



La surveillance exercée par les capital risqueurs dans les entreprises partenaires : quelques méthodes tirées d'une étude de cas

Théophile Serge NOMO

Institut de recherche sur les PME - Université du Québec à Trois-Rivières

Jean DESROCHERS

Faculté d'administration - Université de Sherbrooke

La surveillance exercée par les capital risqueurs dans les entreprises partenaires : quelques méthodes tirées d'une étude de cas

Théophile Serge Nomo

Institut de recherche sur les PME
Université du Québec à Trois-Rivières
C.P. 500

Trois-Rivières, Qc
Canada, G9A 5H7

Tél. : (819) 376 5011 ext. 4049, fax : (819) 376 5079

Courriel : theophileserge.nomo@uqtr.ca

Jean Desrochers

Faculté d'administration
Université de Sherbrooke

Courriel : jean.desrochers@usherbrooke.ca

Résumé

La surveillance exercée par les capital risqueurs s'articule autour de trois piliers suivants : le suivi financier, le suivi des indicateurs avancés et l'implication. Le suivi financier ou suivi des résultats est un suivi a posteriori. Il compare les états financiers au budget. Il se fait tous les mois. En revanche, le suivi des indicateurs avancés ou des enjeux se fait, selon le cas, une fois par trimestre ou par an. L'implication se subdivise en deux parties : l'implication formalisée ou contractuelle qui se déroule à travers le conseil d'administration et l'implication non formalisée qui est fournie par les capital risqueurs.

Mots clés : Financement, Capital de risque, Surveillance financière et opérationnelle.

La surveillance exercée par les capital risqueurs dans les entreprises partenaires : quelques méthodes tirées d'une étude de cas

Résumé

La surveillance exercée par les capital risqueurs s'articule autour de trois piliers suivants : le suivi financier, le suivi des indicateurs avancés et l'implication. Le suivi financier ou suivi des résultats est un suivi a posteriori. Il compare les états financiers au budget. Il se fait tous les mois. En revanche, le suivi des indicateurs avancés ou des enjeux se fait, selon le cas, une fois par trimestre ou par an. L'implication se subdivise en deux parties : l'implication formalisée ou contractuelle qui se déroule à travers le conseil d'administration et l'implication non formalisée qui est fournie par les professionnels de la SCR1.

1. Introduction

Bertonèche et Vickery (1987) définissent le capital de risque comme toute somme non garantie par des éléments d'actifs et investie en fonds propres ou en quasi-fonds propres dans une entreprise non cotée, en début d'activité ou encore à un stade de développement plus avancé, qui offre d'excellentes perspectives de croissance. La caractéristique commune de ces entreprises est l'incertitude tant au niveau du succès de l'entreprise que sur la qualité des dirigeants ou promoteurs du projet d'entreprise. Cette incertitude entraîne une prise de risque importante que l'investisseur espère pouvoir compenser par un rendement proportionnel sur son investissement qui passe par son implication dans les principales décisions stratégiques et souvent opérationnelles des entreprises partenaires. Les capital risqueurs (CR) ne sont donc pas là pour gérer l'entreprise, mais pour stimuler son développement par un appui stratégique actif et une implication constructive, faisant bénéficier les entrepreneurs de leurs expériences et de leur réseau d'affaires.

Toutefois, cette implication active n'a pas toujours porté tous ces fruits. Au cours de la période 2002-2004, l'industrie du capital de risque au Québec a généré des rendements faibles et une baisse importante des investissements¹. Jusqu'à tout récemment, la performance et le volume des investissements dans l'industrie du capital de risque se sont légèrement accrus. Cette évolution positive s'est inversée depuis les dernières statistiques publiées en 2008. Le marché du capital de risque a connu un ralentissement au Québec et au Canada. Selon les données compilées par Thomson Reuters pour Réseau Capital, du 1^{er} janvier au 30 septembre 2008, l'industrie du capital de risque a investi un peu plus de 1 milliard de dollars au Canada, soit 33% de moins que l'année précédente, et 266 millions de dollars au Québec, soit 41 % de moins que pour la même période en 2007. Selon la même source (Thomson Reuters pour Réseau Capital), pour toute l'année 2008, les niveaux d'activité du capital-risque (C-R) ont diminué sur une base internationale en 2008. Le Québec n'y échappe pas et a vu son activité transactionnelle ralentir de 46 %, 349 millions de dollars ayant été investis au total en comparaison de 642 millions en 2007. Le nombre de compagnies québécoises financées par du C-R a totalisé 141, en baisse de 26 %. Les auteurs de ce bilan soulignent que ces résultats sont parmi les plus bas depuis le milieu des années 90. Comme relevé dans le précédent rapport², ces situations de baisse du niveau d'investissement et de performance dans l'industrie du

¹ Rapport de l'étude sur : « Situation et enjeux du capital risque au Québec » publié le 12 novembre 2003. Étude menée par SECOR et Ernst & Young pour le compte de la société générale de financement (SGF).

² *Ibid.*

capital de risque conduisent habituellement les CR à plus diriger leurs nouveaux investissements vers de nouvelles rondes de financement des entreprises partenaires que vers la recherche de nouvelles entreprises. Elles poussent également les CR à renforcer leur capacité à apporter de la valeur ajoutée aux entreprises partenaires. Il apparaît donc nécessaire de continuer à produire une meilleure connaissance de l'étape post-investissement peu explorée dans la littérature sur le capital de risque.

La présente communication explore la surveillance exercée par le CR dans sa relation avec l'entrepreneur. La question principale de cette recherche se pose en ces termes : comment les CR organisent la surveillance, particulièrement financière et opérationnelle, des entreprises partenaires de façon à contribuer à leur succès? Elle a pour finalité d'explicitier ou de mieux appréhender les mécanismes, les méthodes et les outils de surveillance développés par les CR dans le but de renforcer leurs capacités dans le processus de création de valeur pour les entreprises partenaires.

Pour répondre à cette question principale de recherche, notre communication traite dans une première partie du contexte théorique et empirique qui guide notre réflexion sur la surveillance des investissements. La deuxième partie précise le cadre opératoire ou méthodologique retenue pour répondre à la question. La troisième et dernière partie détaille les résultats de la recherche. Elle présente une analyse inter-cas afin de dégager les similitudes et les différences au niveau de la surveillance des entreprises partenaires.

2. Contexte théorique et empirique

2.1 Cadre d'analyse de la théorie de l'agence

La théorie de l'agence a émergé à partir des années 1970 lorsque fut abandonnée ou relâchée l'une des hypothèses fondamentales de la théorie économique, celle de l'information parfaite, gratuite et à laquelle tout un chacun aurait pareillement accès (Jacquillart, 2008). L'unité d'analyse de cette théorie est le contrat qui régit la relation entre le principal (capital risqueur) et l'agent (l'entrepreneur). Cette théorie suppose l'incertitude de la décision économique, la non observabilité ou la difficulté d'observer les efforts produits par les agents économiques, les coûts d'établissement et d'exécution des contrats non nuls. En effet, les individus vont chercher à profiter de l'incomplétude des contrats et de la non observabilité des efforts, éventuellement, au détriment des autres parties contractantes. Tous ces comportements opportunistes et leur anticipation engendrent des coûts d'agence. Charreaux (1999) rappelle que les conflits et les coûts d'agence sont de nature précontractuelle ou post contractuelle et trouvent leur origine dans l'asymétrie d'information et dans l'impossibilité de rédiger des contrats complets en raison de la rationalité et de l'incertitude. Fort de ce postulat, l'une des implications de la relation d'agence est celle relative à la surveillance ou au contrôle (monitoring) du mandataire (l'entrepreneur) afin que ce dernier défende les intérêts de son mandant de préférence aux siens. Cette théorie de l'agence inspire largement la plupart des travaux qui portent sur la gouvernance des entreprises. La relation entre CR et entrepreneur est très souvent abordée selon la perspective de la théorie de l'agence (Barney, Busenitz, Fiet, et Moesel, 1989 ; Sahlman, 1990 ; Sapienza et Gupta, 1994, etc.).

Barney *et al.* (1989) caractérisent la relation entre les CR et les entreprises partenaires par différents niveaux d'incertitude et d'opportunisme potentiels. Ils étendent cette logique de gouvernance à la relation entre les CR et les entreprises partenaires afin de développer une théorie du suivi et du contrôle des participations dans les entreprises. Pour adapter cette

théorie à relation entre CR et entrepreneur, ils reprennent l'argument développé par Williamson (1975, 1979) selon lequel les mécanismes de gouvernance émergent afin de protéger les parties en situation d'échanges économiques, d'événements imprévus ou d'actions opportunistes qui peuvent avoir des effets défavorables sur le plan économique. Barney *et al.* (1989) constatent que dans les conditions où l'incertitude et l'opportunisme sont probables, le risque de conséquences économiques défavorables est grand et les parties en situation d'échange établissent des mécanismes de gouvernance pour se protéger. Ces mécanismes permettent de suivre le comportement de chacun et de contrôler les actions des parties dans l'échange. Par exemple, dans la phase de négociation et de structuration de la transaction, les CR sont disposés à équilibrer le besoin de suivi et de contrôle supplémentaire pour se protéger contre le risque d'incertitude ou risque d'affaires et d'opportunisme ou risque d'agence. C'est essentiellement pour ces deux risques, risque d'affaires et risque d'agence, que les CR s'impliquent dans le suivi et le contrôle de leur investissement. Autrement dit, la volonté de réduire le risque d'affaire et la menace d'opportunisme justifient globalement l'implication des CR dans le suivi et le contrôle des entreprises (Sapienza et Timmons, 1989).

2.1.1 Risque d'affaires et risque d'agence

Le risque d'affaires ou de marché a été décrit dans la littérature sur la stratégie comme le degré d'incertitude lié à l'obtention d'un avantage concurrentiel et dû à des facteurs environnementaux. Il est aussi relatif à l'incertitude sur l'atteinte du retour sur investissement dû à l'environnement compétitif (Barney *et al.*, 1989; Fiet, 1995). Fiet (1995) souligne que ce risque ne peut être observé directement; ses indicateurs potentiels les plus courants sont : l'obsolescence technique, la présence d'une multitude des compétiteurs, les nouveaux concurrents potentiels, l'existence des produits ou de services substitués, la faiblesse de la demande du produit ou du service et l'attractivité du marché.

Le risque d'agence, quant à lui, reflète la probabilité que les dirigeants de la nouvelle entreprise entreprennent des actions pour leur intérêt personnel ou prennent des décisions qui sont incohérentes ou en contradiction avec l'objectif de maximisation de l'avoir des actionnaires (Jensen et Meckling, 1976). Il réfère aussi au risque que l'aptitude ou la capacité des dirigeants à gérer avec succès l'entreprise soit plus faible que ce qui avait été escompté par les CR au début de l'investissement (Admati et Pfleiderer, 1994; Sapienza et Gupta, 1994). Fiet (1995) énumère les indicateurs potentiels du risque d'agence : la malhonnêteté potentielle des entrepreneurs ; les entrepreneurs qui disposent de plus d'information que les SCR ; la grande distance à parcourir entre le CR et l'entreprise ; la recherche de l'intérêt personnel par l'entrepreneur ; le nombre d'entreprises à suivre par les SCR, ce qui accroît la portée du suivi et décroît le temps qui peut être dispensé pour la surveillance.

En somme, les CR peuvent réduire ces deux risques par un suivi et une surveillance ou contrôle des entreprises du portefeuille. Ainsi, plus les risques d'affaire et d'agence associés à une entreprise du portefeuille sont élevés, plus le suivi et le contrôle des actions des dirigeants ainsi que la relation entre la SCR et l'entreprise seront détaillés, approfondis et intensifs (Sapienza et Timmons, 1989). Autrement dit, plus l'asymétrie d'information est forte, plus la surveillance des CR est forte.

Dès lors, il importe d'étudier comment la théorie de l'agence s'occupe de la résolution de deux types de problèmes qui reposent sur l'asymétrie informationnelle : le problème de sélection adverse ou opportunisme ex-ante et le problème du risque moral fondé sur l'opportunisme ex-

post des individus. Notre recherche s'intéresse particulièrement à l'étape post-investissement, et donc à l'opportunisme ex-post.

Le risque moral suppose que la relation entre l'agent et le principal est biaisée du fait de l'antagonisme des intérêts de deux parties. L'agent, individu rationnel, va chercher à maximiser ses propres intérêts. L'hypothèse de la rationalité n'exclut pas l'existence d'individus opportunistes. Le concept d'aléa moral ou de risque moral résume bien ce type de conflit d'agence. Essentiellement, l'aléa moral ou risque moral est un risque ex-post, c'est-à-dire ultérieur à la signature du contrat et qui suppose qu'un agent (l'entrepreneur) ayant signé le contrat puisse être difficilement contrôlable par le principal (l'investisseur institutionnel ou le CR). L'agent peut ne pas faire tous les efforts auxquels le principal s'attend. Par conséquent, il adopte un comportement différent de celui que le principal aurait souhaité ou un comportement non conforme à ce que stipule le contrat.

Par ailleurs, même si le principal et l'agent s'engagent à maximiser la richesse des actionnaires, il peut aussi exister des désaccords récurrents sur les priorités opérationnelles (Sapienza et Gupta, 1994). Ainsi, l'entrepreneur peut par exemple choisir de ne pas divulguer certaines mauvaises nouvelles ou des résultats décevants pour éviter d'être remplacé ou congédié par le CR ou encore pour éviter que celle-ci ne se retire de l'entreprise. De même, Sapienza et Korsgaard (1996) constatent que l'entrepreneur peut exceptionnellement dissimuler les bonnes nouvelles ou performances afin d'éviter une hausse de prix de rachat des actions du CR. En revanche, Reid (1996) souligne que l'asymétrie d'information peut aussi exister du côté du CR. À cause de son expérience, de son réseau de contacts et de son expertise en matière d'évaluation d'entreprises, le CR peut aussi dissimuler certaines informations à l'entrepreneur sur la valeur réelle de l'entreprise lors des négociations ultérieures de refinancement.

Concrètement, les pratiques courantes utilisées par les CR pour réduire le risque moral sont : la participation minoritaire; l'échelonnement du financement; la multiplicité des clauses contractuelles; le financement sous forme d'actions privilégiées convertibles ou non, les débentures; la participation au conseil d'administration; le remplacement des dirigeants; et la surveillance de la performance opérationnelle et financière. Cette dernière pratique est celle qui est explorée dans cette communication dont l'objectif est, faut-il le rappeler, de voir comment se déroule la surveillance des entreprises partenaires.

Mais auparavant, comment la littérature financière aborde la notion de surveillance des entreprises ? La surveillance repose habituellement sur l'analyse financière qui peut être considérée comme un art de décryptage et d'interprétation. Colasse (1999) rapporte que ses praticiens usent volontiers de la métaphore médicale pour décrire l'objectif de l'analyse financière. Ainsi, ils parlent notamment de la santé financière d'une entreprise, de ses « pathologies » et des « symptômes » qui les annoncent ou les accompagnent, des « prescriptions » et des « remèdes » à mettre en œuvre pour les traiter, de ses chances de guérison, de ses risques de « rechute » (Colasse, 1999). Son principal instrument est la comparaison. La fiabilité de ses conclusions dépend à la fois de la qualité des informations qui nourrissent ses comparaisons et de la capacité d'interprétation de l'analyste. Une bonne analyse financière, poursuit Colasse (1999), exige une parfaite connaissance de l'entreprise étudiée, une interprétation prudente des ratios financiers et des outils appropriés dont le choix dépend de l'objectif poursuivi ainsi qu'une certaine expertise. L'analyse financière est généralement appréhendée à l'aide d'une approche par les ratios, la valeur prise par ceux-ci

étant surveillée très souvent de façon attentive. C'est une méthode relative de l'analyse de la performance d'une entreprise.

Bien que les recherches aient montré l'utilité des ratios financiers, ceux-ci ne sont pas totalement adaptés à tous les contextes. Par exemple, le banquier peut trouver son compte dans l'utilisation des ratios pour l'étude d'un crédit. En revanche, le CR ne peut se contenter des ratios parce qu'ils mettent plus l'accent sur l'aspect financier, alors que lui a besoin de considérer l'entreprise comme un ensemble de sous-systèmes interdépendants (production, marketing, personnel, financier, etc.). Ainsi, les difficultés du sous-système financier peuvent résulter des difficultés nées dans un ou plusieurs sous-systèmes de l'entreprise. Ils peuvent par exemple provenir des modifications structurelles. D'autres techniques ou outils permettent de mieux prévoir les difficultés ou la défaillance des entreprises. Ces modèles de prévision de défaillance ont été développés dans la littérature. Ils postulent que la défaillance d'une entreprise peut être prévue longtemps à l'avance. C'est généralement deux ans après leur création que la mortalité des jeunes entreprises est la plus forte (Devèze, Couret et Hirigoyen, 2001).

En définitive, la théorie de l'agence et l'analyse financière donnent plusieurs éclairages sur la relation entre CR et les entrepreneurs à l'étape post-investissement. Elles présentent une diversité de pratiques ou de contenu en matière de surveillance exercée par les CR. Il convient alors d'approfondir la compréhension de la surveillance post-investissement en nous appuyant sur une démarche méthodologique structurée et adaptée.

3. Méthodologie de la recherche

La démarche s'inscrit dans une recherche exploratoire dont l'objectif est de poursuivre l'analyse et l'identification des pratiques de surveillance des investissements par les CR. Pour cela, nous avons procédé par une stratégie de recherche inductive qualitative par études de cas. La recherche a été menée auprès de cinq CR ayant investi dans cinq entreprises du secteur manufacturier parvenues au stade de croissance ou de maturité. Les données ont été collectées par entrevues semi - dirigées auprès de professionnels chevronnés des CR et d'entrepreneurs ayant bénéficié du financement par capital de risque. Ces derniers ont été interrogés sur la façon dont ils s'impliquent dans les entreprises en portefeuille. Par ailleurs, nous avons choisi de nous entretenir avec le même CR ou la même équipe de CR qui a vécu le processus de suivi ou qui était en charge du suivi des entreprises retenues pour le compte de la ou les sociétés de capital de risque.

De même, les entrepreneurs ayant bénéficié du financement de ces CR ont été mis à contribution afin d'apporter leur regard sur les activités d'implication des CR. Ce contact direct entre les interviewés et nous a favorisé un degré de flexibilité qui nous a permis de reformuler en tout temps nos questions, de préciser le sens des mots et d'observer le non verbal. De cette façon, l'étude en profondeur de cinq cas d'entreprises suivies par cinq CR nous a fourni la quantité et la profondeur de l'information nécessaire à la validation des déterminants tirées de la littérature et à l'émergence de pratiques de surveillance utilisées par les CR dans les entreprises partenaires.

Le choix des CR et des entreprises a été fait par échantillonnage théorique de cinq SCR et cinq entreprises partenaires. Ainsi, trois CR retenus étaient des CR institutionnels de grande taille (CR1, CR2, CR3) en termes de structure organisationnelle, de volume d'investissement et de portefeuille d'entreprises. Elles investissaient dans tous les secteurs d'activité et dans

tous les stades de développement d'une entreprise. Les deux autres étaient des CR privés ou indépendant (CR4, CR5) de petite taille en termes de structure organisationnelle, de volume d'investissement et de portefeuille dont l'une investissait uniquement dans le secteur manufacturier et l'autre dans tous les secteurs. Dans le cas des entreprises partenaires, nous avons retenu cinq entreprises appartenant au secteur manufacturier. Toutes ces entreprises étaient rendues à l'étape de croissance ou de maturité. Cet échantillon d'entreprises était reparti suivant les critères d'excellence ou de médiocrité, en termes de rendement et de dynamique relationnelle, déterminés par les CR. Ainsi, parmi les cinq entreprises, il y avait une qui était considérée comme un dossier excellent autant sur le plan du rendement que sur celui de la qualité des relations entretenues entre l'entrepreneur et les CR. Trois autres entreprises étaient considérées comme des dossiers moyens en terme de rendement et la dernière retenue était considérée comme un dossier médiocre sur le plan du rendement et celui de la qualité des relations entretenues entre l'entrepreneur et les CR.

Une fois que les cinq CR ont accepté de participer à l'étude, il a fallu procéder à la collecte des données sur le terrain. Auprès de toutes les personnes ressources, nous avons procédé par plusieurs méthodes de collecte de données : les entrevues semi-dirigées, les mémos, la grille heuristique, les observations non participantes (c'est-à-dire que nous avons assisté à des réunions de travail regroupant les CR en charge du suivi des dossiers d'entreprises) et l'analyse documentaire. Pour cette dernière méthode, nous avons pu collecter les documents nécessaires à notre étude (les correspondances entre les capitaux-risqueurs et les dirigeants des entreprises, les rapports de suivi des CR, le modèle ou rapport de suivi utilisé, les procès verbaux des conseils d'administration, les rapports annuels, les états financiers, les rapports d'évaluation, etc.). De même, nous avons bâti à partir de la littérature et de la problématique managériale un protocole d'entrevue précis et standardisé pour la collecte de données pour chacun des CR et des entreprises partenaires rencontrées. Cette démarche a permis d'assurer en partie la validité des données issues des entrevues. Dans le cadre de notre recherche, toutes les données provenant des entrevues, des observations et des documents recueillis pour rédiger des cas ont été analysées. Cette analyse s'est faite progressivement, à différents niveaux et à différentes étapes de la recherche. Elle s'est faite au fur et à mesure que nous collectons et rassemblions les données.

Les entrevues ont été enregistrées et ont été par la suite transcrites avant d'être analysées en fonction des méthodes interprétatives qualitatives. Au total, nous avons rencontré 17 personnes dont 14 CR et 3 entrepreneurs dont ceux de ABC, JKL et de UVP. Par ailleurs, les notes prises, les documents collectés et les retranscriptions d'entretiens ont été lus, annotés et interprétés par nos soins tout en nous appuyant sur les principaux outils reconnus tels que la codification et la catégorisation (Miles et Huberman, 1994). L'utilisation du logiciel NVIVO version 8 a facilité l'analyse du contenu.

Ainsi, nous avons étudié le cas du CR1 comme cas « pilote ». Ce dernier a été analysé en profondeur. Les résultats tirés de ce premier cas ont été comparés à ceux tirés de la revue de la littérature et de la problématique. Ces résultats nous ont permis d'enrichir la littérature sur la surveillance des investissements dans le contexte des relations entre SCR et entrepreneurs. Ensuite, nous avons poursuivi la collecte et l'analyse des autres cas considérés comme des cas de « réplique ». À chaque fois, il s'agissait de voir l'apport de chaque nouveau cas à nos précédents résultats, qui se sont d'ailleurs considérablement modifiés suite à l'analyse en profondeur intra - cas et inter - cas.

4. Résultats et discussions

4.1 La surveillance

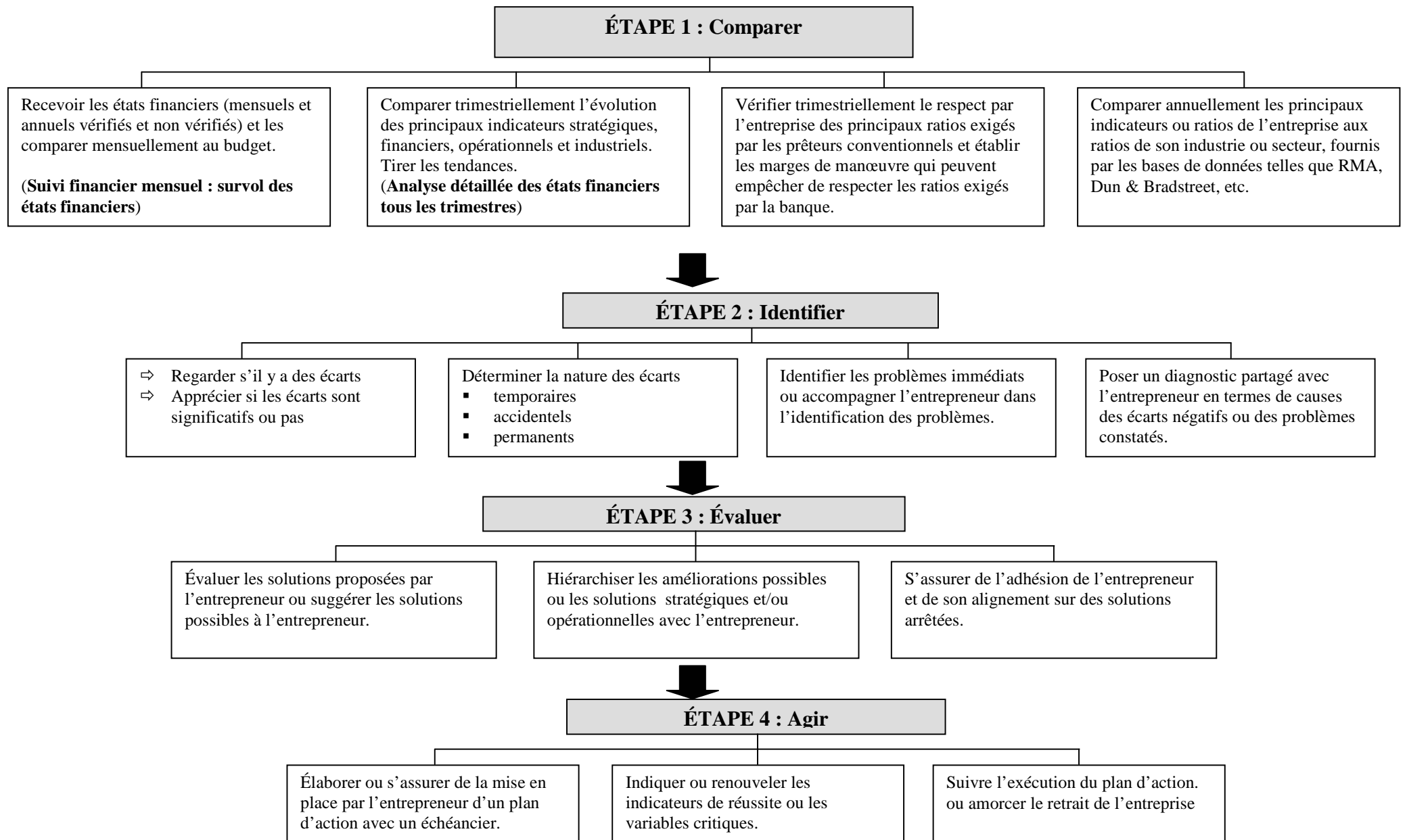
Les CR surveillent de la même façon toutes les entreprises partenaires retenues dans le cadre de notre recherche. Le processus de surveillance commence généralement par une étape de type financier dont l'objectif est de comparer le budget aux réalisations. Puis, en cas d'écart défavorable ou négatif, le professionnel doit vérifier si ces écarts sont temporaires, accidentels, ou récurrents. Bref, il doit essayer de comprendre les raisons des écarts. Pour cela, il utilise principalement les outils d'analyse financière combinés quelquefois à l'analyse de l'information sur le marché ou sur l'industrie dans laquelle opère l'entreprise. La plupart du temps, l'explication des écarts peut trouver ses causes dans les problèmes internes de gestion tels les problèmes de gestion financière, de gestion de ressources humaines ou de gestion opérationnelle. Ces résultats rejoignent ceux de Laurin (2003) qui propose de compléter ou de renforcer le suivi traditionnel financier par l'utilisation d'un outil de suivi prédictif fondé sur l'analyse des processus d'opérations. Il part de la prémisse que « les rendements les plus élevés dans l'industrie du capital de risque découlent d'un processus d'amélioration des opérations, alors un fort accent devra être mis par les investisseurs sur cet aspect de la gestion du portefeuille ». Il ajoute que ce processus d'amélioration des opérations appuyé par le CR doit se faire avec l'entrepreneur. Ce travail, poursuit-il, peut prendre plusieurs formes et doit être adapté à chacune des situations. Ainsi, conclut-il, « il sera beaucoup plus facile de rencontrer cet objectif si le plan de valorisation est discuté avec l'entrepreneur dès les premières discussions au moment de l'investissement. Ceci doit lui être présenté comme un apport important de l'investisseur et non un moyen de contrôle ».

Enfin, en cas d'écarts négatifs, le CR doit voir ou apprécier comment l'entrepreneur entend corriger la situation. Il doit savoir quels sont les moyens que l'entrepreneur entend prendre, proposer, pour corriger la situation. Par ailleurs, le processus de surveillance peut aussi conduire à la réflexion sur l'amorce du retrait d'un investissement si le professionnel constate qu'il n'existe plus un potentiel de croissance dans cette entreprise permettant d'atteindre le rendement escompté. Aussi, le fait que les écarts négatifs soient persistants et irrémédiables, ou encore que l'environnement externe ne soit plus propice au développement de l'entreprise peut déclencher le processus de réflexion sur le retrait de l'investissement. Ainsi, en fin d'année, le CR1 fait une évaluation de son dossier afin de prendre la décision de poursuivre ou de se retirer du dossier. Advenant la prise de décision de se retirer d'une entreprise suite à l'évaluation, il importe de savoir ce que les CR pensent de l'entrepreneur. À ce sujet, nous constatons que la décision de retrait n'est pas prise au premier coup de tête. Des pistes d'améliorations ou des solutions sont envisagées afin de relancer l'entreprise.

Pour terminer, nous constatons que la surveillance est aussi fonction du type de véhicule de financement que le CR décide d'utiliser. Elle n'est pas faite de la même manière, selon que le CR a financé l'entreprise par le biais d'une prise de participation en actions ou par le biais de débentures ou de prêts. Ainsi, avec un financement par le biais de débentures ou de prêts, la surveillance est plus limitée à l'analyse financière.

En résumé, comme le montre la figure 1 ci-dessus la surveillance des investissements par les CR s'articule autour de 4 étapes successives et itératives : comparer, identifier, évaluer, agir.

Figure 1
Étapes de surveillance des entreprises partenaires par les CR



4.1.1 Les sources d'information

Nos résultats montrent que, pour pouvoir analyser ou suivre l'entreprise ou encore prendre de bonnes décisions, les CR s'appuient sur une série d'informations tirées de plusieurs sources. Un certain nombre de rapports sont demandés aux entrepreneurs par toutes les SCR lors du processus de surveillance. Certains sont demandés annuellement, d'autres à intervalle trimestriel ou mensuel.

En effet, la collecte et l'analyse de l'information relative à l'investissement se font généralement de façon périodique. Le genre et le niveau de détails des données recueillies à ce stade sont pratiquement identiques pour toutes les entreprises partenaires. Concrètement, les CR reçoivent le plan d'affaires établi généralement sur un horizon de trois ans et annuellement le budget de l'entreprise qui, d'une certaine façon, représente la mise à jour du plan d'affaires triennal. Ils reçoivent aussi mensuellement les états financiers non vérifiés et annuellement les états financiers vérifiés par des comptables agréés. Ils regardent alors les chiffres clés et comparent la performance réalisée au plan d'affaires. Ils demandent aussi les procès-verbaux des conseils d'administration. Dans certains cas, ils vont jusqu'à exiger que l'entrepreneur produise des commentaires sur les résultats trimestriels par rapport au budget.

Toutefois, nous avons noté que le retard dans la transmission des informations formelles pouvait être considéré comme un signal d'alarme par les CR. Ces derniers nous ont expliqué que ce retard envoyait le signal que l'entreprise a peut-être des problèmes ou que l'entreprise va mal ou encore que l'entrepreneur veut cacher des mauvaises nouvelles. Ce retard pouvait aussi amener les CR à remettre en cause la capacité de l'entrepreneur à bien gérer son entreprise ou à prendre de bonnes décisions. Ce retard pouvait aussi entacher ou même détruire la crédibilité de l'entrepreneur aux yeux des professionnels des SCR. Ces sources d'information formelles et prévues dans les conventions d'actionnaires se complétaient généralement par des sources d'information plus informelles.

Ainsi, les CR peuvent soit contacter par téléphone les dirigeants des entreprises, soit solliciter des rencontres avec ces dirigeants s'ils constatent que la performance courante de leurs entreprises ne rencontre pas les objectifs du plan d'affaires ou plus précisément du budget. Ils peuvent aussi, s'ils le jugent nécessaire, faire appel à des consultants extérieurs pour réexaminer certains aspects spécifiques du plan d'affaires.

Les CR collectent également les informations sur les entreprises partenaires par des moyens informels tels que, les interactions lors des CA, les visites d'entreprises et les contacts avec les administrateurs externes nommés au CA ou les autres administrateurs qui siègent au CA. La fréquence de ces contacts informels est assez importante. Malheureusement, nous n'avons pas pu évaluer la fréquence moyenne par mois ou par an consacré à chaque entreprise partenaire.

En résumé, les CR utilisent principalement les sources d'informations suivantes :

Sources formelles et internes à l'entreprise

1. Les états financiers (mensuel, annuel non vérifiés et vérifiés);
2. Le budget (budget d'exploitation, budget des immobilisations, etc.);
3. Le plan d'affaires triennal (mise à jour annuelle);
4. Les procès verbaux du conseil d'administration (après chaque séance du CA)
5. Les commentaires de la direction sur les résultats par rapport au budget et par rapport au plan stratégique;

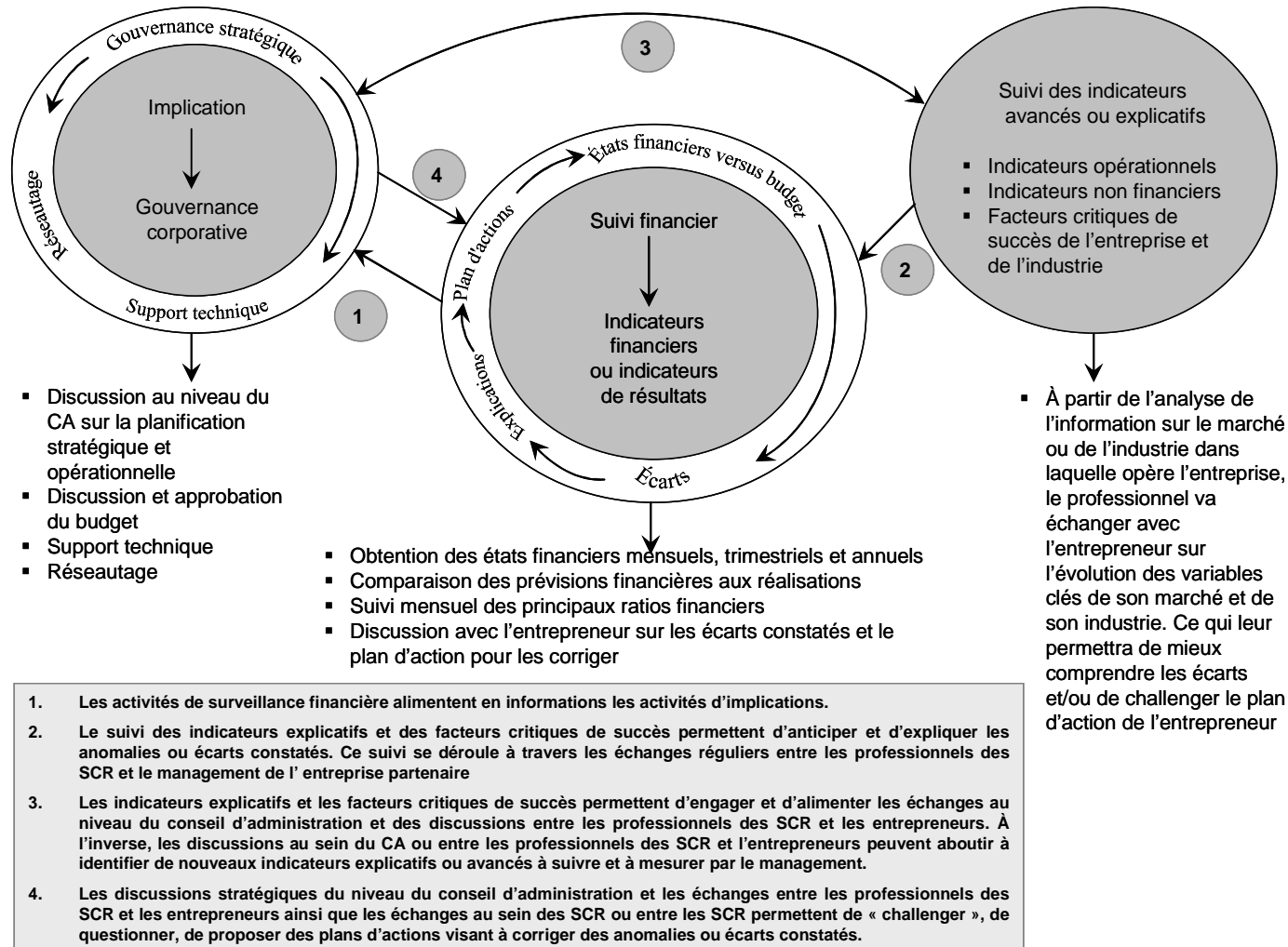
Sources informelles et externes à l'entreprise

1. Les administrateurs externes;
2. Les experts sectoriels des ministères au Québec ou au Canada, les consultants ou experts
3. Les bases de données (RMA, Dun & Bradstreet);
4. Les revues spécialisées, les associations sectorielles et spécialisées;
5. Les participations à des foires, salons;

Les quatre premières sources d'information sont des sources primaires prévues dans les conventions de partenariat entre les CR et les entrepreneurs. Les autres sources sont secondaires et permettent souvent de valider ou de confronter l'information tirée des sources primaires. Toutefois, il nous a paru que les documents exigés pouvaient être perçus par les entrepreneurs comme étant des éléments contraignants. D'ailleurs, un des entrepreneurs interviewés a reconnu que les documents à fournir aux CR demandaient beaucoup de temps, surtout lorsqu'ils y avaient plusieurs CR qui avaient des besoins en informations souvent différents. À cet égard, nos répondants au sein des CR ont indiqué que le nombre ou le type de documents exigés ne sont pas particulièrement contraignants dans la mesure où ces entreprises partenaires produisent déjà la plupart de ces documents pour leurs propres besoins internes de gestion et aussi pour ceux de leurs banquiers. Évidemment, ça peut le devenir lorsque les CR demandent aux dirigeants de l'entreprise de produire un rapport trimestriel ou un commentaire de la direction sur les résultats trimestriels par rapport au budget ou par rapport au plan stratégique. Nous avons remarqué que dans certains cas les professionnels le demandent et dans d'autres ils ne le font pas. De même, les entreprises de notre échantillon qui ont dégagé d'excellents rendements ont fourni naturellement les commentaires sur les résultats trimestriels. En revanche, dans les dossiers plus difficiles, comme celui de XYZ ou de JKL, nous avons constaté que les CR exigeaient mensuellement et parfois toutes les deux semaines les commentaires de la direction sur l'évolution de l'entreprise.

Nous pouvons donc conclure que, selon la nature et la performance d'une entreprise, les sources d'information utilisées par les CR peuvent varier. Ainsi, les dossiers les plus difficiles exigent des informations approfondies, mieux élaborées et tirées de plusieurs sources. Comme on peut le constater dans la figure 2 ci-dessus, les sources d'information des SCR sont essentiellement financières. Elles permettent aux professionnels de faire un survol financier mensuel et de procéder trimestriellement et annuellement à l'analyse financière et quelque fois à l'analyse des secteurs d'activité des entreprises.

Figure 2
Sources d'information des CR dans le cadre de surveillance



4.1.2 Les outils d'analyse

Nos résultats montrent que le principal outil utilisé par les CR pour analyser ou suivre la performance de l'entreprise est l'analyse financière. La quasi-totalité des CR interrogés accorde une attention particulière à l'analyse de la liquidité et de la solvabilité de l'entreprise. Les ratios utilisés sont approximativement les mêmes quelle que soit le CR retenu. Ce qui diffère d'une CR à l'autre n'est pas la liste des ratios surveillés mais plutôt la latitude des CR vis-à-vis du respect de l'orthodoxie financière. Les CR institutionnels de notre échantillon sont très rigoureux en matière de respect de l'orthodoxie financière. Certaines ont même conçu des modèles qui permettent de discriminer les entreprises partenaires selon les résultats qu'elles obtiennent en combinant une série de ratios. Ainsi, pour le CR1, les outils d'analyse se résument à une utilisation des cotes de risque. En effet, les CR1 cotent les dossiers d'entreprise. Cette cote est basée sur le calcul de 4 ratios : rentabilité par rapport à ses actifs, le fonds de roulement, la structure financière et la capacité de remboursement par rapport à ses créanciers.

Pour un autre CR, l'un des premiers signes de défaillance des entreprises est le retard dans la présentation mensuelle des comptes de gestion. L'autre signe est la violation de la convention d'actionnaires. De même, la situation des « *cash flows* » de l'entreprise est contrôlée avec beaucoup d'attention. Plus précisément, les professionnels de ce CR conçoivent leur rôle comme celui de découvrir rapidement les problèmes financiers imminents, de décider si l'entreprise vaut la peine d'être sauvée. Ils doivent être aussi prêts à élaborer des solutions de refinancement acceptables par toutes les parties (dirigeants et autres actionnaires). Bref, selon ces CR, l'identification des problèmes dans les entreprises par les CR se résume essentiellement à faire de l'analyse financière. En effet, si la situation financière n'est pas convenable, les CR regardent les budgets et les réalisations poste par poste. Ils vérifient principalement les ventes, les dépenses courantes et exceptionnelles, le niveau des stocks, les comptes clients, etc.

Bref, les principaux ratios régulièrement surveillés par les CR de notre échantillon sont les suivants :

1. Le ratio de fonds de roulement;
2. Le ratio d'endettement;
3. Le ratio de la dette total/avoir;
4. Le ratio dettes à long terme/avoir;
5. Le ratio dette/avoir exigé;
6. Les ratios de rentabilité;
7. les ratios de gestion (beaucoup plus analysés en fin d'année).

Par ailleurs, dans le cas spécifique des entreprises du secteur traditionnel, un des indicateurs qui attire plus l'attention des CR, c'est l'utilisation de la marge de crédit. L'analyse de la marge de crédit va permettre aux professionnels d'évaluer la marge de manœuvre de l'entreprise.

Toutefois, bien que l'analyse financière paraisse indispensable, elle s'avère, selon certains CR, insuffisante pour suivre le risque ou la performance de l'entreprise partenaire. Alors, pour avoir une meilleure image de l'entreprise et mieux cerner les difficultés actuelles ou potentielles, les CR combinent l'analyse financière à bien d'autres d'analyses de type

sectorielle ou conjoncturelle de façon à disposer d'une image économique de l'entreprise et de ses perspectives de croissance ou de développement les plus complètes possibles.

4.1.3 Les outils de surveillance

Nos résultats indiquent qu'il y a deux CR institutionnels (CR1 et CR2) parmi les cinq retenues qui disposent d'un véritable outil de suivi du risque et d'analyse des points critiques. Cet outil de surveillance comprend l'information détaillée sur les faits et hypothèses qui créent la valeur de l'entreprise. Les professionnels de ces CR expliquent que cet outil leur permet de développer une meilleure compréhension des éléments sous-jacents à la performance financière, qui, à son tour, se traduit par des indicateurs mesurables composants leur tableau de bord. Selon les CR interrogés, ce tableau de bord a pour objectif de leur permettre d'intervenir très tôt dans le processus de suivi. C'est le principal outil utilisé par les CR pour appréhender le risque.

Le modèle opérationnel de tableau de bord de surveillance à valeur ajoutée qui se dégage de l'analyse des données recueillies comprend six étapes successives et itératives :

1. Identifier les enjeux et les risques du dossier;
2. Établir le plan de valeur ajoutée en fonction des enjeux du dossier;
3. Établir les paramètres en fonction des résultats visés;
4. Lier les paramètres de suivi aux indicateurs explicatifs et aux indicateurs de résultats;
5. Évaluer la performance réalisée par l'entreprise et analyser les écarts;
6. Élaborer un plan d'action avec un échéancier.

5. Conclusion

Le contexte théorique développé dans notre recherche constitue sans aucun doute une meilleure tentative de compréhension et conceptualisation de la surveillance exercée par les CR dans les entreprises partenaires. L'analyse de nos résultats montre que la surveillance implique un processus de surveillance, des sources d'information, des outils d'analyse et les outils de surveillance. Elle repose essentiellement sur une surveillance financière et opérationnelle. Celle-ci se caractérise par une comparaison entre les résultats financiers et le budget afin de détecter les écarts de réalisation par rapport aux budgets et/ou au plan d'affaires. Toutefois, l'anticipation des problèmes ne se fait pas uniquement quand les écarts négatifs sont constatés entre les résultats financiers et les budgets. Elle découle aussi de l'analyse ou de la lecture de l'environnement industriel et concurrentiel dans lequel opère l'entrepreneur. Pour cela, les CR établissent des outils tels que le rapport ou le tableau de bord de suivi qui consigne l'évolution des principaux éléments financiers et des variables critiques de succès de l'entreprise. Notons tout de même que seules deux CR sur les cinq étudiées disposent des outils ou des mécanismes formels qui leur permettent d'avoir des éléments qui les amènent à anticiper les problèmes ou risques auxquels peuvent être confrontées les entreprises. D'autres aspects non financiers sont également à surveiller : le conflit des actionnaires, le conseil d'administration absent ou déficient, le climat de travail, le départ imprévu d'un haut dirigeant ou d'une personne clé, le changement dans les relations bancaires, les événements externes (fusions et acquisitions, guerre des prix sur le marché).

Notons pour terminer que notre recherche se veut exploratoire et présente certaines limites d'ordre méthodologique qui pourrait réduire sa généralisation. Le faible nombre d'entrepreneurs interrogés s'explique par le fait que nous nous sommes concentrés plus sur

l'activité de surveillance telle qu'elle a été exécutée et vécue par les CR. Le faible nombre de cas peut être considéré comme une limite, sauf que notre recherche vise une généralisation de nature analytique et non statistique. Il aurait également été intéressant de vivre tout le processus de surveillance d'une entreprise partenaire d'un CR. Cette limite a été réduite par la consultation de la documentation archivée par les CR qui nous a permis de reconstituer le processus de surveillance et de compléter les entrevues réalisées sur le terrain. Cette recherche ouvre un débat sur la capacité des CR à surveiller les entreprises dans une perspective de contribution ou de renforcement de la valeur ajoutée qu'uniquement de protection de leur investissement.

Bibliographie

- Admati, A. R. et Pfleiderer, P. (1994). Robust financial contracting and role of venture capitalists. *Journal of Finance*, 49(2), 371-402.
- Arthurs, J. D. et Busenitz, L. W. (2003). The Boundaries and Limitations of Agency Theory and Stewardship Theory in the Venture Capitalist/Entrepreneurship Relationship, *Entrepreneurial Theory and Practice*, 28, 145-162.
- Barney, J. B., Busenitz, L., Fiet, J. O. et Moesel, D. (1989). The Structure of Venture Capital Governance: An Organizational Economic Analysis of Relations Between Capital Firms and New Ventures. Best Papers Proceedings of the Annual Meeting of the *Academy of Management*, Washington, D.C. 64-68.
- Barney, J. B., Busenitz, L., Fiet, J. O. et Moesel, D. (1996). New Venture Teams' Assessment of Learning Assistance from Venture Capital Firms. *Journal of Business Venturing*, 11, 257-272.
- Bertonèche, M. et Vickery, L. (1987). *Le capital-risque*. Paris, Presses Universitaires de France.
- Chang, S.J. (2004). Venture Capital Financing, Strategic Alliances, and the Initial Public Offerings of Internet Startups, *Journal of Business Venturing*, 19, 721-741.
- Charreaux, G. (1999). La théorie positive de l'agence : une synthèse de la littérature. In Koenig (dir.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Coll. Gestion, Paris : Economica, 61-141.
- Colasse, B. (1999). *L'analyse financière de l'entreprise*. Coll. Repères, Paris : La Découverte, 117 p.
- Devèze, J., Couret, A. et Hirigoyen, G. (2001) *Lamy Droit du financement*. Paris : les Éditions Lamy (éd. 2001).
- Fiet, J.O. (1995a), Reliance Upon Informants in the Venture Capital Industry. *Journal of Business Venturing*, 10(3), 195-223.
- Fiet, J.O. (1995b), Risk avoidance strategies in venture capital markets. *Journal of Management Studies*, 32(4), 551-573.
- Jensen, M. C. et Meckling, W. (1976), Theory of the Firm : Managerial behavior agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kaplan, R. et Norton, D. (2003), *Comment utiliser le tableau de bord prospectif*. Paris : Editions d'Organisations. 423 p.
- Landström, H. (1993),. Agency theory and its applications to small firm : Evidence from the Swedish Venture Capital market. *Journal of Small Business Finance*, 2, (3), 203-218.
- Laurin, G. (2003), *Créer et bâtir la valeur avec l'entrepreneur*. Communication présentée en octobre 2003 lors du cours Réseau Capital de l'association du capital de risque du Québec.
- Miles, M. B. et Huberman, A. M. (1994). *Qualitative data analysis*. 2nd ed. Sage Publication.
- Morris, M. H., Watling, J. W. et Schindehutte, M. (2000). Venture Capitalist involvement in portfolio companies: insights from South Africa. *Small Business Management*, 38(3), 68-77.
- Reid, G. C. (1996). Fast growing small entrepreneurial firms and their venture capital backers : an applied principal-agent analysis. *Small Business Economics*, 8, 235-248.

- Sahlman, W. A. (1990). The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, 2, 473-521.
- Sapienza, H. J. (1992), When do Venture Capitalist add Value? *Journal of Business Venturing*, 7(1), 9-27.
- Sapienza, H. J. et Amason, A. C. et Manigart, S. (1994). The level and nature of venture capitalist involvement in their portfolio companies : A study of the three European countries. *Managerial Finance*, 20(1), 3-17.
- Sapienza, H. J. et Gupta, A. K. (1994), Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1618-1632.
- Sapienza, H. J. et Korsgaard, M. (1996).The Role of procedural justice in entrepreneur-venture capital relations. *Academy of Management Journal*, 39, 544-574.
- Sapienza, H. J. et Timmons, J. A. (1989), The Role of Venture Capitalists in New Ventures: What Determines their Importance. Best proceedings, *Academy of Management annual Conference*, August, 74-78.
- Secor et Ernst & Young (2003). *Situation et enjeux du capital risque au Québec*. Rapport de recherche préparé pour la société générale de financement (SGF).
- Sweeting, R.C. et Wong, C. F. (1997), A UK 'hands-off' venture capital firm and the handling of post-investment investor-investee relationship. *Journal of Management Studies*, 34(1), 125-152.
- Thomson Financial (2008). Bilan de l'industrie québécoise du capital de risque en 2008. Consulté le 05 mai 2008 sur le site de Réseau capital. <http://www.reseaucapital.com/Statistiques.php>
- Williamson, O. E. (1975), *Markets and Hierarchies* : Analysis and Antitrust Implications, New York, The Free Press.
- Williamson, O. E. (1979), Transaction cost economics: the governance of contractual relations. *Journal of Law and Economics*, 22, 233-261.
- Yin, R. (2003), *Case Study Research : Design and Methods*. 3rd edition. Applied Social Research Methods, series 5 Thousand Oaks, California : Sage Publication.