002) qui a commenté le travail de Schefczyk et Gerpott (2001) indique que la présence au conseil d'administration est le type de support

managérial le plus fréquent chez les capital-risqueurs allemands. D'après ces résultats, nos répondants suivent ce schéma.

Les capital-risqueurs interrogés s'impliquent également sur le plan opérationnel et stratégique mais à des niveaux différents. Le fond CTI sciences capital est le seul à signaler l'absence de toute réunion avec les fournisseurs et les clients, puisque, comme mentionné précédemment, cette SCR se spécialise dans le marché des brevets. Tous nos participants soulignent l'importance d'être en contact permanent avec les dirigeants de leurs FE. Des visites à ces entreprises leur permettent d'être au courant des activités, favorisent leur intervention au niveau opérationnel et stratégique et améliorent l'implication managériale.

L'article de Schefczyk et Gerpott (2001) permet de soulever d'autres formes de supports managériaux que les SCR en Allemagne peuvent offrir aux managers de leurs FE. Ces supports ont fait l'objet d'une autre question dans l'objectif de voir la fréquence d'utilisation de ces autres formes d'implications non-financières. Le tableau ci-dessous montre les résultats obtenus.

<b>Tableau 17 : les fréquences des autres supports managériaux aux FE</b>					
<b>1 : jamais 2 : occasionnellement 3 : souvent 4 : très souvent</b>					
<b>Les supports managériaux</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>Total</b>
Intervenir dans la prise de décision stratégique.			1	4	5
Intervenir pour vérifier la faisabilité économique des nouveaux produits		1		4	5
Collaborer avec les managers et les dirigeants des FE au développement de l'innovation.		1	1	3	5
S'impliquer dans les activités de R&D	2	1		2	5
Autre type de support			1	3	4

D'après le tableau ci-dessus, l'intervention des capital-risqueurs questionnés dans la prise des décisions stratégiques et la vérification de la faisabilité économique des nouveaux produits sont les supports managériaux les plus fréquents chez nos répondants. Ces investisseurs en CR collaborent activement avec les managers afin de favoriser l'innovation dans leurs FE. Ils sont, alors, très impliqués dans les activités de R&D.

Cependant cette question nous a donné l'opportunité de noter d'autres types de supports managériaux que les SCR interrogées offrent. En effet selon le représentant de la SCR(C) :

*« En général, pour les entreprises en démarrage, nous sommes en communication constante avec nos entrepreneurs (minimum deux heures chaque semaine ou deux pour le suivi et les décisions en plus du temps passé sur des activités spécifiques que nous entreprenons avec/pour la compagnie (i.e. les embauches) ».*

Le représentant de la SCR(A) affirme que, du fait de sa participation au conseil d'administration, les capital-risqueurs peuvent avoir des compétences complémentaires à mettre à la disposition de l'équipe de direction. De son côté, Monsieur Cazabon trouve que le refinancement par des nouveaux investisseurs est l'un de ces supports managériaux. Le représentant de la SCR(B) ne semble pas utiliser d'autres formes d'implications. En effet, il affirme : *« nous intervenons dans tous les champs d'activités de l'entreprise : RH, Finance, vente et marketing, R&D ».*

Nous avons tenté de voir si l'implication dans la gestion des capital-risqueurs interrogés améliore la performance de leur FE. Nous leur avons donc adressé une question ouverte visant à connaître leur opinion. Tous les participants s'accordent sur l'impact positif de leur contribution sur la performance des FE de leurs portefeuilles. Grâce aux mesures de professionnalisation ou grâce aux différents supports managériaux, ces capital-risqueurs accompagnent leurs FE vers l'achèvement des objectifs. Ils estiment que leur contribution est créatrice de valeur. Dans ce cadre, le représentant de la SCR(B) affirme : *« Même si on ne contrôle pas nos entreprises*

*totalemment, ces dernières se trouvent toujours à notre merci*». Cette citation nous conduit à noter l'importance de la contribution non financière des capital-risqueurs des FE.

Plusieurs articles présentés au premier chapitre discutaient de l'importance de la proximité géographique et de son impact sur l'implication des SCR dans leurs entreprises. Certains auteurs jugent même que la proximité géographique est un déterminant de la qualité de la relation entre SCR et FE. Pour cette raison, nous avons ajouté ce facteur aux critères de décision.

### **3.1.5 La proximité géographique comme obstacle à la contribution managériale des SCR**

Par proximité géographique, on désigne le temps nécessaire pour qu'un GSCR puisse se rendre au siège social de la FE. Lerner (1995) a découvert que la distance a un impact sur l'intensité de la présence aux conseils d'administration. Il estime que c'est une raison pouvant conduire les GSCR à investir dans des entreprises dont le siège social n'est pas loin de celui de la SCR. Grâce aux réponses des SCR interrogées, on peut noter que cette logique est encore présente. Les GSCR questionnés ont exprimé l'importance de la proximité géographique et ce, même si les technologies de communication ont beaucoup évolué.

Lors de notre discussion sur la fréquence des supports managériaux, le représentant de la SCR(C) affirmait que dans les FE en stade de démarrage, il faut réserver au moins deux heures de travail par semaine pour communiquer avec les dirigeants des FE concernées. La distance aurait donc un impact sur la fréquence des visites des GSCR à leur FE et, par conséquent, sur leur implication managériale. Comme déjà vu, l'éloignement pose un problème pour les investisseurs en CR car le contrôle d'une firme lointaine est plus coûteux que pour une firme proche (Lerner, 1995).

Encore au sujet de la proximité géographique, nous avons posé plus d'une question à nos répondants. Ces questions traitent des sujets suivants : la proximité géographique comme critère de décision : son importance et les exigences liées à la distance entre le siège de la SCR et celui de la FE, l'influence de l'éloignement sur la fréquence et l'intensité des supports non financiers offerts par les SCR, l'impact de la distance encore sur l'implication au niveau opérationnel et finalement une dernière question dont l'objectif est de savoir si ce sont les coûts élevés du contrôle d'une FE lointaine qui représentent le principal facteur derrière le choix d'une FE proche comme indique Lerner (1995).

En revenant sur les résultats présentés au tableau 11 concernant les critères de décision chez les SCR, on constate que deux répondants ont accordé le niveau 4 « très important » à la proximité géographique. Trois autres ont jugé ce critère comme « important ». Monsieur Cazabon de la BDC capital rappelle que la réglementation l'oblige à réaliser tous ses investissements sur le sol canadien. Il fait remarquer d'ailleurs qu'investir dans les FE canadienne est la raison d'être de la BDC capital. Il en est de même pour le représentant régional de la SCR(A) qui affirme qu'il doit impérativement financer les FE dont au moins 50% des employés se trouvent au Québec. Ces FE peuvent investir à l'étranger par la suite ou dans d'autres provinces canadiennes à condition toutefois que la moitié des salariés soit localisée dans la province du Québec. Cette condition est valable dans tous les fonds de travailleurs du Canada. Ainsi, chacun de ces fonds doit investir uniquement dans la province où il est créé. Par exemple, la FTQ, qui est la première SCR quant au nombre de firmes financées, investit toujours dans des entreprises dont le siège social est localisé au Québec. Toutefois, les dirigeants de ce fond commencent à songer à franchir les limites du Québec pour investir dans d'autres provinces.

Une autre de nos questions visait à comprendre l'impact de l'éloignement sur l'implication au niveau opérationnel. Quatre des cinq répondants ont indiqué que plus la distance est grande plus les difficultés s'imposent. À ce sujet un participant fait

remarquer que : « *Nous avons déjà réalisé des investissements en Europe, les résultats étaient catastrophiques* ». Ce participant nous éclaire donc sur l'impact de l'éloignement sur le contrôle et l'implication managériale du capital-risqueur dans la FE. Il nous présente alors l'impact sur sa performance. Il paraît en effet cohérent que si le capital-risqueur se trouve devant des difficultés, la longue distance entre la FE et la SCR affaiblit sa capacité à intervenir fréquemment dans les affaires de la firme financée.

M. Cazabon est le seul participant qui n'a pas signalé l'impact de l'éloignement sur l'implication opérationnelle. En effet il précise que : « *Nous n'opérons pas nos compagnies* ». Ceci veut dire que ce GSCR ne s'implique pas au niveau opérationnel dans les entreprises de son portefeuille.

Le représentant régional de la SCR(A) est convaincu de l'existence d'une relation causale entre la proximité géographique et l'intensité de l'implication opérationnelle. Néanmoins, il dit qu'il réalise « *très peu d'interventions au niveau opérationnel* ». Ce qui montre la rareté de son implication au niveau opérationnel vue la structure de son fond de CR.

Selon Monsieur Pastor de la CTI sciences, la proximité géographique a, en effet, un impact déterminant sur l'implication opérationnelle du capital-risqueur et sur l'intensité et la fréquence des supports managériaux. Pour se rendre à ses FE, la distance maximum qu'il accepte de parcourir est de trois heures en avion. Exceptionnellement, il a réalisé un investissement à Vancouver.

Dans le cadre de déplacement, tous les répondants ont signalé une durée entre une heure et trois heures en avion ou en auto. Monsieur Cazabon affirme qu'une heure en avion est l'idéal même s'il n'intervient qu'occasionnellement au niveau opérationnel. Ceci confirme l'importance de la proximité géographique. D'autant plus que les GSCR souhaitent que l'accès aux sièges sociaux de leurs FE soit facile.

Pour expliquer le choix de proximité géographique, Lerner (1995) insiste sur les coûts de contrôle lié à la distance. Mais tous nos répondants soulignent que les frais et

les coûts liés à l'éloignement ne constituent pas un problème. En revanche, il pose un problème au niveau du temps. Les capital-risqueurs interrogés estiment donc qu'il est important d'être proche de leurs firmes afin d'être souvent en contact avec les dirigeants et, si besoin, d'intervenir rapidement.

La proximité géographique semble donc être un critère de décision de financement. À cet égard, le représentant de la SCR(C), localisée à Montréal, fait remarquer qu'une grande part de ses investissements est réalisée dans les villes de Toronto, Ottawa et Montréal. Il estime donc préférable de rester dans cette zone facilement accessible.

### 3.2. DISCUSSION GÉNÉRALE

Dans cette dernière sous-section de ce troisième chapitre, nous allons présenter une synthèse des résultats obtenus. L'objectif est de montrer comment ces résultats sont compatibles avec nos hypothèses de travail. Nous allons donc montrer que les analyses effectuées confirment que le capital-risqueur peut être, dans plusieurs cas, plus important que l'entrepreneur dans la gestion de la FE. En effet, les résultats obtenus auprès des participants indiquent que leurs interventions sur différents volets de la gestion (budgétaire, commerciale, ressources humaines.....etc.) ainsi que leur exercice des différents droits de contrôle représentent pour ces capital-risqueurs les meilleurs mécanismes de gestion de risque, surtout, avec l'absence de toutes les garanties réelles.

D'après l'analyse des résultats, on remarque que la gestion du risque des investissements en CR de nos répondants peut être divisée en deux phases : une gestion de risque préinvestissement et une gestion de risque post-investissement. La première fait référence à l'étape qui commence au moment où le capital-risqueur reçoit une proposition d'affaire et se termine au moment de l'accord d'un premier financement. La seconde commence dès que le contrat de financement est signé, les statuts de la FE sont rédigés et les fonds sont libérés à la firme. Cette seconde phase prend fin à la sortie du capital-risqueur de son investissement.

Nous avons divisé la gestion du risque par les GSCR interrogés en deux phases pour améliorer l'organisation des pratiques de gestion de risques et les comparer avec les activités de gestion de risque mises en place par leurs homologues dans différents coins du globe où ce mode de financement est développé comme : les É-U, Singapour, l'Allemagne, etc.

Au niveau de la gestion de risque préinvestissement, on mettra en avant les critères de sélection lors du processus décisionnel et l'exigence des clauses contractuelles. L'assistance en gestion et l'exercice des droits de contrôle sont le noyau des activités post-investissement de gestion de risques.

### **3.2.1. La gestion de risque préinvestissement**

Gompers (1995) signalait que dès que le capital-risqueur étudie le plan d'affaires et se montre satisfait de la proposition d'affaire, il commence à rédiger les contrats de financement. Ici on comprend bien que la sélection et la négociation sont les deux principales actions à cette étape. Nous allons donc exposer nos conclusions au sujet de la sélection des projets et les exigences contractuelles avant le financement.

Les recherches de Macmillan *et al.* (1985 et 1987) et celles de Carter et Van Auken (1994) affirment que le risque associé à l'entrepreneur et son équipe de direction couvre la grande portion des risques chez les FE. Cette idée explique la raison pour laquelle les investisseurs en CR valorisent les compétences de l'entrepreneur. Ils les considèrent comme un critère décisif, voire comme le critère le plus important. La qualité du projet et des produits, les considérations financières, le plan d'affaire, etc. sont moins importants, d'où l'expression « le jockey ou le cheval ». Selon Macmillan *et al.* (1985), l'entrepreneur apprécié chez les capital-risqueurs est celui qui sera capable de confronter les risques. Il leur paraît préférable de miser sur ce type d'entrepreneur plutôt que sur un projet qui paraît excellent après l'étude du plan d'affaire. Dans une autre recherche axée sur la performance des FE, Macmillan *et al.* (1987) avaient comme conclusion que les FE performantes étaient dirigées par des entrepreneurs compétents. À

l'inverse, les FE déficientes avaient à leur tête des gestionnaires aux compétences moindres. Selon ces auteurs, même si d'autres facteurs distinguent les FE performantes des FE défaillantes, c'est le niveau de compétence et d'expertise des dirigeants qui était le plus important.

Ceci est d'autant vrai que les institutions de CR prévoient en général des objectifs de rendement et de croissance élevés de la FE. Rappelons que pour Industrie Canada (2004), une FE est caractérisée par un taux de rendement de 30 à 40% durant les cinq premières années. Quant à Amit *et al.* (1990), ils affirment que le rendement de ces firmes est supposé être de 70% et plus. Il est difficile de réaliser de tels taux de rendement, en particulier pour des firmes nouvellement créées.

Malgré l'importance cruciale des compétences de l'entrepreneur, pour les GSCR interrogés, notre analyse montre que la qualité du projet, l'existence d'un prototype, le plan d'affaire, la proximité géographique, la capacité du projet à générer rapidement des entrées d'argent etc. sont aussi des critères à prendre en compte.

L'expression « le cheval ou le jockey » ne semble donc pas des plus adaptées. En effet, comme nous l'avons déjà expliqué, devant deux projets identiques, le capital-risqueur choisira le meilleur entrepreneur, mais devant deux projets différents, le capital-risqueur ne choisira pas nécessairement l'entrepreneur qui paraît être le plus qualifié, mais il considérera sa décision aussi à partir de plusieurs critères. Il pourra refuser de financer un projet qui ne répond pas aux critères d'excellence exigés.

Pour gérer le risque entrepreneurial, les investisseurs interrogés utilisent deux mécanismes différents éclairant davantage notre recherche : (1) l'assurance-vie et (2) les droits de remplacement.

Tous les participants questionnés ont signalé la souscription d'une police d'assurance-vie en cas de décès de l'entrepreneur. Ce mécanisme témoigne de l'importance accordée à l'entrepreneur. Il est conscient que la perte d'un entrepreneur compétent entraînera des pertes à la FE. En effet, la majorité des participants à cette

recherche a exprimé l'importance de s'associer avec un entrepreneur compétent car, même en situation de remplacement, l'entrepreneur reste souvent dans la FE afin d'occuper d'autres responsabilités. Même s'il était jugé comme n'ayant pas les compétences adéquates pour accomplir la mission d'un chef d'entreprise, il a sans doute d'autres compétences qui lui permettent de justifier sa participation à la direction.

Certains des investisseurs de notre étude ont insisté sur l'importance de veiller à ce que l'entrepreneur reste parmi les dirigeants de l'entreprise. Cette préoccupation est valable, en particulier, pendant les premières périodes. Encore une fois, nous retrouvons l'importance du fondateur du projet. Mais nos résultats montrent aussi que le remplacement reste une solution au risque entrepreneurial. Par contre, ce remplacement ne peut être effectué que si le capital-risqueur détient les droits lui autorisant cet acte. Tous les participants ont signalé avoir déjà procédé au remplacement de l'entrepreneur. La fréquence de ce remplacement varie d'un capital-risqueur à l'autre. Mais dans plusieurs situations, on remarque que le remplacement est assez fréquent. Ces résultats sont semblables à ceux fournies par Kaplan et Stromberg (2003) qui ont signalé un remplacement de l'entrepreneur dans plus de 80% des cas. Cette situation montre que même si le capital-risqueur a eu confiance dans les compétences d'un entrepreneur, il se trouve souvent dans l'obligation de le remplacer par un entrepreneur ayant des compétences différentes et mieux adaptées à la réalité.

Comme déjà expliqué, le capital-risqueur désire être un investisseur actif, capable de négocier les conditions liées à son investissement et participer ainsi à la gestion de son projet. Différents droits de contrôle sont appréciés par nos répondants : présence au conseil d'administration, droits de vote, droit de liquidation, droit du contrôle financier et budgétaire incluant les droits de contrôle des dépenses en R&D.

Interrogés sur les actions à droits de vote multiples, nos GSCR répondent ne pas les utiliser comme instrument de financement. Cet élément les distingue des investisseurs américains qui selon Kaplan et Stromberg (2003) ont souvent tendance à les utiliser comme instrument de financement lors des négociations. Quant au droit de

remplacement et de désignation du chef de direction, il est soit assuré par le statut de membre du conseil d'administration, soit par une clause préétablie « convention des actionnaires ». Ceci dépend des pratiques de négociation du capital-risqueur et surtout de sa position comme actionnaire. En effet, en fonction de s'il est majoritaire ou minoritaire, le GSCR choisira entre différentes façons.

Pour conclure, nous pouvons noter que les capital-risqueurs interrogés adoptent des pratiques adaptées pour gérer le risque entrepreneurial. Cependant, dans certaines situations, le remplacement de l'entrepreneur fondateur peut exiger beaucoup de sacrifices et incite le capital-risqueur à prendre plus de risque en mettant à la disposition de la FE plus de fonds. Afin d'éviter cette situation, les actions à multiples droits de vote est selon nous, un moyen intéressant. Selon Kaplan et Stromberg (2003), ces instruments sont en effet utilisés par plusieurs investisseurs en CR américains ils permettent au capital-risqueur d'avoir des droits de vote qui dépassent ses parts dans la FE. Il devient alors capable de s'en servir dans des décisions stratégiques comme le remplacement de l'entrepreneur.

À ce sujet, notons enfin, que la valeur de participation est une variable déterminante qui influence la négociation. Plus encore, dans certaines situations, les capital-risqueurs interrogés se positionnent comme des observateurs dans leurs FE mais avec un accès à l'information. Cette situation se produit surtout lorsqu'ils sont co-investisseurs avec d'autres SCR. Ils détiennent alors un faible pourcentage dans le capital de la FE.

### **3.2.2. La gestion de risque post-investissement**

Une fois le premier financement réalisé, le capital-risqueur est confronté à de nouveaux risques. L'exercice des droits de contrôle et l'implication au niveau opérationnel et managérial sont les plus importantes activités post-investissement de gestion de risques.

L'étude de Kaplan et Stromberg (2003) montre que les capital-risqueurs n'exercent pas l'ensemble de leurs droits dès le début, préférant attendre de voir les scénarios de performance. Ainsi, si la FE enregistre une performance jugée acceptable voire excellente, l'entrepreneur obtient plus de contrôle, y compris le contrôle budgétaire et financier. Chez nos répondants, la situation semble être différente. Ils commencent à exercer l'ensemble de leurs droits dès le début. C'est ainsi que le représentant de la SCR(B) affirme que, dans les 24 heures qui suivent la réalisation du financement, il procède à l'exercice de ses droits de contrôle et s'implique activement dans la gestion de la FE. Bien évidemment, ceci ne s'applique pas au droit de remplacement de l'entrepreneur, droit qui ne s'appliquera que si les capital-risqueurs interrogés jugent le dirigeant incapable de continuer le projet avec succès. C'est pourquoi, M. Pastor a affirmé lors de l'entrevue : *« nous donnons la chance au projet et à l'entrepreneur, il nous est déjà arrivé de dire merci à l'entrepreneur mais ce n'est qu'une exception »*.

Après le financement, les investisseurs questionnés appliquent leur droit de contrôle budgétaire et financier ou leurs droits en tant que membre du conseil d'administration pour contrôler et bien allouer les dépenses. De même, leurs droits de veto et d'implication dans l'embauche du personnel leurs permettent de refuser tout recrutement non-bénéfique à la FE. Ainsi, l'exercice des droits de vote, de contrôle budgétaire et de nomination des directeurs aident ces investisseurs à gérer le risque entrepreneurial, d'exécution ou d'affaire. Ils permettent également de réduire le risque informationnel et les coûts d'agence. Pour ces derniers, la majorité des investisseurs interrogés considère comme important de détenir le contrôle budgétaire, en particulier s'ils sont en position d'actionnaire majoritaire. Dans le cas contraire, le capital-risqueur essaye d'intervenir dans la gestion financière et le contrôle budgétaire de la FE en passant par le conseil d'administration. En conclusion à ce sujet, on remarque que nos répondants sont différents de leurs homologues américains étudiés par Kaplan et Stromberg (2003). Ainsi, même si la FE enregistre une performance remarquable durant les premières périodes, ces capital-risqueurs veillent à assurer la gestion financière de

ces FE. Ceci donne l'avantage de maîtriser le risque informationnel associé à l'utilisation des fonds.

Outre le contrôle, les supports managériaux qu'un GSCR peut fournir aux gestionnaires des FE peuvent être des moyens efficaces pour limiter certains risques. Les données collectées dans cette recherche confirment l'intervention et l'implication des GSCR interrogés sur différents volets managériaux. Rappelons que le représentant de la SCR(B) a exprimé son implication dans les ressources humaines, la gestion financière, la vente et le marketing et la R&D. L'intervention du capital-risqueur dans l'embauche du personnel cadre comme les VP marketing et vente réduit l'ampleur du risque d'exécution, du risque commercial et d'autres risques spécifiques aux FE définis par Carter et Van Auken (1994) et Stéphany (2003).

En ce qui concerne le type d'implication stratégique ou opérationnelle, nous avons conclu que certains des investisseurs en CR interrogés interviennent à la fois sur le plan opérationnel et stratégique tandis que d'autres limitent leurs implications au niveau stratégique.

Par ailleurs, les réponses des participants à cette étude nous apprennent que, par leur intervention et réseaux de contacts, ces capital-risqueurs jouent un rôle déterminant pour faire face au risque de liquidité qu'une FE peut rencontrer. Ces investisseurs se montrent très actifs dans la collecte de nouveaux capitaux auprès de nouveaux investisseurs. En effet, le représentant de la SCR(B), par exemple, a fait appel à des anges investisseurs qui ont rejoint les actionnaires des FE de son portefeuille. L'intervention de ces capital-risqueurs semble permettre d'écarter le risque d'illiquidité associé au manque de fonds, risque qui peut survenir après le premier financement.

Le risque de sortie peut influencer énormément le rendement du capital-risqueur. C'est, en effet, à ce moment-là qu'il doit assurer l'encaissement des gains en capital espérés depuis le début de financement. Différentes recherches se sont interrogées sur le rôle du capital-risqueur durant la phase de sortie. Certains des capital-

risqueurs consultés n'ont pas fourni beaucoup d'informations à ce sujet. En effet, cela dépend de l'ancienneté de la SCR. Par exemple, la CTI sciences de la vie n'existe que depuis quelques années seulement et la sortie consiste tout simplement à vendre les brevets de fabrication aux grandes entreprises pharmaceutiques. À l'inverse, la SCR(C), par exemple, est sur le marché du CR depuis le début des années 1980. Son représentant a insisté sur l'importance de son rôle durant l'étape de la sortie. Il utilise le terme « *maquillage* » pour faire référence à la préparation de la sortie montrant alors que le capital-risqueur est capable d'utiliser différents moyens qui permettent de bien préparer la FE durant cette étape et de la rendre attrayante aux yeux des nouveaux investisseurs.

Dans l'ensemble, il semble que nos répondants deviennent plus conscients de leur importance dans la gestion de leurs investissements. Ils savent que les différentes formes d'implication et de contrôle qu'ils exercent ont un impact sur la gestion des risques. À cet égard, lors de notre entrevue, le représentant de la SCR(A) disait que : « *le CR au Canada est rendu à la deuxième génération. Beaucoup de gens, surtout les [General partner], n'avaient pas l'expertise nécessaire avant, mais actuellement la situation commence à changer* ».

### **3.2.3 Recommandations**

À la lueur de nos résultats et pour les répondants concernés, certaines améliorations restent envisageables. Ainsi, plusieurs conditions contractuelles peuvent être négociées avant d'accorder un financement comme :

1) L'exigence d'une répartition des responsabilités entre le capital-risqueur et l'entrepreneur surtout dans le cadre d'investissements dans des projets technologiques. Cela permettrait de suivre l'approche des investisseurs américains étudiés par PWC (2003) qui confie la gestion de la R&D à l'entrepreneur et se réservent la gestion commerciale et administrative de la FE.

2) L'exigence d'un contrôle budgétaire et financier dans chaque investissement où ces capital-risqueurs se trouvent en position d'actionnaires

majoritaires. Ils peuvent également confier cette tâche à une troisième partie neutre (consultant).

3) Renforcement de l'implication au niveau opérationnel dans toutes les situations pour les capital-risqueurs. Nos répondants ne semblent se limiter qu'à des interventions stratégiques.

4) Au niveau de la syndication, il est préférable de co-investir avec des capital-risqueurs expérimentés et spécialisés dans le même secteur d'activité.

## Conclusion

Cette dernière partie consiste à conclure notre travail. Pour cela, nous allons rappeler les lignes directrices que nous avons suivi afin d'atteindre notre objectif de recherche. Nous allons également rappeler la méthodologie et présenter les limites. Enfin, nous suggérerons de nouvelles avenues de recherche.

### **Le contexte et l'objectif de la recherche**

La littérature s'est beaucoup concentrée à démontrer l'importance de l'entrepreneur et de ses compétences dans la décision d'investissement chez les GSCR et aussi son rôle dans la fondation, la croissance et le succès de la FE. Cependant, notre étude avait pour principal objectif de montrer comment l'implication des GSCR permet la gestion des risques chez les FE, tout en contribuant à la création de valeur et, ainsi, conduire à l'achèvement des objectifs de croissance et de rendement espérés. En parallèle avec l'importance de l'entrepreneur, notre analyse démontre aussi l'importance du capital-risqueur dans les différentes contributions qu'il apporte à la FE, car ces contributions ne se limitent pas à l'apport des capitaux. Plus précisément, nous avons tenté d'explorer les stratégies de gestion de risque chez cinq capital-risqueurs quant au risque entrepreneurial.

En fait, nous sommes partis du principe que le capital-risqueur, par son contrôle et son implication dans le management de la FE, est capable de gérer et de contrôler les risques, et de réduire leurs effets indésirables. Ces risques pouvant menacer la rentabilité de son investissement, affaiblir la performance de ses FE et diminuer le rendement de son portefeuille.

Le risque et la performance sont deux concepts différents, mais le lien entre les deux existe. La performance d'une FE est liée à la diversité des risques spécifiques à

ce type d'investissement. Grâce à son contrôle et à son implication dans la gestion des FE, le capital-risqueur pourrait donc sans doute avoir une grande influence sur ces risques.

### **L'approche méthodologique**

Notre travail vise donc à montrer les limites des théories basées soulignant le rôle exclusif de l'entrepreneur dans la réussite d'une FE. Nous cherchons donc à mettre en évidence le rôle du capital-risqueur. Pour cette étude, nous avons organisé notre travail en trois grandes étapes. La première étape visait à recenser les écrits réalisés dans notre domaine d'étude qui nous ont permis de dresser un cadre conceptuel. La seconde étape avait pour objectif de décrire la collecte et le traitement des données. Enfin, la troisième étape était la présentation des analyses et des conclusions.

Dans un premier temps, nous avons donc réalisé une revue de littérature dans l'objectif de préciser notre problématique. Ensuite, nous avons cherché à expliquer différents concepts en lien avec notre sujet. Des documents axés sur différents thèmes ont facilité l'explication des hypothèses de notre étude. Ces documents avaient comme contenu : (1) la relation SCR/entrepreneur, (2) l'impact du contrôle et le support managérial sur la performance de la FE et (3) le rôle de l'entrepreneur dans un investissement en CR.

1) Les recherches présentées dans le cadre de la relation capital-risqueur/entrepreneur étaient essentielles pour montrer les limites du cadre classique de la théorie d'agence en CR. Cette vision classique est différente de celle adoptée dans notre étude qui vise à mettre en évidence le rôle central du capital-risqueur dans la gestion et la réussite de la FE. Dans cette idée, le GSCR ne peut prendre la position du « principal » en déléguant la gestion de la FE à l'entrepreneur. En effet, ce bailleur de fonds est activement impliqué sur le plan stratégique et opérationnel puisque, seul, l'entrepreneur ne peut garantir le succès. Ce dernier ne peut donc endosser le rôle d' « agent ». Il nous paraît intéressant de signaler que dans toutes les entrevues réalisées

dans cette recherche, et avant même de commencer les entrevues, les gestionnaires interviewés ont exprimé leur accord avec ce point de vue.

2) Les publications axées sur le contrôle et l'implication des capital-risqueurs dans leurs FE avaient pour objectif d'identifier les différents droits de contrôle et leurs exercices par ces GSCR. Elles permettaient de mettre en évidence les différentes contributions non-financières mises à la disposition des FE et leurs capacités à servir d'outil de gestion de risque. La plupart de ces articles étaient publiés par des chercheurs après l'étude des échantillons de FE et/ou de SCR dans différents pays où le CR représente un segment important dans le marché des capitaux. Ces travaux ont constitué notre source d'inspiration en matière de gestion de risque par les SCR. C'est pour cela que les différents droits de contrôle et supports managériaux présentés dans ces articles nous ont aidés à développer notre questionnaire. Grâce à cela, nous sommes en mesure de pouvoir faire des comparaisons entre les GSCR canadiens interrogés et leurs homologues dans les pays étudiés. Nous pouvons également élaborer des conclusions et fournir des recommandations.

3) Les articles sur l'entrepreneur nous ont aidé à comprendre son rôle dans le succès des projets financés par ses associés, les capital-risqueurs. À partir de ces documents nous avons mis en lumière les limites de ces travaux quant au rôle central et décisif de l'entrepreneur dans la performance des investissements en CR.

Comme expliqué déjà tout au long de ce mémoire, les théoriciens et professionnels en CR qui trouvent dans les compétences de l'entrepreneur la clef du succès de la FE sont nombreux. L'école de l'entrepreneur continue d'influencer la recherche et les pratiques des GSCR. Dans le cadre de cette pensée, après avoir convaincu le capital-risqueur, l'entrepreneur assure entièrement la gestion de la FE. Par conséquent le succès, la performance et aussi l'échec de cette firme dépendent énormément de ses compétences, de ses qualifications et de la qualité de son équipe de direction. Le capital-risqueur quant à lui se limite à financer le projet. Notons toutefois, que son rôle est plus important. En effet, c'est à lui que revient la sélection des projets.

Néanmoins, une fois cette étape franchie, ce bailleur de fonds ne fait plus que surveiller l'évolution de son investissement. Il occupe alors un rôle similaire au banquier qui après le financement, surveille les ratios de son client.

Après la revue de littérature et le cadre conceptuel, nous avons procédé à la collecte auprès de cinq investisseurs canadiens en CR, au traitement, à l'interprétation et à l'analyse des données. Aux vues des limites expliquées dans le deuxième chapitre d'une analyse quantitative, nous avons basé notre étude sur une approche qualitative.

Après l'élaboration d'un questionnaire dont la quasi-totalité des questions étaient inspirées des articles et des différentes publications en lien avec notre sujet et présentés au cours du premier chapitre, nous avons procédé à la collecte des données. Une fois les données primaires collectées, nous avons réalisé une série d'entrevues semi-dirigées avec les participants dans l'objectif d'approfondir la compréhension des résultats. Nous avons alors cherché à savoir les motifs et les raisons derrière les réponses fournies par les répondants. Nous avons alors pu mieux comprendre leurs points de vue sur les différents sujets traités. Cette explication a aidé lors de la comparaison de nos résultats avec les résultats issus des travaux réalisés dans les autres marchés du CR.

L'analyse des résultats a confirmé nos hypothèses de travail. Il est vrai que l'entrepreneur avec ses compétences et ses qualifications joue un rôle très important dans tout investissement en CR. Néanmoins, sa contribution à la performance de la FE n'est pas le seul facteur dominant. Le capital-risqueur, par son implication managériale et l'exercice de ces droits de contrôle, est un acteur actif dans la gestion des risques et, par la suite, dans la création de valeur. Étant donnée la taille de notre échantillon, cette conclusion ne s'applique qu'aux capital-risqueurs interrogés. Ces derniers soulignent, par ailleurs, l'importance des différentes contributions qu'ils apportent à leurs FE. Ces contributions financières et non financières ont un impact important sur la réduction des différents risques et améliore ainsi la performance de la FE.

L'ensemble de ces résultats confirment notre hypothèse qui insiste sur le rôle majeur du capital-risqueur et valorise son implication dans le projet financé. Ce rôle pouvant même être plus important, pour nos cas, que celui de l'entrepreneur.

### **Les limites de la présente recherche**

Par rapport à la littérature sur le sujet du CR, nous avons remarqué certaines limites de notre étude. Parmi ces limites, on trouve :

- Notre échantillon n'est composé que de six SCR représentées par cinq participants. Ce nombre de participants est inférieur aux autres travaux réalisés par d'autres auteurs. Pour cette raison, les conclusions tirées de ce travail se limitent aux répondants interrogés. En effet, comme nous l'avons mentionné au cours du second chapitre axé sur la méthodologie, l'une des principales limites d'une recherche basée sur une étude de cas multiple est que les résultats obtenus ne peuvent être généralisés à l'ensemble de la population.

- Les réponses de certains participants ne concernent pas l'ensemble des stratégies de leurs SCR. Ainsi, Monsieur Cazabon de la BDC capital a fourni des réponses seulement sur les investissements qu'il gère (FE technologiques). Les autres investissements de la BDC et dont la gestion est assurée par d'autres gestionnaires n'ont pas été étudiés. Ceci s'applique également à la SCR(A).

- Même si cet échantillon est composé de SCR privées, fonds d'État et une filiale d'une institution financière, il ne nous a pas permis d'étudier les différentes formes de SCR présentes au Canada. Cette variété de fonds ne reflète pas l'ensemble des formes présentes dans l'industrie canadienne du CR. Rappelons à ce sujet que Best (1997) a insisté sur la variété des formes des SCR au Canada et les différentes avenues de recherche qu'elle permet d'explorer.

-Tous les participants auprès de qui nous avons collecté nos données sont des gestionnaires de CR. Nous n'avons interrogé aucun entrepreneur-fondateur. Dans certaines recherches, les auteurs se servent de données fournies soit par les capital-risqueurs, soit par les entrepreneurs fondateurs soit par les deux groupes.

-Dans plusieurs situations, les participants ont différentes positions dans leurs FE. Certaines fois ils sont actionnaires majoritaires, d'autres fois ils sont minoritaires. Ces différentes positions ont un impact sur l'ampleur de leur implication et de leur contrôle. La collecte des données et leur interprétation est donc plus difficile.

### **Suggestion de nouvelles avenues de recherche**

Comme affirmait Best (1997), le CR canadien peut offrir de vastes avenues de recherche et d'investigation. Cela est surtout dû à la diversité des formes de SCR présentes au Canada. En effet, les publications que nous avons étudiées pour réaliser ce travail nous ont inspiré plusieurs avenues de recherche qui peuvent encore être explorées. Il nous semble important d'en suggérer quelques-unes pour les chercheurs et professionnels dans cette discipline. Notons par exemple :

- ❖ La relation entre les parts détenues par un capital-risqueur dans le capital-actions de la FE et l'ampleur de son implication.
  
- ❖ Les qualifications et les compétences recherchées chez un porteur de projet selon la spécialité du capital-risqueur (secteur traditionnel, technologique, NTIC,...etc.).
  
- ❖ Les motivations à la syndication chez les capital-risqueurs canadiens.

❖ Les déterminants de la collaboration entre les investisseurs, en CR canadiens et étrangers.

❖ La prospection de nouvelles opportunités d'investissement, pourquoi des FE canadiennes sont financées par des SCR étrangères alors que des capital-risqueurs canadiens investissent à l'étranger.

❖ Les différentes formes d'intervention des GSCR pour préparer un PAPE.

❖ Le rôle des GSCR dans l'obtention d'un crédit d'impôt à la R&D.

## Bibliographie

- Amit, R., Brander, J et Zott, C. (1998). Why Do Venture capital firm exist? Theory and Canadian evidence, *Journal of Business Venturing*, 13 (6), pp. 119-128.
- Amit, R., Glosten, L. et Muller, E. (1990). Entrepreneurial ability, venture investments and risk sharing. *Management science*, Vol. 36, n°. 10, (15 pages).
- Audretsch, D, B. et Lehmann, E, E. (2002). Debt or equity? The role of venture capital in financing the new economy in Germany. Document de recherche n° 3656, CEPR, novembre.
- Autorité des marchés financiers (2007). Manuel sur les produits financiers. (364 pages).
- Basha, A. et Walz, U. (2000). Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance. *Journal of corporate finance*, vol.7 pp. 285-306.
- Best, A. (1997). The venture capital industry in Canada. *Journal of Small Business Management*, vol. 35, n° 2, pp. 105-110.
- Bergemann, D. et Hege, U. (1998). Venture Capital Financing, moral hazard, and learning. *Journal of Banking & Finance*, vol. 22, n° 6-8, pp. 703-735.
- Bratton, W. (2002). Venture Capital On The downside: Preferred stock and corporate control, *Michigan Law Review*, vol 100, no 5.
- Carter, R. B. et Van Auken, H. E. (1994). Venture capital firm's preferences for projects in particular stages of development. *Journal of small business management* vol 32 n°1 pp. 60-73.
- Chemannur, T., Krishnan, K. et Nandy, D. (2009). How Does Venture Capital Financing Improve Efficiency in Private Firms? A Look beneath the Surface. *Review of Financial Studies* (60 pages)
- Colombo, G. M. et Grilli, L. (2010). On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders' human capital and venture capital. *Journal of Business Venturing* n° 25 pp. 610 – 626.

Cumming, D. et MacIntosh, J. G. (2002c). Venture capital exits in Canada and the United States, *University of Toronto Law Journal*, 109 pages.

Cumming, D. et MacIntosh J. G. (2000). The extent of venture capital exits: evidence from Canada and the United States, Document de recherche n° 01-03, *University Toronto Law and Economics*, 43 pages.

De Bettignies, J, E. et Brander, J. A. (2007). Financing entrepreneurship: Bank finance versus venture capital. *Journal of Business Venturing vol 22* p. 808–832.

Drucker, P. F. (1985), *Innovation and Entrepreneurship*, Harper and Row, New York.

Dufresne, D. (2002) : l'influence des sociétés de capital de risque sur le développement organisationnel des pme, mémoire de maîtrise en administration des affaires. Université du Québec à Trois-Rivières, Trois-Rivières, Québec, Canada. 319 pages.

Durufié, G. (2009). La contribution du capital de risque à l'économie canadienne, des effets multiples et très importants. CVCA Canada's venture capital & private equity association. 53 pages.

Edelman, L. F. (2002). German Venture-Capital Firms and Portfolio-Company Performance: What Types of Management Support Make a Difference? *Academy of Management Executive, Vol. 16*, n° 1, 3 pages.

Engel, D. (2002). The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation papier de discussion n° 02-02 *Centre for European Economic Research (ZEW)* 34 pages.

Ferjani, w. (2000). L'analyse du processus décisionnel d'investissement des sociétés de capital de risque québécoises. Mémoire de MBA. Université du Québec à Trois-Rivières, Trois-Rivières, Québec, Canada. 156 pages.

Fredriksen, O. Olofsson, C et Wahlbin, C. (1997). The venture capitalists firefighters? A study of the influence and impact of venture capital firms, *Technovation*, 17(9), pp. 503-511.

- Fried V.,H., Bruton, G.D. et Hisrich, R.D. (1998), Strategy and the board of directors in venture capital-backed firms, *journal of business venturing*. 13(6), pp. 493-503.
- Gagnon, Y. C. (2005). L'étude de cas comme méthode de recherche. Ste-Foy. Les presses de l'université du Québec.
- Gompers, P. A. (1995). Optimal investment, monitoring and the staging of venture capital, *The Journal of Finance*, vol. 50, n° 5, pp. 1461-1489.
- Gompers, P. A. et Lerner, J. (1996). An empirical analysis of venture capital partnership agreements; *Journal of law and economics*; vol 39 n°2 pp. 463-498
- Gompers, P. A. et Lerner, J. (2001). The Venture Capital Revolution, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, n°. 2, pp. 145-168.
- Gompers, P. A., Kovner, A., Lerner, J. et Scharfstein, D. (2006). Skill vs. Luck in Entrepreneurship and Venture Capital: Evidence from Serial Entrepreneurs. Document de travail n° w12592 NBER. 41 pages.
- Gladstone, D. et Gladstone, L. (2004). Venture capital investing. *Pearson Education, Inc.* (523 pages).
- Hege, U., Palomino, F. et Schwienbacher, A. (2009). Venture Capital Performance: The Disparity between Europe and the United States, document de travail. (41 pages).
- Hellmann, T. et Puri, M. (1999). The interaction between product market and financing strategy: the role of venture capital, *Review of Financial Studies*, vol. 13, n° 4, pp. 959-984.
- Hellmann, T. et Puri, M. (2002). Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence; *the journal of finance*. Vol. 57, n° 1 pp. 169-197.
- Hirukawa, M. et Ueda, M. (2008). Venture Capital and Innovation: Which is First? Working Paper 45 pages.
- Industrie Canada (2010). Le moniteur du capital de risque premier trimestre de 2010 (8 pages).

Industrie Canada (2004). Le marché canadien du capital de risque analyse des Tendances et des lacunes. *Bulletin trimestriel sur la petite entreprise vol 6 n° 2* (8 pages).

Industrie Canada (2002). Le marché canadien du capital de risque analyse des Tendances et des lacunes.1996-2002. (338 pages).

Ivanov, V et Xie, F (2010). Do corporate venture capitalists add value to start-up firms? evidence from IPOs and acquisitions of VC-Backed companies. *Financial Management*, Vol.39(1), p.129(24).

Jensen, M.C et Meckling, W.H. (1976): Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol 3 No 4.

Lévesque, J. et Cadieux, J. (2007) : notes de cours, statistiques avancés, université de Sherbrooke, unppublished manuscript. Sherbrooke. Québec.

Landau, S. et Everitt, B, S. (2004): A handbook of statistical analyses using SPSS. CHapmann & Hall/CRC press LLC (339 pages).

Jog, V.M, Lawson, W.M, et Riding, A.l.l (1991). The venture capitalist/ entrepreneur interface: Expectations, conflicts and contracts, *Journal of small Business and Entrepreneurship*, 8, pp5-20.

Kaplan, S. N. et Stromberg, P. (2003). Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital contracts. *Review of Economic Studies vol 70* PP 281–315.

Kirsch, D., Goldfarb, B. et Gera, A. (2009): Form or substance: the role of business plans in venture capital decision making. *Strategic Management Journal n° 30* pp. 487–515.

Knight, R.M. (1994): A longitudinal study of criteria used by venture capitalists in Canada. *Journal of small business and entrepreneurship* 11(3) pp12-26.

- Kortum, S. et Lerner, J. (2000). Assessing the contribution of venture capital to innovation, *Rand Journal of Economics*, vol. 31, n° 4, hiver, pp. 674-692.
- Lerner, J. (1994). The syndication of venture capital investments, *financial management*, vol 23 n°3 pp. 16-27.
- Lerner, J. (1995), Venture capitalists and the oversight of private firms, *The Journal of Finance*, vol. 50, n° 1, mars, pp. 301-318.
- Lerner, J. et Gompers, P. A. (2004). The venture capital cycle. The MIT press (569 pages).
- Macdonald & Associates limited (1998). L'industrie canadienne de capital de risque, les sources de capital et leurs répercussions sur la structure de l'industrie. 17 pages.
- MacDonald & Associates limited (2005). Faire croître les entreprises de demain : Les investissements en capital de risque dans les entreprises en début de croissance au Canada – obstacles et perspectives. 63 pages.
- Macmillan, I. C., Zemman, L. et SubbaNarasimha, P. N. (1987). Criteria distinguishing successful from unsuccessful ventures in the venture screening process. *Journal of business venturing* 2(2), pp. 123-137.
- MacMillan, I. C., Siegle, R. et SubbaNarasimha, P. N. (1985). Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. *Journal of business venturing* vol 1 n°1, pp119-128.
- Manigart, S., De waele, K., Wright, M., Robbie, K., Desbrières, P., Sapienza, H. J., Beeckman, A. (2002). Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study. *Journal of business venturing* vol 17 pp 291-312
- Mêlé, N. (2007). L'évaluation du potentiel de management des porteurs de projets de PME technologiques par les investisseurs de capital de risque lors du premier contact. Mémoire de MBA, Université du Québec à Trois-Rivières, Trois-Rivières, Québec, Canada. 319 pages.

- Parhankangas, A et Hellstrom, T. (2007): How experience and perceptions shape risky behaviour; evidence from the venture capital industry. *An international journal of entrepreneurial finance* vol 8 No 3 pp 183-205.
- Pettersen, N. (2009) : note de cours «méthodologie de la recherche», université du Québec à Trois-Rivières, Unpublished manuscript Trois-Rivières. Québec.
- Pilaeva, K. (2009). Perception et évaluation du risque : espace cognitif et «pattern» décisionnel des capital-risqueurs; Mémoire de MBA, Université du Québec à Trois-Rivières, Trois-Rivières, Québec, Canada. 121 pages.
- PricewaterhouseCoopers LLP (2003). Investissement étranger de capital-risque au Canada : profil des investisseurs étrangers et des entreprises canadiennes dans lesquelles ils investissent. Industrie Canada (69 pages).
- Pruthi, S., Wright, M. et Lockett, A. (2003), do foreign and domestic venture capital firms differ in their monitoring of investees?, *Asia Pacific journal of management* vol:20, pp175-204.
- Reid, G.C. (1996). Fast growing small entrepreneurial firms and their venture capital backers: an applied principal-agent analysis, *Small Business Economic*, 8, pp. 235-248.
- Schefczyk, M. et Gerpott, T, J. (2001). Management Support for Portfolio Companies of Venture Capital Firms: An Empirical Study of German Venture Capital Investments. *British journal of management* vol 12 n° 3 PP 201-216.
- Secrieru, O. et Vigneault, M. (2004). Public Venture Capital and Entrepreneurship. Document de travail n° 2004-10 *banque du Canada* (41 pages)
- Siegel, R. et Narasimha, N. S. (1985). "Criteria used by Venture Capitalists to evaluate new venture proposals," *Journal of Business Venturing*, n°1, vol,1 pp119-128.
- Smith, D, G. (1998). Venture capital contracting in the information age, *the journal of small and emerging business law*, vol 2 n° 1.

- Stéphany, E. (2003). La relation capital-risque / PME fondements et pratiques. *De Boeck* (121 pages).
- St-Pierre, J. et Mathieu, C. (2003). Le financement par capital de risque : évolution des connaissances des dix dernières années ; rapport de recherche, *Laboratoire de recherche sur la performance des entreprises*, 120 pages.
- St-Pierre, J. (2004) : La gestion du risque : comment améliorer le financement des PME et faciliter leur développement. *Presses de l'université du Québec*. (257 pages)
- Teece, D. J. (1987), *The competitive challenge: strategies for industrial innovation and renewal*, Ballinger, Cambridge, MA.
- Timmons, J. A. (1985) *New Venture Creation*, Second Ed., Richard D. Irwin, Homewood, IL,
- Tyebjee, T, T et Bruno, A,T (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management science*, 30(9), 1051-1066.
- Trester, J. J. (1998). Venture capital contracting under asymmetric information, *Journal of Banking & Finance* vol 22 pp. 675-699.
- Triantis, G. G. (2001). Financial contract design in the world of venture capital, Document de recherche n° 115, *University of Chicago*, 18 pages.
- Ueda, M. (2000). Banks versus Venture Capital, *UPF Economics and Business Working Paper* n°. 522 (34 pages).
- Ueda, M. (2004). Banks versus Venture Capital: Project Evaluation, Screening, and Expropriation. *The journal of finance* VOL. LIX, n°. 2
- Wright, M., Lockett, A., Sapienza, H., Ulrich, H., Pruthi, S., Desbrières, P et Manigart, S. (2004). Venture capital investors, capital market, valuation and information: US, Europe and Asia. *Journal of international entrepreneurship* vol. 2 pp. 305-326.

Yin, R.k. (2003). Case study research. Design and methods (3 ed. vol.5) Thousand Oaks. Sage publications.

Zider, B. (1998). How venture capital works. *Harvard Business review*; novembre/décembre 1998, 12 pages.

Zutshi, R. K., Tan, W. L., Allampalli, D. G. et Gibbons, P. G. (1999). Singapore Venture Capitalists (VCs) Investment Evaluation Criteria: A Re-Examination. *Small Business Economics* vol 13: pp. 9–26.

ANNEXE 1 : QUESTIONNAIRE PRÉSENTÉ AUX DIRIGEANTS DES  
SOCIÉTÉS DE CAPITAL DE RISQUE (SCR)

**Interviewer**

Nom : Temsamani

Prénom : Anware

Fonction : Étudiant en MBA avec mémoire (3665)

**Interviewé**

Nom :

Prénom :

Fonction :

Société (raison sociale) :

**Objectif de recherche :**

Monsieur, Madame, je vous remercie infiniment de me recevoir et me consacrer une partie de votre temps. Notre travail de recherche vise à expliquer que la réussite d'une entreprise financée par capital de risque dépend en grande partie de l'implication des gestionnaires des sociétés de capital de risque (SCR) dans le contrôle et la gestion des entreprises de leurs portefeuilles. Cette étude se positionne dans un état critique de l'hypothèse qui affirme que les compétences de l'entrepreneur fondateur sont les facteurs déterminant de succès des firmes clientes des SCR.

J'espère que vous répondez à ce questionnaire avec précision afin que nous soyons en mesure d'enrichir la connaissance scientifique avec des conclusions pertinentes.

Veuillez recevoir mes sincères remerciements.

**Les critères de décision de financement :**

- 1) Pouvez-vous déterminer le degré d'importance des critères de décision suivants par ordre croissant sur une échelle de 1 à 4 :

1 : pas important 2 : peu important 3 : important 4 : très important.

Remarque : il suffit de mettre une croix.

<b>Les critères</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
Les compétences de l'entrepreneur				
La qualité du projet				
La transparence du plan d'affaire				
L'existence d'un prototype				
La proximité géographique				
La possibilité d'imposer des clauses de contrôle plus strictes.				

**Les sociétés de capital de risque versus le financement bancaire :**

2) Parmi les facteurs suivants, quels sont ceux qui à votre avis, constituent un avantage de votre SCR pour l'entrepreneur comparativement aux banques? Cochez :

Vous êtes plus qualifiés que les banques sur le volet de la protection de la propriété intellectuelle.

Vous avez une expertise technologique qui vous permet d'évaluer les projets mieux que les banques.

Outre le financement, vous offrez aussi une contribution non financière aux dirigeants de vos entreprises.

Autre, spécifiez :

**Le support managérial et la proximité géographique :**

3) Quels sont parmi la liste ci-dessous les différents services de consultation et de support managérial que vous pouvez fournir aux managers de vos entreprises? Déterminez l'intensité et la fréquence de ces services.

Après le financement, vous intervenez pour vérifier la faisabilité économique des nouveaux produits proposés par les managers de vos entreprises.  
1 : jamais 2 : occasionnellement 3 : souvent 4 : très souvent

Vous travaillez avec les managers et les dirigeants de vos entreprises au développement de l'innovation.  
1 : jamais 2 : occasionnellement 3 : souvent 4 : très souvent

Vous intervenez dans la prise de décision stratégique.  
1 : jamais 2 : occasionnellement 3 : souvent 4 : très souvent

Vous vous impliquez dans les activités de recherche et développement.  
1 : jamais 2 : occasionnellement 3 : souvent 4 : très souvent

Autre, spécifiez :

4) Avez-vous des exigences concernant la proximité géographique avant de fournir un financement?

Oui

non

5) Dans l'affirmative, pouvez-vous nous indiquer approximativement la zone géographique où est ce que vous espérez que la firme soit localisée (ville, province, tout le pays, etc.)

6) Est-ce que la proximité géographique est un facteur qui peut influencer sur la fréquence et l'intensité de ce support managérial?

7) Pensez-vous que la proximité géographique a un impact sur votre implication au niveau opérationnel?

**La professionnalisation des entreprises de votre portefeuille :**

8) Parmi les mesures suivantes, lesquelles adoptez-vous pour améliorer la professionnalisation de vos entreprises? Déterminez la fréquence.

Vous intervenez dans la politique des ressources humaines.  
1 : jamais 2 : au moins une fois 3 : souvent 4 : très souvent

L'adoption d'un plan d'achat d'action.  
1 : jamais 2 : au moins une fois 3 : souvent 4 : très souvent

Le remplacement de l'entrepreneur fondateur.  
1 : jamais 2 : au moins une fois 3 : souvent 4 : très souvent

L'embauche d'un VP marketing et ventes.  
1 : jamais 2 : au moins une fois 3 : souvent 4 : très souvent

9) Parmi les critères recherchés lors de l'embauche d'un VP marketing et ventes, à quel point les critères suivants sont importants? Les classer par ordre croissant.

Le VP marketing et ventes doit être capable de réaliser des exportations.  
1 : pas important 2 : peu important 3 : important 4 : très important.

Le VP marketing et ventes doit avoir une bonne connaissance des marchés étrangers visés.

1 : pas important 2 : peu important 3 : important 4 : très important.

Le VP marketing et ventes doit avoir déjà des réseaux d'affaires établis dans les marchés étrangers visés.

1 : pas important 2 : peu important 3 : important 4 : très important.

**Les droits de contrôle :**

10) Veuillez remplir le tableau suivant concernant les entreprises de votre portefeuille. Ajouter des lignes au besoin :

<b>Entreprises</b>	<b>Vos parts dans l'entreprise en pourcentage</b>	<b>Vos droits de vote dans l'entreprise en pourcentage</b>
<b>A</b>		
<b>B</b>		
<b>C</b>		
<b>D</b>		
<b>E</b>		
<b>F</b>		

11) Est-ce que vous utilisez vos droits de vote pour pouvoir changer l'entrepreneur (le cas échéant) ou vous y procédez par clause préétablie lors de l'accord de financement?

12) En général, quels sont parmi la liste ci-dessous les droits de contrôle que vous jugez pertinents? Les classer par niveau de pertinence :

Remarque : il suffit de mettre une croix.

1 : pas pertinent 2 : peu pertinent 3 : pertinent 4 : très pertinent.

<b>Les droits de contrôle</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>
Le contrôle budgétaire et financier				
Le droit de participation au conseil d'administration				
Les droits de vote				
Les droits de liquidation				
Exiger l'intervention des auditeurs externes				
Le droit de contrôler les dépenses en recherche et développement.				

**Votre implication dans les entreprises de votre portefeuille :**

13) Quelles sont parmi la liste ci-dessous, les formes d'implications suivantes que vous pouvez exercer dans vos entreprises? Déterminez les fréquences.

- Visites très fréquentes à vos entreprises.  
1 : jamais 2 : occasionnellement 3 : souvent 4 : très souvent
- Réunion avec les clients et les fournisseurs.  
1 : jamais 2 : occasionnellement 3 : souvent 4 : très souvent
- Une intervention active dans l'embauche du personnel.  
1 : jamais 2 : occasionnellement 3 : souvent 4 : très souvent
- Une présence active au conseil d'administration.  
1 : jamais 2 : occasionnellement 3 : souvent 4 : très souvent
- La prise de décision stratégique.  
1 : jamais 2 : occasionnellement 3 : souvent 4 : très souvent
- L'implication sur le plan opérationnel et stratégique.  
1 : jamais 2 : occasionnellement 3 : souvent 4 : très souvent
- Autre, spécifiez :

Merci pour votre collaboration

## **Annexe 2 : profil de la société de capital de risque CTI sciences capital**

Création et mission : le Fonds CTI Sciences de la Vie S.E.C. est une société en commandite fondée en 2006. Localisée à Montréal, ce fond réalise des investissements en capital de risque de haute qualité dans des compagnies de biotechnologie au stade de prédémarrage ou de développement préclinique principalement au Canada.

La levée de fonds : lors de sa création, le Fonds CTI Sciences de la Vie S.E.C a réalisé une levée de fonds remarquable, les « General Partner » qui gèrent ce fond ont réussi de collecter environ 100 millions de dollars en provenance des institutions financières québécoises de grande renommée comme : la Caisse de dépôt et placement du Québec, le Fonds de solidarité FTQ, la société en commandite FIER Partenaires, le Régime de rentes du Mouvement Desjardins ainsi que CTI Capital Groupe et ses partenaires.

Les gestionnaires de CTI Sciences de la Vie possèdent une formation solide enrichie par une vaste expérience en finance et en sciences et plus spécifiquement dans les industries biotechnologiques et pharmaceutiques. Grâce au jumelage de leurs compétences en gestion financière et en biotechnologie, les dirigeants de ce fond de CR ont confiance dans leur sélection de propositions d'affaire, leur philosophie consiste à choisir les projets de haute qualité et fournir un soutien opérationnel approfondie aux managers de leur FE.

Monsieur Ken Pastor - Associé principal est un économiste de formation possédant une maîtrise de l'Université de Montréal, ce gestionnaire a une solide expérience financière en matière de stratégies d'investissement, il agit comme un agent de liaison avec les « limited partner » et constitue une source précieuse d'informations par l'intermédiaire de son réseau avec la communauté financière québécoise.

Le portefeuille du Fonds CTI Sciences de la Vie S.E.C est composé de 6 FE : Somnus therapeutics Inc. ; NeurAxon ; Zymeworks ; Chlorion Pharma ; Enobia Pharma et Targegen. Le fond prend des positions différentes d'une FE à une autre, dans certaines il est investisseur principal et dans d'autres il se positionne comme co-investisseur, les gestionnaires du Fonds CTI Sciences de la Vie S.E.C trouvent dans la syndication une stratégie efficace non seulement pour partager le fardeau du risque d'investissement-rendement mais aussi pour offrir à leur FE plus d'expertise et des réseaux plus larges.

## **Annexe 3 : profil de la société de capital de risque BDC capital**

Mission : BDC Capital de risque est un investisseur important dans le secteur du capital de risque au Canada. Présent à chaque stade de développement de l'entreprise, du prédémarrage jusqu'à l'expansion, BDC Capital de risque privilégie les sociétés à forte composante technologique qui ont un potentiel de croissance élevé et qui sont en voie de devenir des acteurs prédominants sur leurs marchés. BDC Capital de risque investit dans des entreprises impliquées dans les secteurs des sciences de la vie, les TIC, de l'énergie, environnement, électronique et matériaux.

BDC Capital de risque est un fond d'État fondé dans l'objectif de financer des FE dont le siège se trouve sur le sol canadien, la politique d'investissement de ce fond est caractérisée par une forte diversification non seulement sectorielle mais géographique, les investissements réalisés par cette SCR de charte royale sont réparties dans les différentes régions du Canada.

L'équipe de gestion : chez BDC Capital de risque, une équipe de spécialistes en investissement chevronnés, choisis en raison de leurs connaissances technologiques et de leur expérience pratique dans l'industrie et dans les secteurs de la vente, du marketing, du développement des affaires, de la gestion de la production et de la recherche et développement. Chaque gestionnaire spécialisé intervient dans son domaine d'expertise ce qui permet à la BDC Capital de risque d'avoir un portefeuille d'une grande diversification sectorielle.

Le Portefeuille : au fil des ans, BDC Capital de risque a investi dans plus de 400 entreprises dans les industries suivantes :

- ✓ Énergie, environnement, électronique et matériaux.
- ✓ Technologies de l'information et des communications.
- ✓ Sciences de la vie.
- ✓ Investissements dans les fonds.
- ✓ Go Capital S.E.C.

Dans un rapport publié par Industrie Canada en 2002, la BDC Capital de risque dont le siège est situé au Québec est classée en deuxième position après le FTQ au chapitre du nombre des FE financées au Canada.

## **Annexe 4 : profil de la société de capital de risque SCR (A)**

Mission : la SCR(A) est un fonds public de CR comptant plus de 115 000 actionnaires. C'est aussi un fonds institutionnel, il s'agit d'une division d'une institution financière ou fonds de personne morale. Dans le but de mieux répondre aux besoins exprimés par les entreprises, ce fonds Québécois d'investissement en CR offre également un produit de financement mezzanine, c'est un instrument financier qui combine les caractéristiques d'un prêt et celles d'un financement par actions, parmi les instruments de financement utilisés par ce fonds, on trouve la dette non garantie (débenture), l'équité et quasi équité.

Plus qu'un partenariat financier, ce fonds de capital de risque met à la disposition des entreprises un réseau et l'expertise nécessaire pour les accompagner dans leur croissance, leur expansion ainsi que leurs projets de fusion, d'acquisition ou de mise en Bourse (PAPE).

Avec près de 300 entreprises qui y sont déjà associés, ce fonds figure parmi les cinq premiers au Canada au chapitre des FE financées (selon le rapport d'Industrie Canada 2002).

Cumulant plus de trois décennies d'expérience en capital de risque, ce fonds est présent dans toutes les régions du Québec. Au chapitre d'investissement, seulement les entreprises dont au moins 50% des employés résident dans la province du Québec peuvent bénéficier d'un financement, il est possible que ces FE créent des filiales dans les autres provinces canadiennes ou même à l'étranger à condition que la moitié des salariés doivent résider au Québec, c'est la politique d'investissement de ce fonds qui trouve ces conditions dans la réglementation.

Gestion et régions : la SCR(A) réalise des investissements dans différents secteurs d'exploitation : aérospatiale, agroalimentaire, distribution, les TIC, les technologies propres, les sciences de la vie, services aux entreprises et manufacturier. Chaque gestionnaire est spécialisé dans le secteur de son expertise, les gestionnaires sont localisés dans les différentes directions régionales de ce fonds dans presque toutes les régions du Québec, ceci donne l'avantage du contact permanent entre ces gestionnaires et les managers de leurs FE.

## **Annexe 5 : profil de la société de capital de risque SCR (B)**

Profil et mission : la SCR(B) est une société de capital de risque spécialisée dans le financement des entreprises en phase de démarrage en NTIC et leur fournit l'appui financier, l'encadrement et les réseaux d'affaires nécessaires à la réalisation de leur plein potentiel d'affaires. Cette SCR spécialisée a comme mission de fournir un rendement supérieur à la moyenne à tous ses commanditaires et coactionnaires.

La levée de fonds : la SCR(B) dispose d'un capital sous gestion de 100 millions de dollars, ses commanditaires «limited partner» sont des institutions financières et grandes entreprises de haute envergure comme : La Banque Scotia, Exportation et développement Canada, le FTQ, IBM Canada Limitée et d'autres entreprises brillantes à l'échelle mondiale, des commanditaires européens mettent aussi leurs fonds à la disposition de ce fond Québécois de CR.

La SCR(B) adopte une politique de syndication hautement diversifiée, elle investit dans des projets conjointement avec des capital-risqueurs canadiens, américains, allemands et français.

La SCR(B) est dirigée par une équipe multidisciplinaire chevronnée, grâce à la combinaison de leurs compétences respectives sur les plans de l'ingénierie, de la gestion et de l'exploitation, les associés de la SCR(B) ont le savoir-faire requis pour identifier les projets les plus prometteurs et s'assurer de leur réussite afin de créer des entreprises performantes susceptibles de répondre aux attentes des commanditaires. Avant de se joindre à la SCR(B), les associés ont tous occupé différents postes de gestion au sein d'entreprises reconnues. Cette expérience constitue un avantage additionnel vu les connaissances acquises au chapitre de l'exploitation, de la technologie, du marketing, des finances et d'autres domaines clés lorsqu'il s'agit de bâtir des FE gagnantes.

Le participant à cette recherche s'est rejoint à la SCR(B) en 1995, il est responsable de toute l'activité Capital de risque de ce fond de CR. avec une expérience opérationnelle de plus de dix ans en finance, vente, marketing, ingénierie et gestion de produit dans des entreprises de télécommunications d'envergure nationales et internationales, et d'une expérience de plus de cinq ans en investissement cet associé Principal Senior et coactionnaires est conscient du rôle important et indispensable du capital-risqueur dans le succès et la performance de la FE.

Au cours de sa carrière, ce gestionnaire de CR diplômé en génie à l'université de Sherbrooke et titulaire d'un MBA de l'École des hautes études commerciales (HEC) à Montréal a œuvré au sein de Bell Canada, Nortel et ABL Canada. Il a par ailleurs joué un rôle clé dans la mise en place du secteur d'investissements en haute technologie de la Société générale de financement du Québec (SGF), où il a pu acquérir une solide

connaissance des marchés internationaux. Il a siégé au conseil d'administration de l'association canadienne de capital de risque (CVCA) et siège actuellement au conseil d'administration de l'Association Canadienne des technologies de pointe.

## **Annexe 6 : profil de la société de capital de risque SCR (C)**

Création et mission : la SCR(C) est un fonds canadien de CR fondé en 1984, durant plus de 20 ans, ce fonds de CR dont le siège est à Montréal, développe la création, l'acquisition, le financement et la gestion des entreprises des NTIC dans plusieurs pays. À part les NTIC, ce fonds constitué de deux SCR intervient dans d'autres secteurs d'activité comme les médias, la santé et environnement, l'investissement social et autre.

Portefeuille : la SCR(C) détient un portefeuille composé de plus de 20 entreprises dans différents secteurs, la philosophie du fonds consiste dans une stratégie de Co-actionariat avec des entrepreneurs tout en gardant une position d'actionnaire majoritaire avec plus de 35% des actions.

La SCR(C) a une forte compréhension de toutes les industries sur lesquelles elle intervient, sa stratégie vise une création de valeur sur le long terme.

L'équipe de gestion : La SCR(C) est gérée par une équipe de plus de 10 dirigeants hautement qualifié, ces dirigeants occupent différents postes comme : président, chef des finances, responsable d'évaluation des projets, chef technique et différents autres postes. Les membres de la direction représentent une équipe multidisciplinaire dans les domaines de la technologie et de l'administration.

Le représentant de la SCR(C) ayant participé à notre travail de recherche, occupe le poste de CTO (directeur et chef technique), il a plus de 25 ans d'expérience dans le développement des produits, dans la gestion des projets et dans les investissements en CR. Ce représentant a entrepris ces études universitaires au niveau du bachelor et de la maîtrise à Montréal à l'université McGill et l'université de Montréal. Il est membre du conseil d'administration dans plusieurs entreprises de technologie.