



AIREPME

Association Internationale de REcherche en PME

CIFPME 2000

**5° Congrès International Francophone sur la
PME**

25, 26 et 27 octobre 2000 à Lille

Site web de l'Institut d'Administration des Entreprises de Lille :

<http://www.iae.univ-lille1.fr>

Site web du CLAREE (Centre Lillois d'Analyse et de Recherche sur l'Evolution des
Entreprises) :

<http://www.univ-lille1.fr/claree>

Site web de l'ADREG (Association de Diffusion et de Recherche en Entrepreneuriat et en
Gestion) :

<http://www.adreg.net>

Site web de l'AIREPME :

<http://www.airepme.univ-metz.fr/>

L'influence de la structure de propriété des sociétés de capital de risque québécoises sur leur processus décisionnel

Wassim Ferjani, Claude Mathieu et Robert Beaudoin

Auteurs

Wassim Ferjani est étudiant à la Maîtrise en gestion des PME et de leur environnement à l'Université du Québec à Trois-Rivières, Département des sciences de la gestion et de l'économie, Pavillon Ringuet, 3351, boulevard des Forges, Trois-Rivières (Québec), G9A 5H7. Téléphone : (819) 376-5011, poste 3128.
Courriel : Wassim_Ferjani@hotmail.com.

Claude Mathieu est professeur de finance au Département des sciences de la gestion et de l'économie et responsable du Diplôme d'études supérieures spécialisées en finance à l'Université du Québec à Trois-Rivières, Pavillon Ringuet, 3351, boulevard des Forges, Trois-Rivières (Québec), G9A 5H7. Téléphone : (819) 376-5011, poste 3148.
Courriel : Claude_Mathieu@uqtr.quebec.ca.

Robert Beaudoin est professeur de finance au Département des sciences de la gestion et de l'économie et chercheur à l'Institut de recherche sur les PME à l'Université du Québec à Trois-Rivières, Pavillon Ringuet, 3351, boulevard des Forges, Trois-Rivières (Québec), G9A 5H7. Téléphone : (819) 376-5235, poste 4025.
Courriel : Robert_Beaudoin@uqtr.quebec.ca.

Résumé

Cette recherche poursuit trois objectifs : (1) développer à partir d'une recension de la littérature récente, un modèle décrivant le processus décisionnel des sociétés de capital de risque en matière d'investissement, (2) valider ce modèle auprès de trois sociétés de capital de risque québécoises dont deux sont privées et l'autre, semi-privée (hybride) et (3) déterminer l'influence de la structure de propriété sur le processus décisionnel. Le modèle de décision développé comprend 5 étapes principales qui sont : l'origine du projet, la sélection, l'évaluation, la structuration de l'investissement et les activités post-investissement.

Notre modèle semble bien expliquer le processus décisionnel suivi par les sociétés de capital de risque québécoises. La structure de propriété semble toutefois avoir très peu d'influence sur le processus décisionnel utilisé. Des différences sont cependant notées quant à l'application des différentes étapes. La cause principale de ces différences semble provenir des distinctions au niveau des missions.

1. Introduction

Le capital de risque est une importante source de financement externe pour les PME qui ont un potentiel de croissance supérieur à la moyenne, et qui ne peuvent fournir les garanties traditionnelles exigées par les institutions financières. Au cours des dernières années, cette source de financement a progressé d'une façon importante au Canada. Selon l'Association canadienne du capital de risque, les sommes investies en capital de risque entre la période 1996 et 1998 sont passées de 1 094 M \$ à 1 655 M \$ (une hausse de plus de 51%). Les sociétés de capital de risque (ci-après SCR) québécoises y jouent un rôle de leader en étant responsables en 1998 de 38% de l'ensemble de ces investissements.

La particularité du capital de risque réside dans le fait que son fonctionnement est original et se distingue du comportement des organismes financiers traditionnels. En effet, les SCR acceptent des niveaux de risque que les institutions financières traditionnelles souvent évitent et jouent pleinement le rôle de partenaires actifs de la PME en l'assistant et en la valorisant, contrairement aux autres établissements du secteur financier qui cherchent des placements sûrs et liquides, et qui comptent beaucoup sur les garanties pour se prémunir contre la mauvaise tournure des événements. Dans ces circonstances, les SCR auront recours à un processus de décision qui repose beaucoup plus sur des éléments qualitatifs (qualité de l'équipe, évaluation du secteur et de son potentiel, endossement des clients et des fournisseurs, etc.) que quantitatifs (ratios financiers).

Le principal objectif de cette recherche est de déterminer l'influence de la structure de propriété sur le processus décisionnel des sociétés de capital de risque. La littérature distingue trois types de propriété pour les sociétés de capital de risque : les SCR privées, les SCR publiques et les SCR hybrides, mais aucune étude à notre connaissance n'a relié empiriquement le type de propriété au processus décisionnel utilisé. Pour atteindre cet objectif, nous avons développé à partir d'une recension de la littérature récente, un modèle décrivant le processus décisionnel des sociétés de capital de risque en matière d'investissement. Nous avons ensuite validé ce modèle auprès de trois sociétés de capital de risque québécoises, deux privées et une semi-privée (hybride), en essayant d'établir l'influence de la structure de propriété de la SCR sur son processus de décision.

Avant de vérifier notre hypothèse, nous allons d'abord décrire brièvement l'organisation de l'industrie canadienne de capital de risque, pour ensuite présenter notre modélisation du processus décisionnel. Suivront une brève description de la méthodologie utilisée, l'analyse des résultats et la conclusion.

2. L'organisation de l'industrie canadienne du capital de risque

La littérature classe les sociétés de capital de risque selon trois types de structure de propriété (Bertonèche & Vickery (1987), Hisrich & Peters (1991) et MacIntosh (1997)). Les sociétés privées constituent le premier type de structure de propriété qui comprend les investisseurs institutionnels, les filiales d'entreprises industrielles et d'institutions financières, les anges et les fonds communs de placement ouverts ou privés (sociétés en nom collectif ou « *limited*

partnership ») spécialisés. Les sociétés telles que Bombardier Capital, BioCapital, Royal Bank Capital Corporation, Investissements Desjardins et Venturecorp Capital Inc. font partie de ce type de SCR.

Les organismes publics en constituent le deuxième type. Leur création ou leur administration relèvent du gouvernement (fédéral ou provincial). La Caisse de dépôt et placement du Québec, qui gère les régimes publics de retraite des québécois, et les sociétés Innovatech appartiennent à cette catégorie.

Le troisième type de structure de propriété englobe les SCR hybrides. Ce sont des sociétés dont le capital provient majoritairement (à plus de 50%) de prêts gouvernementaux. Ces SCR sont souvent associées à des dégrèvements fiscaux et à des conditions particulières telles que des investissements réservés uniquement aux entreprises installées dans la province où le fonds est constitué. Au Canada, les SCR hybrides sont dominées par les fonds des travailleurs dont les principaux sont le Fonds de solidarité de la FTQ (Québec) et le Working Ventures Canadian Fund (Ontario).

Selon MacIntosh (1997), les objectifs de placement diffèrent d'un type de SCR à l'autre. Ainsi, les SCR privées ont pour objectif primordial la réalisation de profits, les SCR publiques financent davantage les premières phases de développement des entreprises en démarrage afin de promouvoir le développement économique et les SCR hybrides visent la réalisation de profits et la création d'emplois. Bref, les SCR publiques et hybrides cherchent à maximiser leurs bénéfices tout en respectant certaines contraintes juridiques, alors que les SCR privées n'ont pas de telles contraintes juridiques mais subissent tout de même des pressions de leur partenaires financiers. Ces différences dans la constitution et les objectifs devraient influencer les processus d'investissement.

3. Les étapes du processus décisionnel d'investissement en capital de risque

Wells (1974), Tyebjee & Bruno (1984), Fried & Hisrich (1988, 1994), Gardella (1997) et Riding & Orser (1997) ont tour à tour présenté des modèles en plusieurs étapes, tentant d'expliquer le processus décisionnel des SCR en matière d'investissement. Le tableau 1 ci-dessous permet de mieux les comparer.

Tableau 1
Recension des principales études portant sur les différentes phases du processus décisionnel d'investissement en capital de risque

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

On note de façon générale que les divers modèles recensés divisent le processus décisionnel en activités pré-investissement, regroupant la recherche de projets, la sélection, l'évaluation, l'étude approfondie et la structuration du projet (signature du contrat), le financement proprement dit et en activités post-investissement, regroupant les différentes formes d'implication des SCR dans la gestion des PME financées. On y remarque aussi qu'au cours des années, les étapes de sélection et d'évaluation se sont enrichies d'une phase additionnelle et est apparue une nouvelle phase appelée ronde de négociation. Enfin, on peut remarquer qu'aucun des modèles n'inclut l'ensemble des étapes (voir les espaces libres dans le tableau 1).

En se basant sur ces modèles et sur un recensement de la littérature portant sur le capital de risque, nous avons élaboré un modèle complet, illustrant (voir schéma ci-dessous) le processus de décision, que nous allons maintenant décrire étape par étape.

3.1 L'origine des projets

La première étape du processus décisionnel d'investissement en capital de risque consiste en la recherche des opportunités d'investissement. La méthode de recherche des projets peut varier selon la politique d'investissement de la SCR et les moyens dont elle dispose. La SCR peut opter pour une recherche proactive des opportunités d'affaires dans le but de faire face à la forte concurrence dans le secteur du capital de risque. Elle peut aussi se baser sur son propre réseau de références qui, connaissant sa philosophie d'investissement, lui signalent l'existence de certains projets intéressants. Enfin, se fiant à sa différenciation et à sa spécialisation, elle peut se contenter de recevoir les demandes d'investissement provenant directement des PME.

3.2 La sélection

Une fois les demandes d'investissement entre les mains de la SCR, la sélection des projets débute et se déroule en deux phases. La première phase est la sélection spécifique où la SCR filtre les demandes en fonction de sa mission, de sa structure de propriété (privée, hybride ou publique) et de ses critères d'investissement spécifiques (stade de développement de la PME, secteur d'activité et localisation géographique de la PME, et taille d'investissement)¹.

Après avoir rejeté les demandes ne répondant pas à sa mission ou à ses critères spécifiques d'investissement, la SCR vérifie le contenu du plan d'affaires (la sélection générique) à l'aide de ses propres critères génériques d'investissement tels que les caractéristiques de l'entrepreneur ou de l'équipe managériale, les caractéristiques du couple produit-marché et les considérations financières².

Certaines demandes ayant franchi la sélection spécifique peuvent être rejetées à la suite de la sélection générique. Toutefois, l'équipe dirigeante peut revoir les points faibles de son projet en fonction des critères utilisés par la SCR et le représenter à nouveau.

¹ Les critères d'investissement spécifiques sont un sujet très documenté dans la littérature spécialisée sur le capital de risque. Les études les plus récentes, en plus de celles identifiées au tableau 1, sont : Roberts (1991), Ruhnka & Young (1991), Garner *et al.* (1991), Bygrave & Timmons (1992), Gupta & Sapienza (1992), Norton & Tenenbaum (1993), Barry (1994), Gompers (1995), Lerner (1995), Schilit (1997) et MacIntosh (1997).

² Ces critères génériques sont généralement acceptés dans la littérature. Voir les études de MacMillan *et al.* (1985), Battini *et al.* (1988), Bessis (1988), Hisrich & Peters (1991), Knight (1994) et Fried & Hisrich (1994).

3.3 L'évaluation

Après n'avoir retenu que les demandes répondant aux critères d'investissement pertinents (spécifiques et génériques), la SCR se concentre sur l'évaluation des dossiers selon ses propres méthodes afin d'estimer le potentiel du projet. Cette étape se déroule aussi en deux phases qui sont l'analyse préliminaire et l'étude approfondie. Dans les deux phases, le concept, l'équipe dirigeante et la rentabilité de la PME sont évalués, mais à des degrés divers.

Lors de l'analyse préliminaire, la SCR commence à rassembler d'autres informations sur le projet auprès de la PME et auprès de sources externes pour les comparer aux informations contenues dans le plan d'affaires. Elle cherche à relever les aspects intéressants du projet et à obtenir une estimation approximative de la structure et du coût de l'investissement pour ne pas allouer trop de temps à des projets qui seraient irréalisables. Cette étape est marquée par des réunions avec l'équipe managériale afin d'évaluer le degré de compétence et d'expertise des gestionnaires, et de juger leur comportement et leur réalisme.

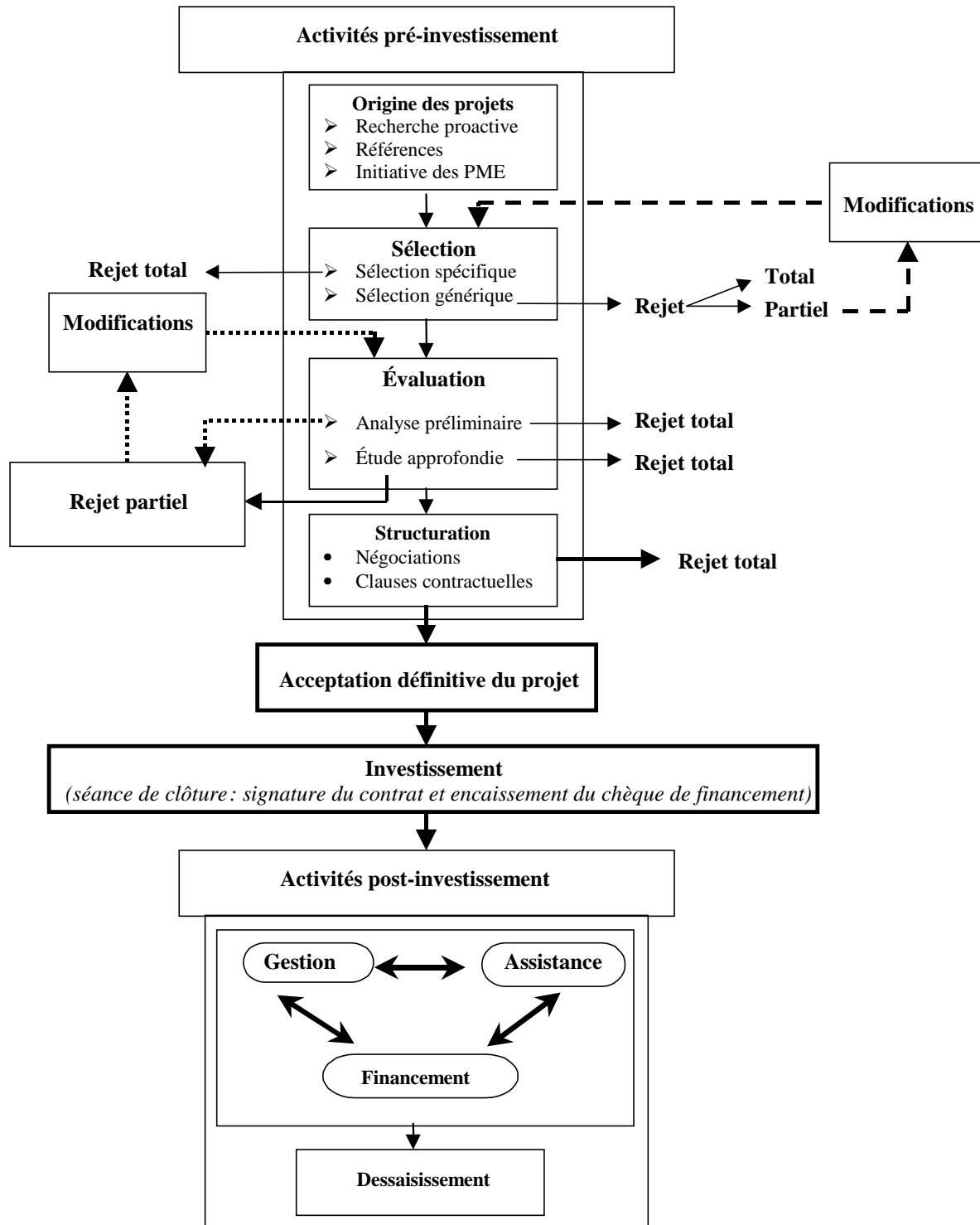
À la fin de cette première phase d'évaluation, le projet peut faire l'objet d'un rejet total, c'est-à-dire qui ne peut être soumis de nouveau, si la SCR constate aucune valeur ajoutée ou d'un rejet partiel si elle juge que certains éléments pertinents font défaut, mais qui peuvent être corrigés. Dans ce dernier cas, l'entrepreneur doit soumettre à nouveau le projet modifié.

Si le projet n'est toujours pas rejeté, la SCR entame une étude approfondie (« *due diligence* ») qui constitue un enchaînement de l'analyse préliminaire. Lors de cette deuxième phase d'évaluation, la SCR consacre plus de temps au projet en menant un examen critique plus formel et plus technique. Le but est de remettre en question certaines données afin de relever les problèmes latents pouvant entraver le bon déroulement de l'investissement et de prévoir les scénarios possibles pour y remédier. La SCR tient aussi compte de l'historique et du stade de développement de la PME, des entreprises du même secteur, des flux monétaires prévisionnels, de l'horizon d'investissement et de la stratégie de sortie.

La SCR analyse les projections financières pour estimer la croissance potentielle et la rentabilité, afin de faire un arbitrage entre le rendement espéré et le risque perçu. Elle contacte les clients, les fournisseurs, les institutions financières, les avocats et les comptables avec lesquels la PME fait affaires pour connaître sa façon de travailler et la nature de son positionnement sur le marché.

Suite à cette étude approfondie, la SCR peut estimer que le projet ne présente pas d'atouts majeurs et par conséquent le rejeter. Toutefois, si le projet est prometteur mais qu'il présente quelques défaillances, la SCR sera prête à l'accepter à condition que l'entrepreneur procède à certaines modifications pour combler les lacunes existantes. Dans ce cas, le projet sera réévalué de nouveau avant de passer à l'étape de structuration.

Schéma Modèle du processus décisionnel d'investissement en capital de risque



3.4 La structuration de l'investissement

Si l'évaluation du projet est jugée satisfaisante par la SCR, elle entame des négociations avec l'équipe dirigeante de la PME pour mieux encadrer leurs objectifs respectifs. Le point essentiel de cette phase réside dans la finalisation de certaines clauses contractuelles et la négociation des aspects légaux et juridiques du projet. Les négociations portent principalement sur le coût de l'investissement, l'instrument de financement, le degré d'implication de la SCR, la stratégie de sortie, le contrôle par la SCR et la rémunération de l'équipe dirigeante. L'objectif fondamental poursuivi est de réduire les problèmes d'agence, le risque moral et l'asymétrie d'information susceptibles d'altérer la relation entre la SCR et la PME³.

À l'issue de cette phase, la SCR peut approuver définitivement le projet ou le rejeter totalement. Le projet sera rejeté si les conflits ne peuvent être résolus. Autrement, le projet sera accepté permettant à la SCR et à la PME de signer un contrat, et permet ainsi de passer à la prochaine étape qui est les activités post-investissement.

3.5 Les activités post-investissement⁴

Dans le respect de sa politique d'investissement, la SCR entretient une relation particulière avec la PME qu'elle finance. Cette relation suppose normalement une collaboration étroite entre les deux acteurs, basée sur la transparence, la confiance et l'assistance que peut apporter la SCR aux dirigeants de la PME. Son degré d'implication dans la gestion des activités de la PME dépend de sa mission et de l'importance du projet. L'aspect financier constitue aussi un volet primordial pour la SCR puisque cette dernière injecte les fonds nécessaires au développement de la PME selon un programme préalablement spécifié (rondes de financement). Elle prépare aussi une stratégie de sortie pour se dessaisir de la PME, en tenant compte de l'importance des conséquences sur elle-même et sur la PME. Au cas où la voie de sortie n'aurait pas été spécifiée dans le contrat, elle essaiera de s'ajuster en fonction de la situation de la PME pour choisir, au moment adéquat, le mécanisme de sortie le plus favorable et le plus compatible avec ses objectifs d'investissement et sa mission.

4. Méthodologie de la recherche et analyse des résultats

Cette section présente les caractéristiques de l'échantillon et le processus décisionnel pour chacune des SCR retenues. Toutes les informations pertinentes sont regroupées dans les tableaux 2, 3 et 4 ci-dessous.

³ Les problèmes d'agence, de risque moral et d'asymétrie de l'information sont classiques en finance, et particulièrement au niveau de la littérature sur les PME. Le domaine du capital de risque n'échappe pas à cette situation.

⁴ Les activités post-investissement est une autre dimension du capital de risque qui a attiré beaucoup d'attention. Les études récentes sur ce sujet sont : Jog *et al.* (1991), Sapienza (1992), Norton & Tenenbaum (1993), McMahon *et al.* (1993), Chua & Woodward (1993), Maitre (1994), Admati et Pfleiderer (1994), Barney (1994), Barry (1994), Gompers (1995), Stéphanie (1995), Fried & Hisrich (1995), Bruton *et al.* (1997), Mitchell *et al.* (1997), Amit *et al.* (1997), MacIntosh (1997), Riding & Orser (1997), Gifford (1997), Trester (1998) et Bergemann & Hege (1998).

4.1 Méthodologie de la recherche

Étant donné le caractère particulier de cette recherche, des entrevues en profondeur semi-dirigées ont été préconisées. Nous avons d'abord construit un questionnaire d'une centaine de questions couvrant les principales étapes du modèle. Le questionnaire se compose exclusivement de questions ouvertes dans le but d'obtenir le maximum d'informations.

En fonction des objectifs de cette recherche, nous avons interrogé les représentants d'Investissements Mauricie-Bois-Francis-Drummond (ci-après IMBFD), d'Investissements Novacap (ci-après Novacap) et du Fonds régional de solidarité Mauricie-Bois-Francis (ci-après FRSMBF) afin d'évaluer l'influence du type de propriété d'une SCR sur son processus d'investissement (voir paragraphe suivant pour la description de la propriété des SCR). La durée de l'entrevue avec le représentant d'IMBFD a été d'environ 3 heures et demi, celle avec le représentant de FRSMBF a été d'un peu plus de 3 heures et celle avec le représentant de Novacap a été d'environ deux heures. Des contacts téléphoniques ont été faits par la suite afin de clarifier certains points soulevés lors les entrevues.

Les structures de propriété de ces 3 SCR sont les suivantes. Pour IMBFD, 40% des fonds proviennent de la Caisse de dépôt et placement du Québec, 16,44% du Fonds de solidarité de la FTQ, 10,96% de la Banque nationale du Canada, 10,96% d'Investissements Desjardins, 10,96% de la Compagnie mutuelle d'assurance Union-vie et le reste provient d'investisseurs secondaires. Quant à FRSMBF, 90% des fonds proviennent du Fonds de solidarité de la FTQ et 10% de la Banque nationale du Canada. Les principaux actionnaires de Novacap sont : la Caisse de dépôt et placement du Québec, la Société générale de financement, les fonds de pension des employés du Canadien national et de la Banque nationale du Canada, et chacun de ces actionnaires détient 17,67% des capitaux de Novacap. Le reste est détenu par d'autres actionnaires secondaires.

Considérant les informations présentées à la section 2 et la répartition des sources de financement des SCR retenues, nous considérons qu'IMBFD et Novacap sont des SCR privées, et FRSMBF est une SCR hybride.

L'échantillon de trois sociétés de capital de risque québécoises est très représentatif de l'industrie au Québec ce qui, dans les circonstances, nous porte à croire que nos observations peuvent très bien servir de base à une possible généralisation du comportement de ces sociétés. En effet, le Fonds de solidarité de la FTQ et la Caisse de dépôt et placement du Québec représentent à eux seuls près de 70% du capital sous gestion au Québec en 1999, et Novacap est la plus ancienne société de capital de risque au Québec (Barcelo). Pour les deux premières, nous avons interrogé des divisions régionales mais il apparaissait évident lors des entrevues que leur processus décisionnel était calqué sur ceux des sociétés mères.

4.2 L'analyse du processus décisionnel d'IMBFD (une SCR privée)

Constituée en 1989, elle doit être liquidée en février 2001. Sa mission est de participer activement au développement économique de sa région et de contribuer à la création d'emplois par la réalisation d'investissements dans des PME à fort potentiel de croissance, tout en maximisant le rendement sur investissement des commanditaires.

La politique d'investissement consiste à effectuer des investissements d'une durée de 5 à 6 ans, dont le montant varie entre 100,000 \$ et 750,000 \$ dans des PME en pré-démarrage, en démarrage ou en expansion (chiffre d'affaires inférieur à 10 millions \$), à fort potentiel de croissance, dont le siège social est situé dans la région immédiate de la SCR et opérant dans les secteurs traditionnels ou technologiques (sauf exploitation minière et pétrolière, pâte et papier, services financiers, construction, secteur immobilier, commerce de détail, services publics).

Cette SCR privée recourt aux trois approches de recherche de projets. Environ 41% des projets proviennent d'une recherche proactive, 30% des projets sont référés par des comptables, des commissaires industriels, des banquiers ou des commanditaires de la SCR, et 29% des demandes constituent des initiatives non sollicitées d'entrepreneurs. La recherche proactive prend la forme de rencontres hebdomadaires avec les principaux intervenants économiques, les directeurs des associations industrielles, des comptables et des responsables d'institutions financières afin de cibler les PME à fort potentiel de croissance.

La sélection se déroule en deux phases. La première phase consiste à voir si le contenu du plan d'affaires de la PME est conforme à la mission et aux critères spécifiques de la SCR. La deuxième phase poursuit l'analyse selon des critères génériques soit : la qualité de l'équipe dirigeante de la PME (qui est de loin le critère le plus important), le potentiel de croissance du marché, les avantages concurrentiels du produit ou service, la structure financière et l'historique de la PME. Si le projet est retenu, la SCR envoie une lettre d'intention comprenant les termes et les conditions préliminaires de l'investissement. Après une période de négociations fructueuses, le projet passe à l'étape d'évaluation.

L'évaluation du projet se fait aussi en deux phases où la première phase consiste en l'analyse détaillée du plan d'affaires afin de valider son contenu. L'objectif de cette première phase est d'estimer le potentiel du marché, les avantages concurrentiels du produit et d'effectuer une analyse financière.

L'évaluation du potentiel du marché consiste à étudier l'état de la concurrence, les réseaux de distribution et de fournisseurs, et à recenser l'avis des consommateurs sur les méthodes de travail de la PME. Dans le cas d'un produit traditionnel, l'évaluation se fait par l'étude des avantages du procédé de fabrication. Dans le cas d'un nouveau produit, la validation du procédé est faite par des sources externes. L'évaluation financière est principalement réalisée au moyen de logiciels financiers et de comparaison des résultats avec ceux d'entreprises œuvrant dans le même secteur.

La deuxième phase de l'évaluation consiste en plusieurs rencontres avec les principaux cadres de la PME et de visites dans l'entreprise pour se familiariser avec les méthodes de travail, pour s'assurer de la facilité de communication et du climat de travail, et surtout pour évaluer la qualité de l'équipe dirigeante. Les dimensions considérées pour évaluer l'équipe dirigeante sont : le degré de connaissance de la direction de son marché et de son produit, la capacité de respecter les objectifs fixés, sa flexibilité et son honnêteté. L'équipe dirigeante est évaluée selon son historique et auprès de références.

Les critères et la méthode d'évaluation de cette SCR ne diffèrent pas beaucoup d'un projet à l'autre, mais il peut y avoir quelques différences attribuables à la spécificité de chaque PME.

La volonté de financer le projet se manifeste par l'envoi d'une lettre d'offre, qui n'est rien d'autre qu'un contrat d'investissement standard, appelé convention d'actionnaires, qui précise plus explicitement que la lettre d'intention les termes et les conditions de l'investissement. Ce contrat marque le passage à la phase de structuration. Les principales clauses, à 98% du temps invariables, ont essentiellement trait au montant d'investissement, à l'émission du capital, à la présence au conseil d'administration, au droit de premier refus, à l'implication dans la gestion de la PME et au mode de financement. L'instrument de financement privilégié est une combinaison d'actions ordinaires et de dette subordonnée (convertible, participante et rachetable). Les poids relatifs de ces deux instruments varient selon le niveau de risque du projet. Des possibilités de syndication sont envisageables dans le cas des investissements au sein des PME technologiques qui nécessitent plusieurs rondes de financement et dans le cas des gros investissements dont le montant dépasse le plafond maximal spécifié dans la politique d'investissement.

Si les dirigeants approuvent le contenu du contrat, la SCR passe immédiatement à la vérification diligente de la PME. Dans le cas contraire, la SCR et la PME procèdent à une deuxième ronde de négociations et s'il n'y a pas d'entente, le dossier est rejeté. Les points importants qui font l'objet de négociations sont le partage du pouvoir et le contrôle de la SCR, même si cette dernière ne cherche pas à obtenir une participation majoritaire. Les éléments difficiles à négocier sont les droits de vote, la rémunération des entrepreneurs et les budgets.

Avant de signer l'entente, la SCR vérifie les statuts juridiques, les aspects légaux de la PME (contrats, assurances, propriété intellectuelle, etc.) et les analyses financières déjà faites. Cette étape est appelée la vérification diligente. En parallèle, la SCR recourt aux services de psychologues avec lesquels elle a déjà développé des méthodes de travail communes pour valider les caractéristiques psychosociologiques de l'équipe dirigeante et s'assurer de la qualité du climat social au sein de la PME. Cette évaluation est faite à ce moment plutôt qu'à l'étape d'évaluation proprement dite étant donné les coûts importants qui y sont associés. La SCR veut s'assurer que tout est conforme avant de recourir à ces spécialistes.

À la fin de la vérification diligente et de l'évaluation des ressources humaines, il y a toujours une possibilité de refus (climat social non propice à l'investissement), d'acceptation partielle (à condition de régler la situation juridique) ou définitive du projet. L'acceptation définitive est synonyme de l'émission de titres de financement en contrepartie du partage du contrôle.

Les activités post-investissement se réalisent autour de comités de gestion mis en place par la SCR et ont pour objectif de s'assurer du bon déroulement des programmes de planification stratégique, de formation et de développement des ressources humaines. IMBFD exige aussi la standardisation de l'information financière et parfois, le recrutement d'un directeur financier.

La politique de dessaisissement poursuivie par IMBFD se fait toujours en fonction de sa mission et repose sur le concept de concertation entre les deux parties. La SCR, cherchant à optimiser son rendement sur investissement et à réduire son risque financier, doit s'assurer que le dessaisissement n'affectera pas le développement de la PME. Les deux stratégies de sortie privilégiées sont le rachat par la direction (dans 90% des cas) et l'acquisition stratégique (dans

10% des cas). Le déclenchement de la stratégie de rachat est initialisé par la direction de la PME qui, en fonction de sa rentabilité, juge sa capacité de racheter la part de la SCR. Les conditions du marché dictent la sortie par acquisition stratégique. Même si le dessaisissement partiel est possible, IMBFD s'est toujours départi complètement de sa participation.

La durée moyenne pour passer à travers toutes les activités pré-investissement de cette SCR est 4 mois. Elle peut varier entre 1 et 12 mois.

4.3 L'analyse du processus décisionnel de FRSMBF (une SCR hybride)

Cette SCR régionale a débuté ses activités en octobre 1995. Sa mission est de favoriser le maintien et la création d'emplois, de stimuler l'économie dans sa région et de contribuer à la formation des travailleurs en matière d'économie.

Sa politique d'investissement consiste à effectuer des investissements d'une durée de 5 à 7 ans, d'un montant variant entre 50,000 \$ et 750,000 \$, pour le financement du démarrage, de la croissance ou de la consolidation de PME québécoises à but lucratif, opérant dans sa région. Les PME financées doivent promouvoir l'activité économique et œuvrer dans les secteurs d'activités primaire, manufacturière ou tertiaire moteurs. L'exploitation minière ou pétrolière, les services financiers, le commerce de détail, la restauration, l'immobilier et la construction sont explicitement exclus.

La provenance des projets se répartit ainsi : 80% de l'ensemble des demandes d'investissement sont référées, 10% sont déposées directement par des entrepreneurs et 10% proviennent d'une recherche proactive.

La sélection se réalise en deux phases. Suite à la première phase, uniquement les projets respectant la mission et les critères spécifiques de la SCR sont retenus. Lors de la deuxième phase, la sélection s'effectue suite à l'analyse du plan d'affaires, à la visite de la PME et à la rencontre de l'équipe dirigeante et des employés. Si les projets respectent les critères génériques de sélection (qualité de l'équipe dirigeante, couple produit/marché et aspects financiers) de la SCR, le dossier passe à l'étape d'évaluation.

L'évaluation se fait aussi en deux phases. La SCR analyse d'abord le plan d'affaires de façon détaillée afin d'en valider son contenu. Elle fait ensuite parvenir à l'entrepreneur une proposition (ou lettre d'intention) contenant le montant d'investissement, la structure générale et les autres conditions possibles. Ensuite, la SCR et la PME négocient les termes d'investissement. Si des désaccords se manifestent, le projet est rejeté. Si tout va bien, la SCR passe à la deuxième phase d'évaluation et procède à une analyse détaillée du bilan social, du couple produit/marché et des aspects financiers. Elle attachera alors une importance particulière à la qualité du management (mesurée par la compétence, l'expertise et l'expérience des gestionnaires de la PME) et à la qualité des ressources humaines, des conditions de travail et de la gestion participative au sein de l'entreprise.

L'évaluation des gestionnaires de la PME se fait au moyen de l'analyse de leur curriculum vitae et par l'obtention de références auprès du réseau développé par la SCR. L'évaluation de la

qualité des relations de travail se fait par une équipe spécialisée de la SCR qui rencontre les cadres et les employés.

Le marché est évalué en tenant compte de l'état de la concurrence, des principaux fournisseurs et clients, du degré de positionnement de la PME et des perspectives de croissance. Le produit est évalué en fonction de la qualité, des coûts, des stratégies de commercialisation, du potentiel de développement et des procédés de fabrication. L'exigence d'un brevet dépendra du secteur d'activité de la PME et du cycle de vie du produit.

L'évaluation financière se fait sur la base des résultats des dernières années, des différents ratios et projections financières, des perspectives de croissance et de rentabilité, et de la structure financière de la PME.

Comme pour IMBFD, les critères et la méthode d'évaluation de FRSMBF sont toujours les mêmes, mais on note quelques différences selon les caractéristiques des dossiers étudiés.

La phase de structuration débute pour les projets retenus lorsque FRSMBF envoie une lettre d'offre à l'équipe dirigeante. Il s'agit d'un contrat définissant, d'une façon plus détaillée que la lettre d'intention, la structure de l'investissement et les principales clauses contractuelles. Sur la base de ce nouveau document, une deuxième ronde de négociations est réalisée où les discussions portent principalement sur la participation (non majoritaire) de la SCR au sein de la PME.

Suite à un résultat positif de la deuxième ronde de négociations, la phase suivante est la vérification diligente. La SRC vérifie les statuts juridiques et les analyses financières déjà effectuées. Parallèlement, les conventions d'actionnaires et de souscription sont rédigées. La convention d'actionnaires est un contrat d'investissement standard dont les principales clauses sont : la participation de la PME à la souscription de parts au Fonds de solidarité de la FTQ, le programme de formation en économie des employés par la SCR, le droit de vote, le droit préférentiel de souscription, le droit de gestion contrôlé et la stratégie de sortie.

Après la signature des documents, la SCR émet un chèque de financement à l'équipe dirigeante lui permettant de bénéficier des capitaux nécessaires à son développement. Les actions ordinaires est l'instrument de financement favorisé.

Chaque contrat d'investissement inclut comme stratégie de sortie le rachat, la vente secondaire et l'acquisition stratégique. Toutefois, 100% des sorties réalisées depuis la création de FRSMBF ont été faites par le biais de rachats et le dessaisissement de l'investissement a toujours été total. Néanmoins, le dessaisissement partiel demeure envisageable lorsque la PME n'est pas prête à faire face à un rachat total. Un dessaisissement avant terme peut parfois survenir suite à des relations conflictuelles ou si les conditions de rachat sont favorables (accord entre les deux parties).

Lors des activités post-investissement, la SCR consacre une partie de son temps au suivi du projet pour identifier rapidement les lacunes et ajuster son intervention. La présence d'un représentant de la SCR au conseil d'administration ou au comité de gestion interne facilite ce

suivi. La SCR exige au moins une assemblée des actionnaires par année, un accès en tout temps aux livres de la PME et une production périodique de rapports financiers afin de comparer les résultats obtenus aux objectifs fixés. Elle intervient aussi au niveau de l'obtention de capitaux additionnels auprès d'autres sources de financement, dans la consolidation de la structure financière, dans la commercialisation d'un produit et dans la planification stratégique. Elle favorise les activités de recherche et de développement, l'innovation technologique, la modernisation, l'acquisition et la fusion d'entreprises et offre du soutien, des conseils en gestion et de l'aide technique.

La durée moyenne des activités pré-investissement pour FRSMBF est 4 mois. Elle peut, selon les dossiers, varier entre 1 et 6 mois.

4.4 L'analyse du processus décisionnel de Novacap (une SCR privée)

Novacap est une société incorporée, privée et fondée en 1981. Sa mission est de bâtir et d'accélérer la croissance des PME qui sont des chefs de file dans leur marché respectif en les amenant à devenir des entreprises de classe mondiale et en cherchant à maximiser leur valeur et leur liquidité afin de générer des rendements substantiels pour ses actionnaires.

La politique d'investissement de Novacap consiste à effectuer des investissements d'une durée de 3 à 7 ans, au sein de PME à croissance rapide ou en redressement, situées au nord-est de l'Amérique du Nord, préférablement à deux ou trois heures de vol de Montréal. L'investissement initial requis varie entre 1,000,000 \$ et 3,000,000 \$. Cependant, Novacap peut investir jusqu'à 12,000,000 \$ dans une PME en répartissant la mise de fonds sous forme de rondes de financement. Les secteurs qui peuvent faire l'objet d'un financement sont les PME du secteur technologique (télécommunications, fibre optique, produits et équipements médicaux, etc.) préférablement celles qui ont déjà été financées par d'autres bailleurs, qui ont développé leur propre technologie et où le produit est prêt à être commercialisé, et les PME du secteur traditionnel, à l'exception des PME œuvrant dans le commerce de détail et dans la distribution.

Novacap cherche à être l'actionnaire principal lors des investissements dans les secteurs traditionnels. La syndication est possible, à condition qu'elle soit l'actionnaire principal. Dans les projets technologiques, elle opte souvent pour la syndication et accepte parfois des positions minoritaires (participation minimale de 25%) afin de réduire le risque, de maximiser les ressources financières et de bénéficier de l'expertise apportée par les co-investisseurs.

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

Novacap favorise la recherche proactive de projets car plus des deux tiers des demandes proviennent de cette stratégie. Les demandes référées par les courtiers, les banquiers, les avocats et les comptables, ainsi que les demandes non sollicitées d'entrepreneurs constituent le dernier tiers.

La sélection se réalise d'une manière très rapide (une dizaine de minutes), puisque la plupart des dossiers proviennent d'une recherche proactive de PME œuvrant dans des domaines où Novacap possède des bonnes connaissances.

L'évaluation se fait en deux phases qui sont : la rencontre des cadres de la PME et l'analyse détaillée du plan d'affaires. La rencontre avec les dirigeants des PME permet d'évaluer les compétences de l'équipe dirigeante, son degré de connaissance du produit et du marché, et sa maîtrise de la technologie. L'analyse détaillée du plan d'affaires cherche à estimer le marché, le produit et la santé financière de la PME.

L'analyse du marché débute par l'étude des données fournies par l'entrepreneur. Ensuite, ces données sont comparées à celles des associations industrielles et des principaux acteurs économiques ayant des relations d'affaires avec Novacap. Le produit est évalué selon son potentiel de marché et ses avantages concurrentiels. Dans le cas où le projet est très intéressant mais que certains éléments sont incomplets, Novacap essaye de les compléter en collaboration avec l'équipe dirigeante ou bien en recourant à des consultants externes.

L'évaluation de la santé financière d'une PME du secteur traditionnel se résume à l'analyse des états financiers historiques. Pour les PME technologiques, l'évaluation financière se limite à un survol des projections financières fournies par l'entrepreneur.

Les critères et les méthodes d'évaluation de Novacap ne diffèrent pas beaucoup d'un projet à l'autre, ce qui est conforme aux deux autres SCR, mais ils peuvent varier en fonction du niveau de risque de chaque PME.

Si l'évaluation est positive, Novacap fait parvenir une lettre d'offre à l'équipe dirigeante de la PME. Il s'agit d'un contrat constitué souvent des mêmes clauses d'investissement. Cette étape constitue le prélude à une ronde de négociations et marque le début de la phase de structuration. Le prix, les conditions de paiement, les représentations et les garanties sont les points les plus importants et les plus difficiles à négocier. La stratégie de sortie et le moment du dessaisissement ne sont pas fixés par contrat, mais sont discutés.

Novacap poursuit une stratégie de financement consistant à répartir sa mise de fonds sous forme de rondes d'investissement en fonction de l'atteinte des objectifs de rendement. Ceci permet à Novacap de renégocier au besoin certaines dimensions, d'avoir un contrôle additionnel sur la PME et de réduire le risque de son investissement. Qui plus est, Novacap favorise un financement du type actions ordinaires - actions privilégiées ou du type actions ordinaires - dette convertible. Le choix et la proportion de chaque instrument de financement dépendent de la structure financière pré-investissement de la PME et du niveau de risque du projet.

Novacap prévoit s'impliquer activement dans les activités stratégiques de financement, d'alliances, dans les investissements en recherche et développement, en productivité et en qualité, et dans les investissements reliés à la distribution, aux ventes et aux ressources humaines. Cette implication active est réalisée par une place au conseil d'administration qui lui permet de faire valoir ses propres idées, d'étudier les résultats, de s'attarder sur les problèmes,

d'analyser les objectifs futurs des dirigeants et de réorienter la stratégie de la PME. De plus, Novacap met à la disposition de la PME son réseau de contacts avec les courtiers d'affaires, les cabinets de vérification et de consultation, les responsables des institutions financières et divers représentants de l'industrie et du commerce au Canada, aux États-Unis et dans différents pays.

Lorsque les négociations sont concluantes, Novacap procède à une vérification diligente permettant de mettre au point les aspects juridique, opérationnel et comptable. Si cette vérification ne soulève pas de problèmes particuliers, les deux parties signent le contrat (la séance de clôture) et la SCR distribue les fonds à la PME selon les termes de l'entente.

Les activités post-investissement sont celles qui exigent le plus d'efforts de la part de Novacap. Cette dernière exige l'élaboration d'une planification stratégique annuelle, la tenue d'une réunion trimestrielle du conseil d'administration et la production d'états financiers mensuels. Elle organise en plus des sessions mensuelles de travail avec les dirigeants des PME et s'entretient sur une base hebdomadaire avec ceux-ci.

Novacap se dessaisit totalement de sa participation surtout au moyen d'une acquisition stratégique (90% des cas) et à un degré moindre, d'un premier appel public à l'épargne (10% des cas). Le mécanisme de sortie utilisé sera celui qui maximisera la valeur des PME et générera ainsi des rendements exceptionnels pour ses actionnaires. Le déclenchement du processus de dessaisissement est conditionné soit par les conditions du marché, soit par le fait que la PME a atteint son potentiel maximum de développement.

La durée moyenne des activités pré-investissement est 1 mois. Cette durée peut varier entre quelques heures et deux mois. La façon de percevoir les entrepreneurs, la pertinence de la technologie et le positionnement de la PME sur son marché ont une influence considérable sur la durée de prise de décision et constituent les principales causes de rejet des projets.

4.5 Analyse comparée du processus décisionnel des trois SCR

Les tableaux 2, 3 et 4 ci-dessous résument différentes parties du processus décisionnel des SCR tel que décrit dans les sections précédentes. Le tableau 2 compare la propriété, la mission et les critères spécifiques et génériques. Le tableau 3 reprend les étapes des activités pré-investissement. Enfin, des informations sur les activités post-investissement sont résumées au tableau 4.

Il ressort clairement de ces comparaisons que la mission joue un rôle très important. Celle-ci influence directement les critères spécifiques. Le tableau 2 souligne que la mission de Novacap est significativement différente de celle des deux autres. Plus précisément, Novacap cherche explicitement à maximiser son rendement sur investissement, alors que cet objectif pour les deux autres SCR est plutôt tempéré par leur rôle social (stimuler l'économie régionale, créer des emplois, financer des PME en démarrage et prendre une participation non majoritaire). FRSMBF veille de plus à fournir des bases économiques aux employés de la PME financée et à maintenir des emplois.

Pour respecter sa mission, Novacap étend sa zone d'investissement au nord-est de l'Amérique du Nord, cherche des participations majoritaires dans des chefs de file en croissance rapide et accepte d'investir des montants plus importants que les deux autres SCR. Les critères spécifiques des deux SCR régionales, plus précisément au niveau du montant des investissements, de la durée, des secteurs privilégiés et de la localisation des PME sont relativement les mêmes (voir tableau 2). Aussi, IMBFD et FRSMBF offrent du financement aux PME en phase de démarrage ou de croissance. En plus, IMBFD (la SCR privée) s'intéresse aussi à la phase de pré-démarrage, alors que FRSMBF (la SCR hybride) recherche les PME en phase de consolidation (ce qui est cohérent avec sa mission de maintien des emplois).

La mission et les critères spécifiques, particulièrement les montants d'investissement et les stades de développement financés, soulignent que FRSMBF et IMBFD interviennent dans les premiers stades de développement des PME, alors que Novacap finance les PME plus développées. Étant donné les montants plus importants et un risque plus important, ceci peut expliquer la structure de propriété plus diversifiée pour Novacap.

Les critères génériques suggérés par la littérature sont confirmés par les études de cas (voir tableau 2). La qualité de l'équipe dirigeante, quoique évaluée différemment d'une SCR à l'autre, est une condition primordiale d'investissement par les SCR. Les autres critères retenus sont le potentiel du marché, les avantages concurrentiels du produit et les caractéristiques financières (pré-investissement) de la PME.

L'étude des processus révèle que les trois SCR suivent d'assez près les 5 étapes décrites à la section 3. Une distinction apparaît en ce qui a trait à la négociation. IMBFD et FRSMBF procèdent à deux rondes de négociations, mais à des moments différents, alors que Novacap ne procède qu'à une seule ronde de négociations, mais entourée de multiples périodes de discussions. La présence de deux rondes de négociations allongent le processus de décision et diffère de notre modèle. Cela constitue par conséquent une nouveauté dans la littérature spécialisée sur ce sujet.

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

Les autres différences résident dans l'application de chacune des étapes du processus décisionnel. Par exemple, les deux SCR privées concentrent leur effort au niveau de la recherche proactive, alors que la SCR hybride se fie à son réseau de références (voir tableau 3). De plus, Novacap finance davantage ses projets selon la technique des rondes de financement. Ceci est probablement dû aux sommes importantes investies. Une dernière différence notable est la stratégie de sortie. Les deux SCR régionales préconisent les rachats, alors que Novacap privilégie les acquisitions stratégiques (voir tableau 4). Le montant minimal des investissements (ou la mission) semble expliquer cette différence. Plus précisément, un investissement de 3 millions de dollars a plus de chances de se traduire ultérieurement par une entreprise attrayante qu'un investissement de 750,000 dollars.

Tableau 2
Comparaison des politiques d'investissement

	SCR privées		SCR hybride
	IMBFD	Novacap	FRSMBF
Principaux bailleurs de fonds	40,00% CDPQ 16,44% FSFTQ 10,96% BNC 10,96% Investissements Desjardins 10,96% compagnie d'assurance Union-vie	17,67% CDPQ 17,67% SGF 17,67% fonds de pension des employés du Canadien national 17,67% fonds de pension des employés de la BNC	90% FSFTQ 10% BNC
Mission	<ul style="list-style-type: none"> ➤ participer au développement régional ➤ créer des emplois ➤ maximiser le rendement sur investissement 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ accélérer la croissance des PME chefs de file de classe mondiale ➤ maximiser la valeur, la liquidité et le rendement sur les investissements 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ stimuler l'économie régionale ➤ maintenir et créer des emplois ➤ contribuer à la formation économique des employés
Critères spécifiques :			
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Durée ➤ Montant (\$) ➤ Stades de développement ➤ Secteurs industriels ➤ Localisation 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ de 5 à 6 ans ➤ de 100,000 à 750,000 ➤ pré-démarrage, démarrage ou expansion ➤ traditionnel ou technologique ➤ région administrative 04 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ de 3 à 7 ans ➤ de 1 M à 3 M ➤ croissance rapide ou en redressement ➤ traditionnel ou technologique ➤ nord-est de l'Amérique du Nord 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ de 5 à 7 ans ➤ de 50,000 à 750,000 ➤ démarrage, croissance ou consolidation ➤ primaire, secondaire et tertiaire moteurs ➤ région administrative 04
Critères généraux (de la PME)	<ul style="list-style-type: none"> ➤ qualité de l'équipe dirigeante ➤ avantages concurrentiels du produit ou service ➤ potentiel du marché ➤ structure financière 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ qualité de l'équipe dirigeante ➤ avantages concurrentiels et stratégiques ➤ potentiel du marché ➤ bonne gestion financière 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ qualité de l'équipe dirigeante ➤ avantages concurrentiels du produit ➤ potentiel du marché ➤ caractéristiques financières

Note : CDPQ représente la Caisse de dépôt et placement du Québec, FSFTQ représente le Fonds de solidarité de la FTQ, BNC représente la Banque nationale du Canada et SGF représente la Société générale de financement.

Ce qui ressort très explicitement quant aux deux SCR régionales est la très forte ressemblance du processus et la très forte standardisation des critères, des méthodes d'évaluation et des contrats. Ceci peut s'expliquer par le fait que ces deux SCR reçoivent des fonds d'acteurs économiques importants, bien établis et reconnus, et dont l'expérience et le volume de transactions leur ont permis de développer une expertise et une grille d'analyse généralisable. Ceci peut aussi s'expliquer par le besoin de faciliter le processus étant donné le nombre important de dossiers

qui leur sont soumis, ou tout simplement pour éviter tout favoritisme dans le traitement des demandes (rôle social).

Tableau 3
Comparaison des étapes des activités pré-investissement

Étapes	SCR privées		SCR hybride
	IMBFD	Novacap	FRSMBF
Origine : <ul style="list-style-type: none"> • Recherche proactive • Demandes référées • Demandes non sollicitées 	<ul style="list-style-type: none"> • 41% • 30% • 29% 	<ul style="list-style-type: none"> • 67% • les demandes référées et non sollicitées représentent 33% 	<ul style="list-style-type: none"> • 10% • 80% • 10%
Sélection : <ul style="list-style-type: none"> • Phase un • Phase deux 	<ul style="list-style-type: none"> • adéquation entre le plan d'affaires, la mission et les critères spécifiques • vérification des critères génériques, envoi d'une lettre d'intention et période de négociations 	<ul style="list-style-type: none"> très rapide 	<ul style="list-style-type: none"> • adéquation entre le plan d'affaires, la mission et les critères spécifiques • analyse approfondie du plan d'affaires et visites de l'entreprise (vérification des critères génériques)
Évaluation : <ul style="list-style-type: none"> • Phase un • Phase deux 	<ul style="list-style-type: none"> • analyse détaillée du plan d'affaires • visites de l'entreprise et rencontres des employés 	<ul style="list-style-type: none"> • rencontres des employés et visites de l'entreprise • analyse du plan d'affaires 	<ul style="list-style-type: none"> • analyse détaillée du plan d'affaires, envoi d'une lettre d'intention et période de négociations • analyse détaillée (vérification explicite des critères génériques)
Structuration	envoi d'une lettre d'offre et négociations	envoi d'une lettre d'offre et négociations	Envoi d'une lettre d'offre et négociations
Vérification diligente	inspection des statuts juridiques et des aspects légaux, et analyse finale des aspects financiers	inspection des aspects juridique, opérationnel et comptable	Inspection des statuts juridiques et des analyses financières

Les caractéristiques communes aux trois SCR sont : un dessaisissement total, l'utilisation d'actions ordinaires comme moyen de financement et la possibilité de dessaisissement avant terme. Le recours aux actions ordinaires comme moyen de financement confirme les résultats d'études canadiennes (Jog *et al.* (1991) et l'Association canadienne du capital de risque).

En terminant, le recours à des psychologues par IMBFD pour l'évaluation de l'équipe dirigeante et le recours à une équipe spécialisée par FRSMBF pour l'évaluation des cadres et de la qualité des relations de travail sont des éléments qui à notre connaissance n'avaient pas encore été relevés dans la littérature portant sur le processus décisionnel des sociétés de capital de risque.

Tableau 4
Comparaison des activités post-investissement

	SCR privées		SCR hybride
	IMBFD	Novacap	FRSMBF
Instruments de financement	combinaison d'actions ordinaires et de dette subordonnée (convertible, participante et rachetable)	Combinaison d'actions ordinaires et de dette convertible, ou combinaison d'actions ordinaires et d'actions privilégiées	actions ordinaires
Rondes d'investissement	en général, un seul investissement, mais possibilité de plusieurs	plusieurs investissements	un seul investissement
Fréquence des stratégies de sortie :			
◆ Rachats	◆ 90%	◆ -	◆ 100%
◆ Acquisition stratégique	◆ 10%	◆ 90%	◆ -
◆ Marché financier public	◆ -	◆ 10%	◆ -
Dessaisissement total ou partiel	total	total	total

5. Conclusion

Cette communication visait à (1) développer un modèle de décision en contexte de capital de risque, (2) valider empiriquement ce processus en contexte québécois auprès de SCR et (3) évaluer l'influence de la propriété des SCR sur le processus de décision.

Le modèle de décision développé à partir de la littérature récente comprend 5 étapes principales qui sont : l'origine de la demande d'investissement, la sélection, l'évaluation, la structuration et les activités post-investissement. Il s'avère que cette structure est un très bon reflet des pratiques courantes des SCR québécoises analysées. Seules la considération d'une deuxième ronde de négociations et la présence explicite d'une phase d'inspection juridique (l'étape de la vérification diligente) sont nouvelles. Les autres différences dépendent essentiellement de considérations financières. Par exemple, l'évaluation des ressources humaines peut être repoussée le plus possible car c'est une activité dispendieuse.

Au niveau de l'influence de la propriété sur le processus de décision, cette étude exploratoire soulève aucune différence significative. Les distinctions sont issues davantage de l'interaction entre la mission et les critères spécifiques. Il s'avère donc que l'identification de la mission est l'élément important. Si la mission d'une SCR est d'intervenir très tôt dans le développement d'une PME, alors la SCR établira ses critères spécifiques en conséquence et passera beaucoup de temps au niveau des activités pré-investissement étant donné le peu d'historique disponible sur la PME. Au contraire, si la mission est d'intervenir plus tardivement dans le stade de développement de la PME, la présence d'un historique plus long facilite les activités pré-investissement, surtout si la PME a déjà bénéficié de financement d'un autre investisseur externe.

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

Cette étude suggère aussi que peu importe la propriété et le moment d'intervention de la SCR dans le stade de développement des PME, les actions ordinaires, la qualité de l'équipe managériale et le dessaisissement total seront favorisés. Enfin, les SCR privées procèdent davantage à une recherche active afin de déceler des opportunités d'investissement étant donné la nature compétitive de leur marché et de leur expertise, et interviennent plus tôt (sujet à leur mission) dans le développement des PME afin de maximiser leur rendement sur investissement.

Naturellement, ces résultats ne peuvent être généralisés à l'ensemble des SCR québécoises, ni canadiennes, même si l'échantillon est représentatif. C'est une première étude du genre et beaucoup reste à faire. Certaines extensions peuvent être envisagées. D'abord, la considération de SCR dans d'autres régions améliorerait la généralisation de notre modèle. Des entrevues additionnelles auprès d'autres SCR privées et hybrides qui interviennent à des stades différents auprès des PME permettraient de confirmer et de solidifier nos conclusions. Une troisième avenue de recherche serait l'inclusion des SCR publiques. Le suivi à travers le processus de demandes rejetées et de demandes acceptées permettrait de préciser les étapes et les critères utilisés, au même titre que des interviews d'entrepreneurs qui ont obtenu du financement en capital de risque. Il est aussi justifié de considérer le processus de décision en parallèle à la provenance des fonds. Enfin, une comparaison du processus de décision des SCR au processus traditionnel de décision des institutions financières pourrait suggérer aux entrepreneurs des outils d'analyse plus complets susceptibles de les aider à choisir le type de financement le plus approprié à leur projet.

Bibliographie

Admati, A.R. et P. Pfleiderer (1994), Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists, *The Journal of Finance*, vol. 49, no 2, pp. 371- 402.

Amit, R., J. Brander et C. Zott (1997), *Le financement de l'entrepreneuriat au Canada par le capital de risque*, Le financement de la croissance au Canada, Document de recherche d'Industrie

Canada, directeur général de la publication : Paul J.N. Halpern, University of Calgary Press, pp. 261-307.

Association canadienne du capital de risque (ACCR), <http://www.cvca.ca>.

Barcelo, Y., Novacap aura 250 M\$ en poche à la fin de 2000, *Journal Les Affaires*, le 13 mai 2000.

Barney, J.B. (1994), The Relationship between Venture Capitalists and Managers in New Firms : Determinants of Contractual Conventions, *Managerial Finance*, vol. 20, no 1, pp. 19-30.

Barry, C.B. (1994), New Directions in Research on Venture Capital Finance, *Financial Management*, vol. 23, no 3, pp. 3-15.

Battini, P., G. Copin et P.-J. Raugel (1988), *Le guide pratique du capital-risque*, Collection L'entreprise, Paris, 188 p.

Bergemann, D. et U. Hege (1998), Venture Capital Financing, Moral Hazard and Learning, *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, no 6, pp. 703-735.

Bertonèche, M. et L. Vickery (1987), *Le capital risque*, Presses universitaires de France, Collection Que sais-je ?, 125 p.

Bessis, J. (1988), *Capital-risque et financement des entreprises*, Collection Gestion, Économica, Paris, 296 p.

Bruton, G., V.H. Fried et R.D. Hisrich (1997), Venture Capitalist and CEO Dismissal, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 21, no 3, pp. 41-54.

Bygrave, W.B. et J.A. Timmons (1992), *Venture Capital at the Crossroads*, Harvard Business School Press, 356 p.

Caisse de dépôt et placement du Québec, *Survole des activités 1999*.

Chua, J.H. et R.S. Woodward (1993), Splitting the Firm between the Entrepreneur and the Venture Capitalist with the Help of Stock Options, *Journal of Business Venturing*, vol. 8, no 1, pp. 43-58.

Fonds de solidarité de la FTQ, *Rapport annuel 1999*.

Fried, V.H. et R.D. Hisrich (1988), Venture Capital Research : Past, Present and Future, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 13, no 1, pp. 15-28.

Fried, V.H. et R.D. Hisrich (1994), Towards a Model of Venture Capital Investment Decision Making, *Financial Management*, vol. 23, no 3, pp. 28-37.

Fried, V.H. et R.D. Hisrich (1995), The Venture Capitalist : a Relationship Investor, *California Management Review*, vol. 37, no 2, pp. 101-113.

Gardella, L.A. (1997), Selecting and Structuring Investments : the Venture Capitalist's Perspective, *Readings in Venture Capital*, Association for Investment Management and Research, pp. 19-24.

Garner, D.R., R.R. Owen et R.P. Conway (1991), *The Ernest and Young Guide to Raising Capital*, John Willey & Sons, 349 p.

Gifford, S. (1997), Limited Attention and the Role of the Venture Capitalist, *Journal of Business Venturing*, vol. 12, no 6, pp. 459-482.

Gompers, P.A. (1995), Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, *The Journal of Finance*, vol. 50, no 5, pp. 1461-1489.

Gupta, A.K. et H.J. Sapienza (1992), Determinants of Venture Capital Firms' Preferences Regarding the Industry Diversity and Geographic Scope of their Investments, *Journal of Business Venturing*, vol. 7, no 5, pp. 347-362.

Hisrich, R.D et M.P. Peters (1991), *Entrepreneurship : lancer, élaborer et gérer une entreprise*, Économica, 583 p.

Jog, V.M., A.L. Riding et W.M. Lawson (1991), The Venture Capitalists-Entrepreneur Interface : Expectations, Conflicts and Contracts, *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, vol. 8, no 2, pp. 5-20.

Knight, R.M. (1994), A Longitudinal Study of Criteria Used by Venture Capitalists in Canada, *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, vol. 11, no 3, pp. 12-26.

Lerner, J. (1995), Venture Capitalists and the Oversight of Private Firms, *The Journal of Finance*, vol. 50, no 1, pp. 301-318.

Macdonald & Associates Limited (1998), *L'industrie canadienne du capital de risque : les sources de capital et leurs répercussions sur la structure de l'industrie*, Document de recherche préparé pour le Groupe de travail sur l'avenir du secteur des services financiers canadiens, <http://groupetravailsservfln.fin.gc.ca/rpt/rapport.htm>.

Macdonald & Associates Limited (1998), *Retombées économiques des placements de capital de risque*, sixième sondage annuel, 17 p.

MacIntosh, J.G. (1997), *Les sorties du marché du capital de risque au Canada et aux États-Unis*, Le financement de la croissance au Canada, Document de recherche d'Industrie Canada, directeur général de la publication : Paul J.N. Halpern, University of Calgary Press, pp. 309-398.

MacMillan, I.C., R. Siegel et P.N. Subba Narashima (1985), Criteria Used by Venture Capitalists to Evaluate New Venture Proposals, *Journal of Business Venturing*, vol. 1, no 1, pp. 119-128.

Maitre, B. (1994), Pour le capital-risque de technologie, *Banque*, Décembre, no 554, pp. 36-38.

McMahon, R.G.P., S. Holmes, P.J. Hutchinson et D.M Forsaith (1993), *Small Enterprise Financial Management, Theory & Practice*, Harcourt Brace and Company, Australia, 488 p.

Mitchell, F., G.C. Reid et N.G. Terry (1997), Venture Capital Supply and Accounting Information System Development, *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 21, no 4, pp. 45-62.

National Venture Capital Association (NVCA), <http://www.nvca.com/>.

Norton, E. et B.H. Tenenbaum (1993), The Effects of Venture Capitalists' Characteristics on the Structure of the Venture Capital Deal, *Journal of Small Business Management*, vol. 31, no 4, pp. 32-41.

Réseau du capital de risque québécois, Nouvelle augmentation de capitaux investis par l'industrie du capital-risque du Québec en 1999, www.reseaucapital.com

Riding, A.L. et B.J. Orser (1997), *Beyond the Banks : Creative Financing for Canadian Entrepreneurs*, Profit : The Magazine for Canadian Entrepreneurs, John Willey & Sons Canada, 289 p.

Roberts, E.B. (1991), High Stakes for High-Tech Entrepreneurs : Understanding Venture Capital Decision Making, *Sloan Management Review*, vol. 32, no 2, pp. 9-20.

Ruhnka, J.C. et J.E. Young (1991), Some Hypotheses About Risk in Venture Capital Investing, *Journal of Business Venturing*, vol. 6, no 2, pp. 115-133.

Sapienza, H.J. (1992), When Do Venture Capitalists Add Value ?, *Journal of Business Venturing*, vol. 7, no 1, pp. 9-27.

Schilit, W.K. (1997), Venture Catalysts or Vulture Capitalists ?, *Readings in Venture Capital*, Association for Investment Management and Research, pp. 4-12.

Stéphany, É. (1995), Capital-risque : impact sur une PME familiale, *Banque*, no 555, pp. 58-61.

Trester, J.J. (1998), Venture Capital Contracting Under Asymmetric Information, *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, no 6, pp. 675-699.

Tyebjee, T.T. et A.V. Bruno (1984), A Model of Venture Capital Investment Activity, *Management Science*, vol. 30, no 9, pp. 1051-1066.

Venture Economics, <http://ventureeconomics.com>.

Wells, W.A. (1974), *Venture Capital Decision Making*, Thèse de doctorat, Carnegie Mellon University, 191 p.