

# RÉSUMÉ

Thèse de DBA  
Université de Sherbrooke, janvier 2008

Étude exploratoire du suivi des investissements réalisés dans le secteur traditionnel  
par les sociétés de capital de risque

par  
Théophile Serge Nomo

Jean Desrochers, directeur de recherche

Le financement des entreprises est un sujet très important pour l'ensemble des intervenants du marché financier. Le capital de risque constitue l'une des sources de financement des PME dont la principale caractéristique est le partenariat actif offert par les professionnels des SCR aux entrepreneurs. Toutefois, cette implication active n'a pas porté tous ces fruits. Au cours de la période 2002-2004, l'industrie du capital de risque au Québec a généré des rendements faibles, voire négatifs. Cette situation a poussé les SCR à questionner non seulement leurs pratiques de sélection, mais aussi celles de suivi des investissements. De même, les récents écrits académiques et professionnels ont mis en perspective l'importance de l'étape post-investissement dans la création de valeur pour les entreprises partenaires.

La présente thèse explore alors le suivi des investissements réalisés par les SCR. À cet effet, elle vise à mieux appréhender le suivi des investissements par les SCR afin d'en dégager une meilleure compréhension de leur apport dans le but de renforcer les capacités de leurs professionnels dans le processus de création de valeur pour les entreprises partenaires.

En effet, la question principale de cette recherche se pose en ces termes : *comment les professionnels des SCR peuvent-ils améliorer le suivi des investissements, de telle sorte qu'en optimisant leurs relations formelles et informelles, ils puissent contribuer au succès des entreprises partenaires?* Elle a pour finalité d'explicitier les modes de suivi

post-investissement des SCR à partir de l'étude des activités des professionnels des SCR en charge du suivi post-investissement réalisé par les SCR.

Pour répondre à ces questions, nous avons élaboré un cadre opératoire qui a permis de dégager, de clarifier et de raffiner les différents concepts, variables, modèles et cadres d'analyses adaptés au suivi des investissements par les professionnels des SCR. Notre souci permanent a été de donner plus de vigueur et de rigueur en éprouvant leur pertinence pratique dans le contexte du suivi des investissements. Les différents modèles ont donc été confrontés aux réalités des professionnels des SCR. Ces derniers ont été interrogés sur la façon dont ils gèrent, structurent et contrôlent le suivi de façon à ajouter plus de valeur à leurs investissements. De même, les entrepreneurs ayant bénéficié du financement de ces SCR ont été mis à contribution afin d'apporter leur regard sur le suivi des investissements par les professionnels des SCR. 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 SCR nous a fourni la quantité et la profondeur de l'information nécessaire à la compréhension du suivi post-investissement.

Le choix des SCR et des entreprises a été fait par échantillonnage théorique de cinq SCR et cinq entreprises partenaires. Ainsi, trois SCR retenues étaient des SCR institutionnelles de grande taille 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 SCR privées ou indépendantes 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 SCR. 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 professionnels des SCR. Trois autres entreprises étaient considérées comme des dossiers moyens en termes de rendement et la dernière retenue était considérée comme un dossier médiocre autant sur le plan du rendement que sur celui de la qualité des relations entretenues entre l'entrepreneur et les professionnels des SCR.

Nous avons étudié le cas de la SCR1 comme cas « pilote ». Ce dernier a été analysé en profondeur. Les résultats tirés de ce premier cas ont été comparés au cadre conceptuel initial élaboré à partir de la revue de la littérature et de la problématique managériale. Ces résultats nous ont permis d'enrichir le modèle initial. Ensuite, nous avons poursuivi la collecte et l'analyse des autres cas considérés comme des cas de « répliation ». À chaque fois, il s'agissait de voir l'apport de chaque nouveau cas au modèle conceptuel, qui s'est d'ailleurs considérablement modifié suite à l'analyse en profondeur intra - cas et inter - cas. Les cas de SCR suivants ont été successivement abordés : SCR2, SCR3, SCR4 et SCR5.

Les entrevues ont été enregistrées et ont été par la suite transcrites avant d'être analysées en fonction des méthodes interprétatives qualitatives. 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 (Huberman et Miles, 1994). À ce sujet, l'utilisation de la base de données Semiotexte développée par Cyr (2002) a facilité notre analyse de contenu.

La présente thèse définit le suivi post-investissement comme un ensemble d'activités mises en place par les SCR pour s'assurer que les objectifs préétablis sont poursuivis et atteints par les dirigeants de l'entreprise, et pour réagir, au plus vite, à l'occurrence d'un évènement indésirable. Ce qui suppose des moyens de mesure et d'évaluation de la performance ainsi que des moyens d'action au niveau opérationnel, organisationnel ou stratégique. Le suivi nécessite donc une coordination et une coopération entre les partenaires pour la mise en place des moyens de mesure et d'évaluation de la performance ainsi que pour le déploiement des actions correctrices.

Les résultats de la recherche ont permis de constater qu'il n'y a pas de modèle standard de suivi pour toutes les SCR, mais qu'il existe des variables ou activités de suivi qu'on rencontre dans tous les cas des SCR. Ce sont : *la dynamique relationnelle, la surveillance et l'implication*. Ces trois activités, reliées entre elles, favorisent l'apport de la valeur ajoutée aux investissements et facilitent, dans une certaine mesure, l'atteinte de la sortie et des rendements visés par les SCR et les entrepreneurs. Elles sont sous-tendues par la coexistence et la complémentarité de l'approche rationnelle et de l'approche sociopolitique pendant tout le processus de suivi des investissements. Préalablement au processus de suivi, se situe une étape fondamentale et préliminaire qui est l'analyse du plan d'affaires et des résultats de la vérification diligente. Elle permet au professionnel de comprendre le contexte général de l'entreprise, d'évaluer les risques dus au secteur d'activité et aux caractéristiques générales de l'entreprise et d'identifier les variables ou facteurs critiques de succès. Cette étape préliminaire est revue annuellement afin de repositionner l'entreprise.

En outre, les résultats de cette recherche montrent que la dynamique relationnelle consiste à développer des interactions entre les différentes parties impliquées dans une entreprise partenaire (professionnels d'une ou de plusieurs SCR, l'entrepreneur, les administrateurs externes). La dynamique relationnelle repose sur les interactions fructueuses entre les différents acteurs impliqués dans le succès du partenariat entre les SCR et les PME. Elle s'articule autour des quatre axes communicationnels suivants : la communication entre les professionnels des SCR et les entrepreneurs; la communication entre les professionnels des SCR et leurs représentants au conseil d'administration; la communication au sein de la SCR et la communication entre les professionnels des SCR co-investisseurs dans une même entreprise. Ces interactions fournissent à ces différentes parties une perspective plus approfondie de leur base de connaissance, et par conséquent, renforcent l'importance et l'étendue de la valeur ajoutée qu'elles peuvent apporter à l'entreprise. Toutefois, le degré d'impact et d'importance de ces interactions varie selon le profil de chaque SCR. Par exemple, toutes les SCR ne disposent pas de la même structure organisationnelle qui puisse leur permettre d'agir sur tous les quatre axes.

De même, les résultats indiquent que les professionnels des SCR procèdent aux activités de surveillance auprès des entreprises partenaires. Ces activités de surveillance sont réalisées par le biais d'outils d'analyse et de suivi. Les professionnels des SCR utilisent à peu près les mêmes processus et outils d'analyse. Ces derniers sont fortement inspirés de l'analyse financière classique. Toutefois, seules deux parmi les cinq SCR (SCR1 et SCR2) rencontrées mettent, depuis l'étape d'investissement, formellement et systématiquement, en perspective les dimensions opérationnelles et les variables critiques de succès dans leurs activités de surveillance. Celles-ci impliquent alors l'identification des indicateurs explicatifs et des indicateurs de résultats. Les trois autres SCR font ce type de suivi principalement lors des échanges informels ou lors des séances du conseil d'administration. Elles ne disposent pas de tableaux de bord internes qui leur permettent de suivre méthodiquement les aspects opérationnels et critiques de l'entreprise. En outre, l'étude révèle que dans le cas des entreprises en difficulté, la fréquence de surveillance augmente et les nouveaux indicateurs peuvent être ajoutés ou demandés lors du *reporting* effectué par l'entreprise. Finalement, les résultats montrent que les activités de surveillance ne sont pas directement associées à la création de valeur aux investissements. Elles alimentent en informations les activités d'implication en vue d'apporter de la valeur ajoutée aux entreprises.

Par ailleurs, les résultats de la recherche expliquent l'influence des facteurs tels que le profil biographique et stratégique de l'entrepreneur, la qualité de la dynamique relationnelle, la qualité de l'équipe de direction, le type de SCR, le type de véhicule de financement, la nature des écarts et la nature de l'entreprise sur le mode de suivi des investissements par les SCR, plus particulièrement au niveau de l'implication. Ils montrent que l'implication des professionnels de la SCR passe par l'intensité des activités de valeur ajoutée telles que l'accompagnement stratégique de l'entrepreneur, l'identification des problèmes et l'aide à la correction des anomalies constatées dans l'entreprise, le réseautage, le soutien technique dans les projets d'acquisition. Ces résultats indiquent aussi que l'impact de l'implication des professionnels dépend de l'ouverture des entrepreneurs à leurs critiques, suggestions et conseils. Ceci suppose alors que la dynamique relationnelle et l'implication facilitent l'amélioration de la performance d'une entreprise partenaire.

Notons toutefois que ce ne sont pas les seuls facteurs qui affectent la performance d'une entreprise partenaire.

La recherche identifie aussi les pistes d'amélioration du suivi d'investissement utiles au succès du partenariat SCR-PME, qui se traduit par la création de valeur pour les investissements en portefeuille. Ces améliorations renvoient à plusieurs aspects tels que le souhait des entrepreneurs de voir les professionnels des SCR mieux communiquer et éclaircir, à l'étape de l'investissement, la nature et la forme de leur implication ou intervention; le suivi plus strict des enjeux ou variables critiques de succès de l'entreprise; l'implication des professionnels des SCR dans l'élaboration des outils de gestion des facteurs externes, souvent préjudiciables au succès de l'entreprise.

Enfin, les résultats de la recherche ont une contribution théorique et pratique. Ainsi, sur le plan théorique, ils dégagent un modèle « enraciné » de suivi qui se structure autour des trois variables imbriquées suivantes : *la dynamique relationnelle, la surveillance et l'implication*. Ce modèle est un cadre conceptuel pour structurer et piloter le suivi avec une perspective réelle de création de valeur. Il peut donc être considéré comme un cadre « référentiel » de suivi à valeur ajoutée dans le contexte de la relation SCR – PME. Sur le plan pratique, la recherche fournit aux professionnels des SCR une approche de travail et des conseils pratiques pour structurer et gérer efficacement le suivi post-investissement. Elle apporte quelques outils opérationnels de gestion du suivi tels que le cadre processuel de surveillance et le tableau de bord de suivi de la performance. Ces outils peuvent servir de point de référence aux professionnels des SCR qui cherchent à évaluer et à améliorer leurs pratiques.