

Relation Entrepreneur - Business Angel et création de valeur : l'exemple du cas ATE

Gilles CERTHOUX

mail : gcerthoux@audencia.com

Professeur associé entrepreneuriat et marketing, AUDENCIA Nantes,

8 route de la Jonelière, 44312 Nantes Cedex 3.

Tel : 33 - (0)2 40 37 34 89

Résumé :

L'objet de cet article est d'explorer, à partir d'une étude de cas, la démarche suivie par un entrepreneur pour « choisir » l'investisseur le plus à même de lui apporter les ressources nécessaires au développement de son entreprise . Si la relation entrepreneur - investisseur est souvent perçue sous un angle conflictuel générant des coûts d'agence, le cas étudié illustre les apports d'une relation établie sur la coopération et la confiance entre les deux parties. L'entrepreneur, après avoir évalué ses besoins en « capital pertinent » (apports financiers plus compétences, accès à un réseau et implication de l'investisseur à ses côtés) (« relevant capital » Saetre 2003), identifie et convainc l'investisseur capable de lui apporter cette ressource.

En prenant appui sur un cas réel (investissement de Business Angels dans une entreprise en phase de création) comme terrain d'analyse, nous montrerons que le Business Angel est l'investisseur le plus capable de pouvoir établir ce type de relation avec l'entrepreneur. Cette recherche montre que la valeur créée au cours de cette relation provient des « gains de compétences » (Charreaux 2006). Elle repose sur deux paramètres :

- *un entrepreneur conscient de ses besoins et souhaitant instituer une relation de confiance*
- *un investisseur capable d'apporter les ressources recherchées par l'entrepreneur.*

Mots-clés : *Business Angel, gouvernance, entrepreneur, étude de cas, coopération, confiance, « gain de compétences », « capital pertinent », théorie de l'agence, théorie de l'intendance*

Relation Entrepreneur - Business Angel et création de valeur : l'exemple du cas ATE

Résumé :

L'objet de cet article est d'explorer, à partir d'une étude de cas, la démarche suivie par un entrepreneur pour « choisir » l'investisseur le plus à même de lui apporter les ressources nécessaires au développement de son entreprise . Si la relation entrepreneur - investisseur est souvent perçue à travers un aspect conflictuel générant des coûts d'agence, le cas étudié illustre les apports d'une relation établie sur la coopération et la confiance entre les deux parties. L'entrepreneur, après avoir évalué ses besoins en « capital pertinent » (apports financiers plus compétences, accès à un réseau et implication de l'investisseur à ses côtés) (« relevant capital » Saetre 2003), identifie et convainc l'investisseur capable de lui apporter cette ressource.

En prenant appui sur un cas réel (investissement de Business Angels dans une entreprise en phase de création) comme terrain d'analyse, nous montrerons que le Business Angel est l'investisseur le plus capable de pouvoir établir ce type de relation avec l'entrepreneur. Cette recherche montre que la valeur créée au cours de cette relation provient des « gains de compétences » (Charreaux 2006). Elle repose sur deux paramètres :

- un entrepreneur conscient de ses besoins et souhaitant instituer une relation de confiance*
- un investisseur capable d'apporter les ressources recherchées par l'entrepreneur.*

Mots-clés : *Business Angel, gouvernance, entrepreneur, étude de cas, coopération, confiance, « gain de compétences », « capital pertinent », théorie de l'agence, théorie de l'intendance*

Introduction :

Une opération de financement par capital-risque est un modèle spécifique de gouvernement d'entreprise (Stéphany, 2003; Van den Berghe & Levreau, 2002). « Cette spécificité repose sur

- les caractéristiques des entreprises financées : des entreprises en création ou en croissance non cotées sur les marchés financiers
- les pratiques du métier :
 - o les évaluations préalables à l'investissement,
 - o le contrat liant investisseur et entrepreneur
 - o la volonté de suivi et de partenariat avec le dirigeant » (Stéphany, p 154)

Ce type d'investissement amène régulièrement à se poser des questions relatives aux :

- relations qui s'établissent entre l'entrepreneur et l'investisseur
- critères utilisés par l'investisseur pour financer le démarrage de l'entreprise

Nous souhaitons élargir le champs de cette deuxième question en nous demandant si dans certain cas l'entrepreneur peut être amené à « choisir » l'investisseur. Nous pensons que ce processus de financement n'est pas toujours « dominé » par l'investisseur et que l'entrepreneur possède un degré de liberté. Nous chercherons alors à savoir quel processus de « choix » suit ce dernier et si la relation qui s'établit alors entre entrepreneur et investisseur permet de créer de la valeur. En effet les deux parties peuvent décider de coopérer dans un environnement souvent présenté comme favorisant les comportements non coopératifs . De même que l'entrepreneur peut ne pas adopter un comportement opportuniste ce qui évite la mise en place de procédures lourdes de contrôle pour faire face aux différents types de risques (asymétrie d'information , risque moral et sélection adverse).

Nous avons choisi de nous intéresser à la relation Entrepreneur(E) - Investisseur(I) et plus particulièrement Business Angel (BA) dans une entreprise en création .

La définition du BA retenue dans ce travail s'inspire de celles proposées par Aernoudt (1999, 2001) et Van Osnabrugge & Robinson (2000) : « c'est une personne physique qui investit une partie de son patrimoine personnel directement dans une entreprise souvent en phase d'amorçage. Elle met fréquemment à la disposition de l'entrepreneur ses compétences, son expérience et son réseau relationnel. Elle n'a pas de liens familiaux avec le(s) créateur(s)-dirigeant(s) de cette entreprise ». Pour Sorheim & Landström (2001), « le BA se caractérise pour un fort degré d'investissement ainsi que par la maîtrise de compétences importantes. Il peut apporter à la fois des connaissances et des savoir-faire aux entreprises dans lesquelles il

investit ». De nombreux travaux¹ montrent que le BA a tendance à s'impliquer fortement auprès de l'entrepreneur pour l'aider à développer sa structure.

Le comportement du BA (implication auprès de l'entrepreneur, apport de compétences et de savoir-faire) souligne notre problématique : l'entrepreneur ne va-t-il pas rechercher ce type d'investisseur capable de lui apporter les ressources autres que financières nécessaires au développement de son entreprise ? Cela sous-entend qu'il aura auparavant procédé à l'analyse des compétences et des ressources possédées et manquantes pour assurer le développement de son entreprise. S'il souhaite pouvoir bénéficier de ces ressources, l'entrepreneur devra adopter un comportement coopératif générant ainsi la confiance entre les deux parties.

Nous examinerons dans une première partie quelle approche théorique est la mieux à même d'expliquer cette relation à travers une revue de littérature.

La deuxième partie, reposant sur un cas, illustrera notre approche. Nous justifierons au plan méthodologique le choix d'une étude de cas et présenterons la méthode de recueil de l'information. Ce cas montre la démarche mise en place par un entrepreneur pour choisir les investisseurs (Capital-Investisseur : CI et BA) les plus « pertinents » pour contribuer au financement et au développement de son entreprise. Nous étudierons comment il a cherché à établir la confiance pour en faire un levier de gouvernance qui va jouer un rôle important dans le processus de création de valeur.

Dans une troisième partie, nous montrerons que les différentes étapes de cette dynamique peuvent être analysées par les travaux sur le « capital pertinent » (*relevant capital*, Saetre 2003), sur la coopération (Cable & Shane, 1997) et sur la confiance dans la relation investisseur – entrepreneur (Krieger, 2001 ; Sheperd & Zacharakis, 2001) et sur la gouvernance « comportementale » (Charreaux, 2006).

1. Les relations entre BA et entrepreneur : les insuffisances des théories de l'agence et de l'intendance .

L'investissement actionnarial d'un BA comporte une implication forte de l'investisseur auprès de l'entreprise. Nous commencerons par rappeler les caractéristiques de cette forme

¹ Certhoux G., Zenou E., (2006) : « Gouvernance et dynamique de l'actionnariat en situation entrepreneuriale : le cas des Business Angels » *Revue de l'Entrepreneuriat* vol. 5 n°1, tableau 1 : Références bibliographiques présentant les spécificités du comportement des BA (p 25-26)

particulière d'actionnariat. Cette implication pose question quant au rôle même de l'actionnaire auprès de l'entreprise accompagnée et de son dirigeant .

1.1. Les spécificités du Business Angel : un investisseur impliqué

Les BA représentent une composante importante du processus de financement de la création d'entreprises notamment en phase d'amorçage². Plusieurs travaux montrent que les BA (du moins certains d'entre eux) envisagent leur rôle d'investisseur non pas uniquement sous l'angle disciplinaire classique mais comme apporteur de leurs connaissances et compétences pour aider les entrepreneurs à créer de la valeur³. Différents facteurs peuvent expliquer cette spécificité :

- des motivations autant personnelles (« plaisir » de rester impliqué dans la vie des affaires en aidant des entrepreneurs à créer et à développer leur entreprise) et « sociales » (aider à créer des emplois et à dynamiser l'économie locale) que financières,
- une implication forte dans la vie de l'entreprise .
- une expérience de créateur et de manager permettant un bon contact avec le porteur du projet, l'apport de conseils et la mise en relation avec son réseau,
- une proximité géographique des investissements permettant des contacts fréquents,
- des investissements effectués plutôt en phase d'amorçage et de création dans des secteurs dans lesquels ils ont pu avoir une expérience professionnelle.

Une étude⁴ montre que les BA français s'impliquent auprès des dirigeants des entreprises dans lesquelles ils investissent, ils le font de surcroît bénévolement dans la majorité des cas. Leur expérience professionnelle leur donne a priori une légitimité pour accompagner le dirigeant. Ils prennent des risques en investissant en phase de création, période durant laquelle l'entrepreneur a besoin d'être aidé. La sélection de leurs investissements repose sur la dimension « humaine » notamment la capacité de l'entrepreneur à leur inspirer confiance et sur sa compétence sectorielle plus que sur les caractéristiques du projet. Un travail de Paul & al. (2004) confirme ce comportement : « *They contrast the "pseudo-rational" approach of venture capitalists with the approach of business angels which they describe as being based on the "psychological attraction between willing partners" ».*

² Aernoudt (1999), Van Osnabrugge (2000), Van Osnabrugge et Robinson (2000), De Noble (2001), Bygrave et al. (2001).

³ Cf. note 1

⁴ Etude réalisée en 2004 par France Angels sur un échantillon de 116 BA interrogés.

Ces différents travaux montrent que le comportement du BA a un impact sur la gouvernance des entreprises financées. Son implication l'amène souvent à dépasser ce « seul » rôle d'actionnaire pour devenir un véritable accompagnant du dirigeant. Le risque inhérent à ce type de comportement est que le BA soit tenté, dans certaines circonstances, de se substituer à l'entrepreneur « pour diriger à sa place ». Son statut d'actionnaire « renforcé » par son implication et son expérience professionnelle sont autant d'éléments qui peuvent l'amener progressivement à prétendre être un « patron-bis » de l'entreprise. Des conflits peuvent apparaître et l'entrepreneur peut être amené à adopter un comportement opportuniste. Cette attitude s'explique par une divergence des objectifs ou du moins dans la façon de les traduire en décisions stratégiques. Les théories traditionnelles du gouvernement d'entreprise permettent-elles d'apporter un éclairage à cette relation complexe entre entrepreneur et BA ?

1.2. Les insuffisances du modèle classique de gouvernance

1.2.1. Les limites de la théorie de l'agence

La théorie de l'agence s'impose comme un paradigme permettant d'expliquer la relation E- BA notamment parce qu'elle aborde les implications de la séparation de la propriété financière et du contrôle (Jensen & Meckling, 1976) . La définition de la *relation d'agence* donnée par Ross (1973)⁵ pose que l'agent et le principal ont des fonctions d'utilité différentes et qu'ils agissent de façon à maximiser leurs utilités respectives. De là l'élément fondateur induisant la nécessité d'aligner le comportement du dirigeant – l'agent – sur les intérêts des actionnaires – le principal – : les *coûts d'agence*, bien connus dans la littérature liée à la théorie de l'agence.

Cependant une hypothèse limite la pertinence de cette théorie comme explicative de cette relation . En effet il est admis que les objectifs entre l'investisseur et l'entrepreneur sont divergents et que ce dernier doit être contrôlé pour l'inciter à agir pour le bien de l'entreprise de façon à maximiser les intérêts de l'investisseur. « L'entrepreneur serait alors un « flemmard » (*deadbeat*) ou un voleur potentiel et l'investisseur un policier chargé de faire respecter la loi » (Arthurs & Busenitz, 2003). D'autre part , les coûts d'agence ne sont pas identiques à chaque étape de la création et du développement de l'entreprise. Nous distinguerons deux périodes : avant et après l'investissement . La probabilité d'avoir des coûts

⁵ « Une relation d'agence survient entre deux parties lorsque l'une d'elles, désignées comme l'agent, agit au nom ou en tant que représentant de l'autre, désignée comme le principal dans le domaine particulier des domaines décisionnels » (Ross, 1973).

d'agence semble être plus importante dans la phase pré-investissement que dans la phase post-investissement.

- avant l'investissement :

Durant cette période , les objectifs des deux parties peuvent être divergents; l'investisseur est centré sur le processus de « due diligence » (analyse en profondeur du projet et des compétences de l'entrepreneur) afin de ne pas se tromper et l'entrepreneur sur la réussite de son entreprise.

Un investissement au capital d'une entreprise en création correspond à un investissement incertain⁶ (Ferrary, 2006). A ce stade le projet repose souvent sur un concept en phase de test, les ventes sont peu significatives car réalisées avec quelques clients « proches de l'entrepreneur qui souhaitent l'aider à démarrer son activité ». L'entrepreneur a formalisé son projet dans un business plan mais l'investisseur dispose de peu d'informations financières et commerciales qui lui permettraient de « probabiliser » la rentabilité et la possibilité de défaillance du projet. Il doit cependant évaluer une incertitude liée au marché, au produit et à l'entrepreneur (motivations, compétences et capacités managériales). Les informations auxquelles il va avoir accès sont en majorité tacites et diffuses. Leur caractère informel les rendent fortement personnalisées dans la mesure où leur valeur est plus liée à la qualité de l'émetteur (ici l'entrepreneur) qu'à l'information elle-même. Plusieurs rencontres vont être nécessaires pour lui permettre d'apprécier les compétences et la personnalité de l'entrepreneur. Ce dernier peut, cependant, avoir conscience de l'incertitude à laquelle est confrontée l'investisseur. Il peut, si cet investisseur est en mesure de lui apporter les ressources nécessaires, lui montrer sa volonté de collaborer pour le rassurer sur sa décision d'investir. Cela peut se traduire, par exemple, par une présentation de la façon dont il souhaite organiser et formaliser (voire contractualiser) la relation entre les deux parties. Il lui montre ainsi qu'il n'a pas l'intention d'adopter un comportement opportuniste notamment en cherchant à éviter les problèmes liés à l'asymétrie d'information.

- après l'investissement :

A priori les risques d'agence sont plus limités durant cette phase. Si l'investisseur a pris sa décision c'est qu'il est convaincu que l'entrepreneur et le projet sont intéressants. Pour limiter les risques qu'il perçoit encore, il va mettre en place, notamment à travers le pacte d'actionnaires, des procédures de contrôle et d'incitation. Des problèmes ponctuels peuvent apparaître si l'entrepreneur modifie effectivement son comportement ou si l'investisseur

⁶ Knight (1921) a montré qu'il existe deux natures d'incertitude, celle qui est mesurable : le *risque* et celle qui ne l'est pas : l'*incertain*

perçoit une modification de son attitude, par exemple lors d'une décision stratégique sur laquelle les deux parties ne sont pas d'accord.

Si la théorie de l'agence peut expliquer avec certaines limites la relation E-I avant l'investissement, son pouvoir explicatif nous semble être plus limité dans la période post investissement. Elle nous semble être trop centrée sur l'investisseur et ne pas suffisamment prendre en compte les motivations et la vision qu'a l'entrepreneur de son projet. Ce dernier souhaite la réussite de son entreprise et peut vouloir coopérer avec l'investisseur. Il n'a aucun intérêt à adopter un comportement opportuniste qui remettrait en cause cette coopération et le succès de sa société.

Si le pouvoir explicatif de la théorie de l'agence varie en fonction du temps (phases pré et post investissement), il est aussi nécessaire de distinguer les deux principaux acteurs de l'investissement en capital qui sont le BA et le CI. Ils utilisent deux approches différentes pour gérer leur relation avec l'entrepreneur et diminuer les coûts d'agence. Le CI privilégie une approche *ex ante* dans la gestion du risque, cette relation fait appel à la théorie agent principal. Le BA, pour sa part, se situe dans une vision *ex post* de cette relation qui repose sur la théorie des contrats incomplets (Hart 1995). La différence de comportement entre ces deux investisseurs peut s'expliquer de la façon suivante.

Le CI est confronté à une « double relation d'agence » dans laquelle il est à la fois l'agent et le principal. Il est l'agent dans la relation qu'il établit avec les investisseurs, ses mandants, qui vont lui apporter les capitaux nécessaires à la constitution de son fonds. Il se doit de leur « prouver » ses compétences pour les inciter à lui confier leurs capitaux. Il met en place une démarche très structurée et qui se veut « rassurante » pour sélectionner et analyser les projets. Il va aussi être très attentif à la rédaction des contrats qui vont lui permettre de contrôler le comportement de l'entrepreneur qu'il aura choisi de financer. Les résultats obtenus sur les projets qu'il a précédemment financés lui permettent d'acquérir une réputation et un savoir-faire qu'il va chercher à renforcer à chaque nouvelle affaire. En revanche il se retrouve en position de principal vis à vis de l'entrepreneur. La rigueur sur laquelle il a construit son image et son savoir-faire l'amène à être exigeant vis à vis de lui autant dans l'analyse du projet que dans la rédaction et l'application du contrat qui se doit d'être le plus exhaustif possible. Il cherche à anticiper au maximum les paramètres de la relation pour pouvoir les contrôler.

Le BA présente une différence structurelle importante par rapport au CI. Il investit son propre argent et n'a pas à « envoyer de signaux prouvant son professionnalisme ». Il pense d'autre part que la rédaction d'un contrat « exhaustif » est trop coûteuse car il est très difficile

d'identifier et de contrôler tous les paramètres. Cela est d'autant plus vrai que le BA investit souvent au en phase d'amorçage au moment où l'incertitude est importante . Une autre raison qui peut expliquer l'utilisation de la théorie des contrats incomplets repose sur l'asymétrie d'information. Une des deux parties peut s'abstenir d'introduire une clause dans un contrat car elle peut être perçue comme un signal pour l'autre en lui indiquant que cet évènement peut se produire (Spier 1992) ⁷.

La théorie de l'agence nous semble donc insuffisante pour expliquer avec précision la relation E-I. La théorie de l'intendance peut-elle combler les lacunes de la théorie de l'agence et expliquer plus fidèlement cette relation ?

1.2.2. La théorie de l'intendance (« stewardship theory ») comme alternative à la théorie de l'agence :

Il est tentant d'essayer d'expliquer la relation E-I en utilisant la théorie de l'intendance (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997 ; Donaldson & Davis 1991) et de voir si elle comble les lacunes observées précédemment notamment dans la phase post-investissement. Elle représente une approche antithétique à la théorie de l'agence en présentant l'intendant un peu comme l'opposé de l'agent. Au lieu d'essayer de « trahir » le principal comme en est soupçonné l'agent, l'intendant adopte un comportement centré sur l'organisation cherchant à en améliorer les performances et à satisfaire le principal. Il peut privilégier les intérêts de l'entreprise et du principal au détriment de ses intérêts personnels. L'intendant maximise sa fonction d'utilité quand ses objectifs sont convergents avec ceux du principal.

On peut penser que l'entrepreneur a pour intérêt personnel que son entreprise réussisse .Même si les objectifs des deux parties sont convergents, il existe un conflit potentiel lié à la façon de les traduire en terme de décisions stratégiques. L'entrepreneur et l'investisseur recherchent tous les deux la réussite de l'entreprise mais ils peuvent diverger sur la manière d'y parvenir. La théorie de l'intendance nous semble, elle aussi, ne pas être en mesure d'expliquer avec précision la relation E-I. Elle paraît être bien adaptée aux situations dans lesquelles les intérêts de l'intendant et du principal sont convergents. Cependant, elle n'explique pas la raison de cette convergence contrairement à la théorie de l'agence qui reconnaît que les intérêts de E et

⁷ Spier (1992) cité par Van Osnabrugge (2000) prend comme exemple le cas d'un athlète négociant un contrat avec un club de sport. « L'agent de l'athlète va lui conseiller de ne pas évoquer de clause relative à une blessure parce que le manager de l'équipe peut en déduire une probabilité plus forte pour cet athlète de se blesser et rendre de ce fait le contrat plus contraignant »

de I peuvent être divergents et qui cherche à montrer comment ils peuvent s'aligner (contrôle, incitations). D'autre part, elle considère que l'intendant (l'entrepreneur) ne privilégie pas son intérêt personnel. Les conflits éventuels entre l'entrepreneur et l'investisseur relèvent de « désaccords de bonne foi » (« *good-faith disagreements* », Arthurs & Busenitz 2003) et non pas d'un comportement opportuniste (hasard moral).

Les deux théories présentent des lacunes pour expliquer la relation E-I car elle donne de l'entrepreneur une image « caricaturale ». L'agent est montré sous un aspect négatif souvent à la limite d'adopter un comportement opportuniste. L'intendant est décrit de façon trop positive, toujours prêt à s'effacer devant les intérêts de l'entreprise et du principal. Nous pensons que ces théories sont insuffisantes pour expliquer la dynamique de la relation E-BA compte tenu des spécificités du BA. Comme nous l'avons souligné auparavant, le BA est un actionnaire particulièrement impliqué auprès du dirigeant. Cette implication caractérise une situation dans laquelle peuvent se développer les connaissances et compétences apportées par la BA, et leur complémentarité avec celles du dirigeant opérationnel. L'intégration de ces éléments constitue selon nous un élément riche d'explication de la dynamique de l'entrepreneur et du processus de création de valeur.

La situation que nous allons maintenant étudier, à travers le cas d'entreprise ATE, nous permet d'analyser la démarche adoptée par un entrepreneur pour convaincre des BA d'investir dans son projet et de lui apporter les compétences et ressources nécessaires à son développement.

2. Cadre empirique : l'étude de cas ATE

Nous allons analyser la situation de l'entreprise ATE⁸ dont le créateur M. Damice a construit sa recherche d'investisseurs en fonction à la fois des besoins financiers mais aussi des ressources et compétences nécessaires au développement de son projet.

M. Damice a eu une première expérience avec un actionnaire (QFD : société de capital-investissement régionale) entré au capital d'ATE fin 2005. M. Damice attendait que le représentant de QFD s'implique à ses côtés pour accélérer le développement de ATE mais QFD est resté un « actionnaire dormant ». Déçu par ce comportement, M. Damice a commencé à rechercher un nouvel investisseur. Sa recherche s'est orientée vers des

⁸ Les noms des différents intervenants et de l'entreprise ont été modifiés pour conserver leur anonymat.

actionnaires souhaitant s'impliquer dans le développement d'ATE et disposant des compétences nécessaires pour le faire. Il s'est assuré que les « futurs actionnaires » remplissaient ces deux conditions. Il a fait en sorte de les impliquer très tôt dans le processus de création ce qui a généré une coopération et une relation de confiance entre les deux parties. Charreaux (1998) note que le dirigeant ne subit pas passivement le système de gouvernance mais entretient avec ce dernier une relation dialectique. En choisissant les « bons investisseurs » i.e. des BA à même de lui apporter les compétences et ressources nécessaires et en les impliquant dans les choix stratégiques, il demeure au centre du processus de création de valeur générant des « gains de compétence » (Charreaux, 2005) .

Cette étude de cas va nous permettre de mettre en lumière les spécificités que représente ce type de relation, et les avantages réciproques que les deux parties retirent de cette collaboration créatrice de valeur. Nous montrerons que les théories de l'agence et de l'intendance sont insuffisantes pour expliquer la dynamique de cette relation qui repose sur une collaboration établie sur la confiance et « initiée » par l'entrepreneur.

2.1. Choix méthodologiques

La méthodologie de recherche retenue est une étude de cas, l'entreprise ATE. Une approche de type qualitatif est adaptée quand l'objectif est de comprendre le « pourquoi et le comment » (« *why and how* », Yin, 1984).

Le choix de l'étude de cas unique se justifie par son objet : « révéler un phénomène qui, sans être rare, n'était pas encore accessible à la communauté scientifique » (Yin, 1994 ; Hlady-Rispal, 2002, p.78). Selon Hlady-Rispal, cette méthode permet « une conceptualisation de l'objet » dont le but sera d'expliquer le phénomène et de produire des interprétations possibles. Les études de cas sont utilisées pour appréhender des phénomènes réputés complexes. La méthode des cas autorise des analyses fines en termes de processus (Jaouen, Loup et Sammut, 2006, p. 60). Hlady-Rispal (2002) affirme en s'appuyant sur les travaux de J.March *et al.* (1991) « que tout phénomène observé dans une seule organisation a potentiellement une portée générale » (p.80). Le choix de cette méthode ne remet pas en cause la portée de l'analyse. Notre recherche s'est donc appuyée sur une démarche exploratoire

L'opportunité de pouvoir observer la situation qui a servi pour ce cas et son évolution au cours du temps nous a amené à adopter une approche de type inductif. L'étude de ce processus dynamique d'investissement au sein d'une entreprise sur une période de sept mois

(octobre 2006 –avril 2007) explique cette approche itérative. Notre recherche a suivi plusieurs étapes :

- une première phase (octobre - décembre 2006) qui recouvre la période de pré investissement : présentation du projet par le porteur aux investisseurs potentiels, analyse du dossier par les BA ainsi que la décision d'investir : valorisation, négociations, rédaction du pacte d'actionnaires.
- une deuxième phase (janvier - avril 2007) qui correspond à la période post-investissement : nouveau mode de fonctionnement de l'entreprise faisant suite à l'entrée des BA au sein du capital, implication des BA auprès de l'entrepreneur avec notamment la présence de deux d'entre eux aux comités de direction .

Cette situation peut être qualifiée de « classique » en ce sens qu'elle ne diffère pas des processus d'investissements dans des sociétés observés lors de l'entrée de BA et/ou de CI (Van Osnabrugge et Robinson 2000).

Cette démarche est itérative car elle s'appuie à la fois sur des périodes d'observation, d'entretiens en profondeur et de revue de la littérature .

Les étapes de collecte et d'analyse de l'information se chevauchent et s'enrichissent mutuellement. Nous pouvons donc progressivement conceptualiser la situation observée.

Comme le souligne Avenier (2004), ce cheminement itératif est légitime dans une recherche qualitative, selon le principe de l'opportunisme méthodique défendu par Girin (1990).

L'entreprise étant en phase de création, les données disponibles étaient peu nombreuses .

Nous avons interrogé les BA et le dirigeant par entretiens individuels semi directifs.

L'interprétation de leurs discours permet de percevoir ce qui est important à leurs yeux.

Trois types de données secondaires ont été étudiées de façon approfondie :

- le business plan : il permet d'appréhender le projet sous différents aspects notamment le concept et son marché, la stratégie de développement et les besoins financiers
- le pacte d'actionnaires : il représente une source d'information importante pour l'objet de l'étude car il permet d'appréhender les droits et devoirs des deux parties et de pressentir les éventuelles causes de conflit. Ce pacte s'avère être « classique » en abordant les clauses de transmission autorisées et interdites de titres, les droits de cession et de retrait, la non dilution, la sortie forcée, l'introduction en bourse, les clauses de liquidité et de non garantie, les engagements particuliers (implication des dirigeants au sein de la société, non concurrence, promesse de vente), disposition dérogatoire liée à l'atteinte des

objectifs en terme de chiffre d'affaires et de résultat, l'administration de la société et l'information des investisseurs (éléments d'informations à fournir et période : documents réglementaires et de gestion, reporting, information sur des événements exceptionnels). Dans le cas de la société ATE , la fourniture d'informations étant mensuelle - trimestrielle -semestrielle et annuelle, le respect des premières échéances est un bon indicateur de la qualité de la relation et de la confiance établies entre les deux parties. En revanche le non respect de cette clause crée une asymétrie d'information préjudiciable aux actionnaires et peut générer un conflit d'agence.

- L'ordre du jour et les documents préparatoires aux comités de direction ainsi que les comptes rendus de ces comités . Cette source d'informations permet un suivi régulier des décisions stratégiques et de gestion de la société . Elle représente aujourd'hui plus de 300 pages de documents pour près de 15 heures de comité de direction. Elles sont classées par thèmes correspondant à l'ordre du jour des comités. Leur analyse permet de « mesurer » l'implication des BA au sein d'ATE et de comprendre les processus de décision selon que la proposition est entérinée, repoussée pour étude plus approfondie ou ajournée.

Des entretiens en profondeur ont été menés avec M. Damice fondateur de la société ATE ainsi qu'avec les deux BA présents aux comités de direction: M. Martin, président de la structure BAO Investissements (BAOI) regroupant des BA qui a investi dans ATE et M. Durand membre de BAOI. Une structure de capital-risque CIB est entrée au capital d'ATE en mars, son représentant M. Clère a lui aussi été interrogé. Le directeur de QFD a aussi été interviewé après une réunion avec M. Damice. Nous considérons que l'information recueillie au cours de cet entretien « informel » n'a pas la « fiabilité » de celle obtenue lors des entretiens en profondeur avec les intervenants cités précédemment.

Le guide d'entretien support de ces interviews était découpé en thèmes prédéfinis : les profils et compétences des BA et du dirigeant, l'activité, les raisons et motivations de l'investissement, la « perception » du pacte d'actionnaires, la vision du développement de ATE , la relation entre BA et dirigeant avant et après l'investissement (présence de deux BA au comité de direction mensuel) et son effet sur les deux parties. L'analyse des informations recueillies a été découpée en trois parties. Deux parties sont centrées respectivement sur chaque acteur. La troisième porte sur la relation entre le BA et le dirigeant et fait appel à

certaines informations issues des deux précédentes pour dégager une vision globale de la relation.

La teneur de ces interviews a évolué au cours du temps. Durant la première phase, ils ont permis de formaliser l'observation de la situation alors qu'au cours de la deuxième phase ils ont eu pour objectif de comprendre la relation dirigeant-BA.

Cette démarche nous semble présenter des garanties quant à la validité de l'analyse du cas pour les raisons suivantes :

- l'opportunité de pouvoir observer « de l'intérieur » la situation et son évolution au cours du temps permet de lever une des difficultés liées à l'identification des BA. Les travaux de Mason et Harrison (2000) et de San José, Roure et Aernoudt (2005) montrent qu'ils recherchent l'anonymat ou au moins la discrétion.
- l'information s'est enrichie au cours de ces différentes itérations.
- les entretiens ont pu être « validés » par l'analyse des documents et compte rendus des comités de direction. Cela permet de limiter le biais lié aux entretiens *a posteriori* durant lesquels les principaux acteurs peuvent être tentés de rationaliser leur comportement.
- les BA étudiés, selon la typologie de Sorheim et Landström (2001), sont de « purs Business Angels » qui présentent une forte activité d'investissement et un haut niveau de compétences. Cette catégorie d'investisseurs est selon ces deux auteurs la plus intéressante car ils présentent les « *best practices* ».
- la présence de BA au capital des sociétés en création les rend plus attractives pour les Capital Investisseurs (CI) selon Harrison et Mason (2000) et selon Madill, Haines et Riding (2005). L'implication des BA auprès des créateurs permet à ces derniers d'être plus efficaces lorsqu'ils rencontrent des CI pour participer au financement. La présence des BA dans le capital d'une entreprise représente une forme de « caution » pour les CI. Or nous nous trouvons dans ce cas de figure, en effet CIB a pris une participation au sein de l'entreprise en mars 2007 .

2.2. L'entreprise ATE et son créateur M. Damice : la naissance du concept

Ce premier paragraphe présente la genèse de l'entreprise ATE ainsi que l'expérience professionnelle de M. Damice. Son passé professionnel va lui permettre de repérer une opportunité qui donnera naissance à ATE.

ATE est une entreprise de distribution de produits de décoration, textile et arts de la table . Elle compte actuellement (avril 2007) 8 points de vente (6 en franchise et 2 en intégré) .

Avant de créer ATE, M. Damice a effectué le développement de la chaîne F&T (meubles et objets de décoration) sous forme de magasins en franchise.

Entre 1998 et 2003, M. Damice a ouvert 89 points de vente en France. Il devait rechercher des locaux et entreprendre les démarches pour en faire des magasins F&T. Il recrutait les futurs franchisés et après signature du contrat, les assistait pour les travaux d'aménagement, jusqu'à l'ouverture de leur point de vente.

Son expérience professionnelle a permis à M. Damice d'acquérir les compétences suivantes :

- capacité à identifier et à obtenir les emplacements commerciaux adaptés à l'activité de F&T . Cette compétence est reconnue car il est souvent contacté par les aménageurs d'espaces commerciaux ou par les agences spécialisées dans la vente d'emplacements commerciaux avant information officielle sur le marché.
- capacité à recruter et à convaincre les futurs franchisés de rejoindre la chaîne F&T

Il se définit lui même comme « un développeur qui a besoin parfois d'être freiné pour ne pas aller trop vite » .

Bénéficiant d'une opportunité fin 2004, il crée une société pour acquérir deux fonds de commerce à l'enseigne F&T . L'exploitation de ces deux points de vente lui permet d'avoir une connaissance plus approfondie des consommateurs. Il constate que certains articles contribuent proportionnellement plus au chiffre d'affaires que la part qu'ils occupent en terme de surface commerciale .

M. Damice y voit une opportunité de proposer un nouveau type de point de vente ce qui donne naissance au concept ATE .Il positionne ce concept autour d'une :

- offre de produits moyen de gamme à prix discount
- présentation des articles par univers de couleurs
- mise en situation des articles pour donner des idées au consommateur .

Un premier magasin intégré, géré par son fils, est ouvert pour tester et améliorer le concept.

M. Damice établit une stratégie de développement reposant sur la création de magasins en franchise et d'établissements intégrés avec un objectif d'une centaine en 2010.

A ce stade, plusieurs rubriques du business-plan reste incomplètes :

- le concept : la taille des points de vente, l'offre , la politique merchandising
- la répartition des magasins entre franchisés et intégrés
- les besoins financiers

M. Damice peut être qualifié d'entrepreneur car il possède cette capacité à identifier des opportunités. Il possède les compétences nécessaires pour développer un nouveau réseau à partir d'un concept : capacité à trouver les « bons » emplacements et à recruter les franchisés et les gérants. Il est conscient qu'il a plus un profil de développeur que de dirigeant notamment parce qu'il a des lacunes en finance et en gestion.

2.3. Le premier contact avec le capital-risque :

Ce deuxième paragraphe décrit l'arrivée au capital d'un investisseur qui a été convaincu par les qualités d'entrepreneur de M. Damice et l'intérêt du concept. Cependant une incompréhension va s'établir entre les deux parties. L'investisseur apporte des fonds alors que l'entrepreneur attend des fonds et un apport de compétences. C'est sur ce dernier point que le désaccord s'établit .

Fin 2005, QFD prend 22 % du capital pour un montant de 50 000 €

En plus de son apport de fonds et de son implication à ses côtés, M. Damice table sur le fait que la présence de QFD au sein du capital de ATE soit perçu comme un signal de qualité pour différents partenaires notamment les banques. A titre d'exemple plusieurs auteurs (Barry *et al.*,1990 ; Sapienza *et al.*,1996 ; Fernandez & Cobas, 1998) ont montré que la présence d'un CI permettait à l'entreprise de lever de nouvelles ressources financières auxquelles elle n'avait pas accès auparavant.

Les attentes de M. Damice sont rapidement déçues notamment lorsqu'une opportunité se présente. Il est informé, de façon privilégiée, qu'un réseau d'une quinzaine de points de vente situés dans le sud de la France est à vendre. Certains emplacements correspondent a priori à ceux recherchés par ATE. Il faut aller les visiter pour connaître ceux à garder et ceux à revendre. M. Damice attend de QDF qu'il l'aide à analyser et valoriser les points de vente et à monter le dossier de financement. Pour cela il propose au responsable du dossier ATE de l'accompagner dans cette visite de trois jours. M. Damice pense ainsi développer la relation sociale qui est pour Cable & Shane (1997) un des cinq facteurs permettant d'établir une coopération avec le CI. En effet trois jours ensemble devraient permettre de développer un « bon fit » ce qui est pour Sheperd & Zacharakis (2001) une condition permettant d'établir une confiance entre les deux parties. QDF ne répond pas à sa demande et l'opportunité s'envole. M. Damice prend conscience que QDF et lui « ne sont pas sur la même longueur

d'onde ». Pour lui « QFD est pire qu'un actionnaire dormant, c'est un actionnaire en coma profond ».

Les besoins en terme de fonds et de compétences d'ATE n'étant pas satisfaits, M. Damice décide en juin 2006 de rechercher de nouveaux partenaires.

M. Damice a besoin de capital pour financer le développement d'ATE mais il attend plus que cela de l'investisseur . Pour lui le capital n'est pas que financier, il attend une implication à ses côtés pour l'aider à développer l'entreprise. Pour cela, il est prêt à établir une relation sociale avec l'investisseur pour que leur collaboration soit efficace. QFD, n'ayant pas compris cette attente, est rejeté par M. Damice. Le directeur de QFD a confirmé avoir mal appréhendé ce dossier notamment par rapport à l'implication attendue auprès de M. Damice.

2.4. L'arrivée de BAO Investissements

Ce troisième paragraphe présente la démarche suivie par M. Damice pour « recruter » l'actionnaire correspondant à ses attentes. Son objectif est de créer de la valeur en s'appuyant sur les compétences apportées par cet actionnaire.

M. Damice rencontre plusieurs structures de CI et de BA. Pour certaines son dossier est trop « petit » alors que d'autres ne sont pas prêtes à s'impliquer autant qu'il le souhaite. Trois organisations sont cependant intéressées par son dossier. En octobre 2006 il contacte M. Martin président de BAOI . Cette structure, créée en 2003 par M. Martin, regroupe 27 BA à la fois nantais et parisiens. Elle investit sur des projets de création, en général en phase d'amorçage. En fonction de leur intérêt pour le dossier proposé, certains BA investissent aussi en nom propre. A cette époque, BAOI est présent au capital de dix sociétés ayant des activités dans des secteurs différents (technologie, presse, industrie de transformation, produits cosmétiques, logiciels). M. Martin a une bonne expérience du capital-investissement, il a réalisé plus de cinquante investissements personnels et en syndication dans des sociétés. Son expérience professionnelle (création et revente d'une société de bourse) lui permet d'appréhender la partie financière du projet (évaluation, prise de participation) et d'aider l'entrepreneur sur les montages financiers nécessaires au développement de l'entreprise. Il a su fédérer autour de lui des BA ayant des expériences professionnelles et sectorielles complémentaires pour créer BAOI. Les BA ont pour règle de s'impliquer bénévolement auprès des entrepreneurs financés par BAOI. M. Martin a appris à apprécier les compétences des porteurs de projet qui sont pour lui « les facteurs clés de succès de la réussite de l'entreprise ». Il valide ainsi l'approche de Harrison et Mason (2000) baptisée « principe du

jockey » qui veut que le « jockey » soit prépondérant sur le « cheval », en d'autres termes c'est l'homme qui l'emporte sur le projet .

Pour M. Damice, ce premier rendez-vous se passe bien car les deux BA qui le reçoivent lui « posent les bonnes questions sur son projet et le courant passe avec M. Martin ». Ce dernier apprécie M. Damice pour ses compétences d'entrepreneur et son expérience dans le réseau F&T mais pense « qu'il faut cadrer son tempérament de fonceur ». Le projet ATE lui paraît intéressant. Cet investissement, s'il se fait, permettra de diversifier le portefeuille de participations. M. Martin pense réduire le risque lié à cette participation pour deux raisons :

- un BA connaît ce secteur car il a effectué une partie de son activité professionnelle au sein de la grande distribution,
- ce secteur permet de répartir le risque entre activité proprement dite de distribution et immobilier commercial .

M. Martin est sensible aux attentes de M. Damice et à sa demande d'implication à ses côtés. S'impliquer aux côtés du dirigeant est la méthode de travail suivie par BAOI. M. Damice demande notamment que deux BA représentant BAOI soient présents à chaque comité de direction mensuel (il en fait presque une condition pour que BAOI puisse investir dans ATE).

Plusieurs rendez-vous se succèdent rapidement :

- visite du premier magasin ATE par M. Martin d'abord seul puis quelques jours après accompagné de trois BA,
- analyse détaillée du projet notamment par rapport aux besoins financiers,
- rencontre entre M. Martin et QFD pour étudier sa sortie du capital d 'ATE (M. Damice y est fortement attaché),
- présentation du dossier aux BA parisiens

Début janvier 2007, BAOI et 15 BA investissent 250 000 € représentant 40% du numéraire.

Afin de laisser la majorité à M. Damice deux propositions sont faites :

- priorité est donnée à la Financière Damice (société détenant les participations de M. Damice et de sa famille) pour le rachat des actions de QFD, BAOI interviendra en complément si nécessaire.
- une partie de l'investissement de BAOI est en obligations convertibles avec engagement de non conversion totale ou partielle Si les objectifs sont atteints (nombre de magasins, CA et rentabilité), une prime de non conversion est alors prévue.

Deux BA Mrs Martin et Durand représentent BAOI aux comités de direction qui sont programmés chaque premier mardi du mois. A titre d'exemple, le premier est consacré aux points suivants :

- analyse de l'activité des trois magasins ouverts et de la trésorerie, définition des documents de reporting mensuels. Les tableaux proposés par M. Damice sont enrichis de données complémentaires. Certaines améliorations sont proposées par M. Damice même si il sait pertinemment que « le système d'information actuel d'ATE va rendre longue et difficile leur collecte ». Il a clairement pour objectif d'être le plus « transparent possible pour rendre compte au mieux de l'activité d'ATE et pouvoir prendre ainsi les bonnes décisions aidé en cela par les BA» .
- point sur l'augmentation de capital et la nouvelle répartition du capital : examen et validation des modalités de sortie de QFD.
- définition de l'organigramme de la société en étudiant deux recrutements : un responsable administratif et financier (RAF) et un animateur de réseau . Le RAF est validé, sa candidature a été présentée par l'expert comptable d'ATE qui l'a vu effectuer dans l'entreprise qui l'emploie actuellement un travail identique à celui nécessaire pour structurer la gestion d'ATE (construction du système d'information et des tableaux de bord , relations avec les banquiers,..). Le recrutement de l'animateur réseau n'est pas validé, les BA pensent que la situation de ATE ne le justifie pas.
- analyse des projets d'ouverture de magasins. Pour valider les choix des points de vente, les BA souhaitent pouvoir disposer d'un prévisionnel des investissements ainsi que de l'étude d'implantation (structure et potentiel de la zone de chalandise, caractéristiques du local, calcul du chiffre d'affaires et de la rentabilité prévisionnels du magasin, profil des franchisés ou des gérants)
- analyse des projets de communication et du plan média 2007 . Ce dossier est validé dans ses grandes lignes, le budget ne sera entériné qu'après renégociation des honoraires de l'agence. Le comité validera les projets de communication chaque mois.
- projet de présence au salon de la franchise. La participation d'ATE à ce salon est jugé indispensable , en revanche il est nécessaire de revoir le budget à la baisse.

Les décisions ne pourront être mises en œuvre qu'après signature du procès-verbal du comité.

M. Damice a trouvé l'investisseur qui est en mesure de lui procurer la ressource qu'il recherche : capital financier plus compétences et réseau. Pour sa part, l'investisseur juge l'entrepreneur compétent et le projet intéressant. Il est d'autant plus intéressé que M. Damice souhaite établir une relation de confiance en l'associant à chaque décision. BAOI est prêt à apporter ses compétences et son réseau et à s'impliquer bénévolement auprès de M. Damice. Contrairement à QFD, BAOI est l'actionnaire que recherche M. Damice, leur collaboration doit permettre de créer rapidement de la valeur .

Il serait trop fastidieux de détailler chacun des comités de direction. Nous avons choisi de présenter cette première réunion pour montrer le type de relation qui s'établit entre le dirigeant et les BA .

Nous verrons, dans la troisième partie, comment peut s'expliquer cette relation et comment elle contribue à créer de la valeur.

3. « Capital pertinent », confiance et gouvernance d'entreprise « comportementale » : une explication conjointe de la relation Entrepreneur - Investisseur

Ce cas ATE illustre une forme particulière de relation Entrepreneur- Investisseur . Nous allons essayer de l'expliquer d'abord en l'analysant à travers le prisme des théories de l'agence et de l'intendance puis à l'aide de travaux complémentaires plus centrés sur l'entrepreneur. Le tableau 1 étudie les apports et manques des deux théories précédemment citées.

Tableau 1 : l'analyse de la relation Entrepreneur-Investisseur à l'aide des théories de l'Agence et de l'Intendance

| | Relation Damice – QFD : les objectifs ne sont pas alignés | Relation Damice – BAOI : les objectifs sont alignés |
|--------------------------------|---|---|
| <i>Théorie de l'Agence</i> | Faible pouvoir explicatif : pas de système d'incitation, de surveillance et de contrôle à mettre en place pour empêcher le dirigeant de nuire aux intérêts du principal => on peut estimer que c'est l'inverse qui se produit dans la mesure où c'est le principal qui nuit aux intérêts de l'agent en ne répondant pas à sa demande d'implication à ses côtés et d'apports de compétences | Faible pouvoir explicatif : pas de système d'incitation, de surveillance et de contrôle à mettre en place pour empêcher le dirigeant de nuire aux intérêts du principal => les objectifs sont convergents. L'agent montre qu'il n'a pas l'intention d'adopter un comportement opportuniste susceptible de générer des coûts d'agence |
| <i>Théorie de l'Intendance</i> | Faible pouvoir explicatif : l'intendant adopte un comportement « centré sur l'organisation » (« <i>organization centered</i> », Arthurs & Busenitz 2003) et ne privilégie pas ses intérêts personnels . Le principal et l'intendant sont en désaccord : ils recherchent tous les deux le succès de l'entreprise mais n'envisagent pas de la même façon son développement | Faible pouvoir explicatif dans un contexte entrepreneurial (cf. Davis & al., 1997) |

Les théories de l'Agence et de l'Intendance expliquant difficilement cette relation E-I, nous allons nous appuyer sur des approches complémentaires pour essayer de la comprendre. Nous allons appréhender cette relation entre M. Damice et les investisseurs (QFD et BAOI) en remettant en cause « le principe d'un rapport hiérarchique » entre un principal et un agent qu'il contrôle ou un intendant. Cela va nous amener à nous intéresser aux motivations et attentes de M. Damice vis-à-vis des investisseurs, à sa volonté de coopérer avec eux et aux gains qu'il peut obtenir à travers cette coopération. Nous mobiliserons les travaux de :

- Saetre (2003) sur le capital pertinent (« *relevant capital* »),
- Cable & Shane (1997) sur le relation de coopération
- Krieger (2001) et Sheperd & Zacharakis (2001) sur la construction de la confiance
- Charreaux (2006) sur la « gouvernance comportementale »

3.1. La recherche de « capital pertinent » :

QFD et M. Damice rencontrent des problèmes car ce dernier recherche au moins autant un investisseur qu'un « entrepreneur » compétent et prêt à s'impliquer à ses côtés. Landström (1998) montre que la frontière entre investisseur et entrepreneur n'est pas toujours bien définie. QFD est un investisseur « classique » (apport de capital financier) alors que M. Damice attend de lui du « capital pertinent » (*relevant capital*, Saetre 2003). Ce capital est composé, pour cet auteur, de quatre éléments (baptisés « 4 Cs ») : du capital financier (*capital*), des compétences (*competence*), une implication auprès de l'entrepreneur (*commitment*) et l'accès à un réseau (*contacts*).

La bonne relation établie entre M. Damice et BAOI peut s'expliquer parce que ce dernier apporte ce « capital pertinent » recherché par l'entrepreneur. Pour arriver à ce résultat, M. Damice a procédé à une analyse des compétences nécessaires à la réussite du projet ainsi que de ses lacunes:

- il sait développer un réseau : trouver les bons emplacements et les personnes capables de développer les points de vente, identifier les fournisseurs et négocier avec eux
- il attend de l'aide pour les montages financiers et pour structurer l'entreprise (système d'informations et procédures de gestion)

BAOI a été d'autant plus intéressé par ce projet que l'entrepreneur lui demande de s'impliquer à ses côtés. En s'intéressant aux attentes de l'entrepreneur, on voit que la relation entre les deux parties n'est pas hiérarchique mais qu'elle repose sur une négociation équilibrée sur les apports et attentes mutuelles.

Pour aboutir à cette relation, il a cependant été nécessaire d'établir une coopération reposant sur la confiance .

3.2. Coopération et confiance :

Cable & Shane (1997) montrent qu'une relation de coopération est une condition nécessaire à la réussite d'une opération de capital-risque. Le modèle du dilemme du prisonnier permet d'analyser cette coopération entre E & I. Deux stratégies sont possibles pour chaque acteur : la coopération (obtenir des revenus mutuels au détriment de son propre intérêt à court terme) ou la défection (chercher des gains individuels au détriment des bénéfices mutuels de long terme)

Dans la relation Damice – QFD, la coopération ne se fait pas car il y a défection de QFD.

Dans la relation Damice –BAOI, la coopération est effective entre les deux parties. Elle va permettre de développer une relation de confiance.

Krieger (2001) apporte un éclairage intéressant sur l'influence de la confiance dans l'évaluation des nouvelles entreprises. Il définit la confiance « comme une anticipation positive effectuée par une personne sur la capacité et l'intention d'une tierce personne d'accomplir une action donnée, cette anticipation étant accompagnée d'un risque assumé » (p. 247). Le jugement de confiance en l'entrepreneur se fonde à la fois sur la compétence perçue (dimension technique) et sur la perception de la nature de ses intentions (dimension morale). Cette dualité est intéressante pour le cas ATE car M. Damice présente ces deux caractéristiques : compétences acquises au cours de son activité professionnelle antérieure et volonté d'impliquer l'investisseur dans le développement de ATE en lui donnant accès à l'ensemble des informations nécessaires. Certaines des hypothèses validées⁹ par les travaux de cet auteur permettent de mieux comprendre comment la confiance a pu s'établir entre M. Damice et les BA :

- la capacité qu'a l'entrepreneur à piloter le démarrage et la croissance d'une entreprise constitue le principal critère d'évaluation des investisseurs
- prendre en considération la confiance en l'entrepreneur –i.e. personne physique- et la confiance dans l'entreprise -i.e. personne morale- aux côtés du risque et des bénéfices perçus, explique une fraction significative de l'intention d'investir
- la dimension technique- compétence perçue- de la confiance est la principale composante du jugement de confiance dans une tierce personne (elle explique près de 62% de la variance de la confiance portée à un entrepreneur), la dimension morale – nature des intentions- explique « uniquement » un supplément de variance proche de 10%.
- le temps consacré à l'évaluation d'une proposition ainsi que le nombre d'entretiens de visu entre investisseur et entrepreneur sont positivement reliés au niveau de confiance en l'entrepreneur et dans l'entreprise

Les haut niveau de compétences acquis par M. Damice au cours de son activité professionnelle antérieure ainsi que sa volonté forte de collaborer avec les BA combinés au développement de l'activité d'ATE au cours des premiers mois expliquent la confiance qui lui

⁹ Krieger a étudié le comportement de professionnels du capital-investissement alors que ATE a été financée par des BA. Cependant la comparaison entre la configuration de l'échantillon de son travail (caractéristiques des fonds d'investissement, profil des CI répondants, caractéristiques des différentes propositions d'investissement, caractéristiques démographiques des entrepreneurs considérés, caractéristiques des entreprises étudiées, montant des capitaux recherchés) et les BA intervenant dans ATE montre des similitudes permettant d'utiliser ses résultats.

a été rapidement accordée. Cette confiance s'est traduite par un investissement important et rapide dans le capital d'ATE.

En complément des travaux de Krieger, Sheperd et Zacharakis (2001) proposent une modélisation de la relation optimale confiance–contrôle reposant sur cinq facteurs :

- des signaux émis par l'entrepreneur montrant à la fois son implication et la cohérence entre objectifs fixés et décisions prises
- une perception par l'investisseur d'un comportement loyal et juste de l'entrepreneur
- « une bonne entente » entre les deux parties
- une communication fréquente et sincère qui « agit comme un catalyseur pour la construction des mécanismes de confiance »
- une procédure de contrôle

Le rapport établi entre M. Damice et BAOI repose sur ces cinq facteurs notamment sur une communication fréquente (cf. comités de direction mensuels permettant de définir les conditions de mise de œuvre des décisions entérinées). La confiance établie donne plus de latitude à M. Damice pour développer l'activité en utilisant sa capacité à identifier des opportunités, BAOI faisant preuve d'une plus grande tolérance au risque lié aux conflits d'agence . Développer un rapport de confiance entre les deux parties se révèle être un mode organisationnel efficace car il permet de réduire les coûts d'agence liés au contrat et de créer de la valeur.

3.3. Gouvernance « comportementale » et « gains de compétences » :

Nous allons chercher à expliciter le lien entre compétences de la firme et création de valeur. Charreaux (2002a, 2002b) utilise le terme de « modèle cognitif de la gouvernance » pour désigner un axe de recherche en gouvernement d'entreprise qui s'écarte sensiblement du modèle classique, en considérant que l'entreprise n'est pas un nœud de contrats mais un « répertoire de connaissances ». L'analyse du gouvernement d'entreprise doit alors porter un intérêt essentiel à la construction de compétences, d'innovations, de connaissances, à la perception des nouvelles opportunités d'investissement et de création de valeur. Dans ce modèle¹⁰, le gouvernement d'entreprise consacre une part importante de son rôle à développer la capacité de l'entreprise à innover, créer des opportunités d'investissement et à réduire les

¹⁰ Selon Charreaux (2002b), le modèle cognitif du gouvernement d'entreprise puise ses racines dans un ensemble relativement disparate de théories, qui regroupe la théorie comportementale de la firme, le théorie évolutionniste, les théories de l'apprentissage organisationnel et les théories des ressources et des compétences.

conflits cognitifs dans l'entreprise. Selon Charreaux (2002a), les théories cognitives à la base de ce modèle « conduisent à accorder une importance centrale à la construction des compétences » dans l'entreprise. Plus généralement, le « levier cognitif » de la création de valeur doit être intégré à ce que Charreaux appelle « gouvernance comportementale » (2006). Wirtz (2006, p194) souligne en particulier, que « la construction d'une opportunité d'investissement inédite, par exemple grâce à l'innovation technologique, ne dépend pas uniquement d'informations, mais également de la connaissance spécifique (et souvent tacite) de ses concepteurs », et que le projet entrepreneurial peut être analysé comme un *processus d'apprentissage collectif*, « notamment tributaire de l'identité et des compétences spécifiques des différents acteurs qui interagissent au sein du projet ».

Pour modéliser l'influence du rôle des actionnaires, Charreaux (2002b) introduit les notions de « *coûts d'agence cognitifs* » ou « *coûts d'agence de compétences* » et de « *gains de compétences* ». Les « coûts d'agence de compétences » sont différents des coûts d'agence traditionnels de nature informationnelle car ils s'expliquent par des conflits issus des différences de compétences entre actionnaires et dirigeants. Les « gains de compétences » correspondent au supplément de valeur dû à l'apport de compétences par les différentes parties prenantes.

M. Damice attendant un apport de « capital pertinent », le rapport qui s'instaure entre lui et les investisseurs peut être analysé en utilisant cette approche « compétences ». Nous allons chercher à « mesurer » la valeur créée au cours de cette relation.

La première période, Damice-QFD, se traduit plutôt par des coûts d'agence de compétences. M. Damice n'obtient pas l'aide et l'apport de compétences de QFD qu'il attend et qui lui permettrait d'accélérer le développement d'ATE.

La deuxième période, Damice-BAOI, génère par contre, des gains de compétences. L'analyse des comptes rendus des comités de direction (notamment à travers les interventions des BA) permet de les identifier :

- la diminution de 50% des coûts informatiques d'équipement des points de vente (matériel, logiciels, maintenance) . Cette réduction significative a été obtenue grâce à un BA, créateur-dirigeant d'une société informatique, qui a fourni les arguments à M. Damice pour négocier cette remise .
- la validation du recrutement du RAF avec pour objectif de structurer le système d'informations et de définir les procédures de gestion

- la sélection des critères des tableaux de bord permettant d'avoir un suivi optimal de l'activité de la société
- la définition du modèle de développement des points de vente a permis d'identifier les critères pertinents pour assurer la répartition optimale entre magasins en franchise et magasins intégrés. Ce modèle permet presque d'auto-financer les ouvertures des établissements en propre par celles des magasins en franchise
- la réflexion sur la politique éthique notamment par rapport au travail des enfants chez les fournisseurs d'ATE (en majorité originaires du Maghreb et d'Extrême-Orient). Cette réflexion a été initiée par M. Clère (directeur associé de CIB, structure de capital-risque entrée au capital d'ATE en mars). Il est particulièrement sensible à ce thème car il constitue actuellement un fonds d'investissement éthique. Il a mis en contact M. Damice avec des experts dans le domaine pour le guider dans sa démarche.
- l'analyse de la politique merchandising (en lien avec les résultats des points de vente) pour optimiser les flux de circulation des clients et le montant du panier moyen. Un protocole d'études défini par un des BA va se traduire par des tests et analyses chiffrés dans les prochains mois.
- une nouvelle opportunité a été proposée en exclusivité à M. Damice . Il s'agit de reprendre un réseau de quarante magasins environ (réseau T) pour en transformer certains en points de vente ATE (ceux dont les tailles et emplacements sont cohérents avec le concept ATE) et de revendre les autres. Cette proposition nécessite plusieurs millions d'euros. Une partie importante du comité de direction de mars a été consacré à l'analyse de ce dossier : appréciation et valorisation de l'offre, préparation des arguments à développer dans la négociation, réflexion sur plusieurs montages financiers possibles, contacts avec des BA susceptibles de participer au montage financier retenu. A l'issue du comité, un feu vert est donné pour approfondir cette offre sous réserve de la «valeur réelle» des points de vente . Mrs Martin et Damice partent ensemble en visiter une vingtaine afin de procéder à une valorisation la plus exacte possible. Ces trois jours passés ensemble les rapprochent et renforcent la coopération et la confiance établies entre l'entrepreneur et les BA (Sheperd & Zacharakis, 2001). M. Damice « ne prend ce dossier que parce que BAOI est à ses côtés ».

- la mise en contact avec un ancien directeur administratif et financier (DAF) d'un réseau de points de vente actuellement consultant pour encadrer le RAF notamment pour faire face à l'intégration éventuelle du réseau T et à son impact sur la structure ATE.

Il y a bien création de valeur par l'apport des compétences des BA . Cette création de valeur s'obtient à la fois par une baisse des coûts de développement (frais informatiques, auto-financement de points de vente intégrés, merchandising) et par l'exploitation d'opportunités (réseau T, politique éthique, mission du consultant-DAF).

4. Conclusion :

Notre recherche illustre ainsi l'intérêt d'utiliser une approche plus centrée sur l'entrepreneur que ne le propose la gouvernance classique pour éclairer la situation des firmes entrepreneuriales, notamment dans le cas d'un financement par des BA. Nos résultats montrent toutefois qu'une partie de l'explication échappe à la gouvernance classique, et qu'il semble prometteur d'incorporer les concepts issus des visions plus récentes de la relation partenariale mise en place par l'entrepreneur et l'investisseur.

Nous avons souligné l'intérêt d'utiliser les outils d'analyse proposés par le « capital pertinent » (Saetre, 2003), la coopération fondée sur la confiance (Cable & Shane, 1997 et Sheperd & Zacharakis ,2001) ainsi que par la gouvernance « comportementale » (Charreaux 2005) pour montrer en quoi ces concepts peuvent expliquer la construction de la relation E-I exposée dans notre étude de cas. La valeur créée au cours de cette liaison « matérialisée » par les « gains de compétences » s'explique par la combinaison de deux actions :

- un entrepreneur qui recherche le « capital pertinent » (argent, compétences, réseau et implication à ses côtés) nécessaire au développement de son projet. Après avoir identifié l'investisseur capable de lui apporter cette ressource, il crée les conditions d'une coopération efficace en établissant un climat de confiance entre les deux parties (transparence de l'information, validation des décisions stratégiques et de gestion par l'investisseur, développement d'une relation sociale).
- une structure de BA qui souhaite mettre en place ce type de relation avec l'entrepreneur et qui peut apporter le « capital pertinent » recherché

Cette situation fait apparaître un paradoxe intéressant. L'entrepreneur, conscient de ses compétences et de l'attractivité de son projet, va rechercher du « capital pertinent » au moindre coût. Comme tout créateur faisant appel à un investisseur en capital, il souhaite garder la majorité du capital de son entreprise. L'investisseur qui a identifié un « bon entrepreneur et un bon projet » est de son côté prêt à apporter ce « capital pertinent » qu'il risque de sous-valoriser. Sa participation au capital sera limitée à la hauteur de son apport financier mais l'apport en « capital humain » ne sera pas valorisé. L'entrepreneur dispose d'un pouvoir de négociation sur l'investisseur dans la mesure où :

- il intéresse les investisseurs (entrepreneur prêt à coopérer et projet à potentiel) et peut faire jouer la concurrence entre eux
- il bénéficie des compétences, du réseau des investisseurs et de leur implication à ses côtés pour assurer le développement de son entreprise et créer de la valeur.

C'est une condition à respecter par l'investisseur pour être présent au capital de la société. De plus l'entrepreneur profite de ce « capital humain » sans avoir à le valoriser.

Notre recherche permet de montrer dans un cadre exploratoire que la compréhension de cette dynamique actionnariale gagne à intégrer les grilles de lecture citées ci-dessus.

Nos travaux soulignent également l'intérêt de développer les travaux de recherche permettant d'éclairer les particularités du BA, que nous avons soulignées. Nos résultats suggèrent que la participation d'un BA au capital d'une entreprise entraîne une gouvernance particulière.

Notre recherche n'est pas exempte de limites. Il existe un problème de validité de la connaissance produite à la fois subjective et contextuelle. Cette limite est liée au choix de la méthode interprétative. Le choix d'un cas unique pose le problème de la représentativité de l'entreprise et des conditions d'applicabilité à d'autres cas mettant en relation un investisseur (CI ou BA) et un entrepreneur. Cependant la nature de la recherche nous a amenés à décrire une réalité observée avant de l'expliquer. Afin de confirmer les résultats obtenus, notre objet de recherche nécessiterait le repérage de plusieurs cas d'entreprises similaires pour parvenir à des explications et représentations satisfaisantes. Une autre limite de cette recherche tient au caractère subjectif de l'interprétation des propos des intervenants. Une analyse sémantique en complément de l'analyse de contenu aurait permis d'« accéder à la structure plus profonde et latente du discours » (Allard-Poesi *et al.*, 1999 cité par Jaouen, Loup et Sammut, 2006, p. 70). Il serait utile aussi de procéder à un approfondissement théorique, à la fois sur le « capital

pertinent », le processus de coopération et les gains de compétences, afin d'améliorer l'opérationnalisation de ces derniers dans des recherches futures.

Enfin d'autres recherches sont nécessaires pour essayer de répondre à plusieurs questions :

- L'entrepreneur doit-il « vendre » ses besoins en « capital pertinent » à l'investisseur plutôt que son Business Plan ? Quelle influence peut avoir cette approche sur le processus de décision d'un investisseur ? Donne-t-elle, paradoxalement comme indiqué précédemment, un pouvoir de négociation supplémentaire à l'entrepreneur ? Permet-elle de limiter les risques d'agence et de marché perçus par l'investisseur ? Permet-elle de créer de la valeur et comment la « mesurer » ?
- Comment l'investisseur peut-il valoriser cet apport en « capital pertinent » ? Comment peut-il cibler ses investissements pour maximiser l'adéquation entre le « capital pertinent » qu'il peut apporter et celui qui est nécessaire ? Doit-il « segmenter son marché » en utilisant ce critère ? Quelle influence peut avoir un investisseur apportant du « capital pertinent » sur le développement de l'entreprise ? L'investisseur adoptant cette démarche ne va-t-il pas être considéré comme un « co-entrepreneur » (membre de l'équipe de création) plus que comme un apporteur de fonds ?
- Dans quelle proportion l'investisseur doit-il s'impliquer, risque-t-il de générer des « coûts d'agence de compétences » liés à des conflits issus des différences de compétences entre les deux parties ? L'investisseur peut-il « effrayer » l'entrepreneur en lui faisant penser « qu'il veut prendre sa place » ?
- Comment le processus de confiance se construit-il , quels sont les attributs significatifs et leur poids dans ce mécanisme ?

Ces questions figurent selon nous autant de pistes de recherches prometteuses pour mieux analyser la dynamique de la relation investisseur (plus particulièrement BA) – entrepreneur.

Bibliographie

- Aernoudt R. (1999), « Business Angels: should they fly on their own wings », *Venture Capital*, Vol. 1, n°2, pp. 187-195.
- Aernoudt R. (2001), « Business-angels : qui diable sont-ils donc ? », *L'Observateur de Bruxelles, revue des Barreaux de France*, n°43.
- Arthurs J.D., Busenitz L.W. (2003), « The boundaries and limitations of agency theory and stewardship theory in the Venture Capitalist / Entrepreneur relationship », *Entrepreneurship : Theory & Practice*, Winter 2003, vol.28, Issue 2 pp. 145-162
- Avenier M.J. (2004), « L'Elaboration de savoirs actionnables en PME légitimés dans une conception des sciences de gestion comme des sciences de l'artificiel », *Revue Internationale PME*, Vol. 17, n°3-4, pp. 13-42.
- Barry C., Muscarella C., Peavy J., Vetsuypens M. (1990) “ The role of venture capital in the creation of public companies : evidence for going public process” *Journal of Financial Economics*, 27, pp 447-471
- Bygrave W., Hay M., Ng E., Reynolds P. (2001), « A study of informal investing in 29 nations composing Global Entrepreneurship Monitor (GEM) », *GEM 2001*.
- Cable, D.M., Shane S. (1997) “A prisoner's dilemma approach to entrepreneur-venture capitalist relationship”, *Academy of management Review*, vol.22, pp 142-176
- Charreaux, G.(1998) «Le rôle de la confiance dans le système de gouvernement d'entreprise», *Economie et Société*, n° 8-9, Série SG, pp 47-67
- Charreaux G. (2002a), « Le gouvernement d'entreprise », in J. Allouche (coord.), *Encyclopédie des ressources humaines*, Economica.
- Charreaux G. (2002b) « Au-delà de l'approche juridico-financière: le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance », *Cahiers du FARGO*, Latec, Université de Bourgogne.
- Charreaux G. (2006) « Pour une gouvernance d'entreprise 'comportementale' : une réflexion exploratoire... », in G. Charreaux & P.Wirtz (coord.), *Gouvernance des entreprises Nouvelles perspectives*, Economica
- Davis, J.H., Schoorman, F.D., Donaldson, L. (1997) “Toward a stewardship theory of management “ *Academy of Management Review*, 22, pp 20-47
- De Noble A. (2001), « Review essay Raising finance from business angels », *Venture Capital*, Vol. 3, n°4, pp. 359-367.

- Donaldson, L., Davis J.H., (1991) « Stewardship theory or agency theory : CEO governance and shareholder returns » *Australian Journal of Management* , 42, pp 433-449
- Fernandez Jardon C.M., Martinez Cobas X. (1998) « Effets indirects des sociétés de capital risque dans les PME » *Congrès International de la PME* , Metz
- Ferrary M., (2006) , « Apprentissage collaboratif et réseaux d'investisseurs en capital-risque » *Revue Française de Gestion* n° 163 pp 171-181
- France Angels (2004) : Enquête Business Angels réalisée auprès de 116 Business Angels pour France Angels, avec le soutien de la CDC PME, disponible sur franceangels.org, 33 p.
- Girin J. (1990), « Analyse empirique des situations de gestion : éléments de théorie et de méthode », dans A.C. Martinet (dir.), *Epistémologie et Sciences de Gestion*, Paris, Economica, pp. 141-182.
- Harrison T., Mason C. (2000) “ Venture capital market complementaries : the links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom”, *Venture Capital* , Vol.2, n°3, pp 223-242
- Jensen M.C., Meckling W., (1976)« Theory of the firm :managerial behaviour, agency costs and ownership structure» *Journal of Financial Economics*, Vol.3, n°4, pp 305-360
- Harrison T., Mason C. (2000) “ Venture capital market complementaries : the links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom”, *Venture Capital* , Vol.2, n°3, pp 223-242
- Hart, O. (1995) *Firms, contracts and financial structures* , Oxford University Press, Oxford
- Hlady-Rispal M. (2002), *La méthode des cas. Application à la recherche en gestion* , De Boeck Université, Bruxelles
- Jaouen A., Loup S., Sammut S. (2006), « Accompagnement par les pairs, confiance partagée et résilience : illustration au travers du cas Voiles d'Oc », *Revue de l'Entrepreneuriat*, vol.5, n°1, pp 59-72.
- Knight F.(1921) *Risk, Uncertainty and Profit* , Houghton Mifflin Company
- Krieger E. (2001), *L'influence respective de la confiance et des approches instrumentales dans l'évaluation des nouvelles entreprises. Une application aux professionnels du capital-investissement*, Thèse de doctorat ès Sciences de Gestion, Université Paris IX-Dauphine
- March J., Sproull L., Tamuz M. (1991), « Learning from samples of one or fewer », *Organization Science*, vol.2, n°1, pp.1-13.

- Landström H. (1998), « Informal investors as entrepreneurs », *Technovation*, Vol. 18, n° 5, pp. 321-333 .
- Madill J, Haines Jr J, Riding A (2005), « The role of angels in technology SMEs: a link to venture capital », *Venture Capital*, Vol. 7, n°2, pp. 107-131.
- Mason C, Harrison T. (2000), « Influences of the supply of Informal Venture Capital in the UK : an exploratory study of investor attitudes », *International Small Business Journal*, Vol. 18, n°4, pp. 11-19.
- Paul S. et al. (2004), « Towards a model of the business angel investing process », *Venture Capital*, Vol. 6, n°2, pp. 95-103.
- Ross S.A. (1973) : “ The economic theory of agency : the principals problems” *American Economic Review* , Vol.63, n°2, pp 134-139
- Saetre A.S. (2003), « Entrepreneurial perspectives on informal venture capital », *Venture Capital*, Vol. 5, n°1, pp. 71-94.
- Sapienza H.J., Manigart S., Vermeir W. (1996) : “Venture capitalist governance and value-added in the four countries “, *Journal of Business Venturing* , vol.11, pp 439-469
- Sheperd D. ,Zacharakis A. (2001) :”The venture capitalist-entrepreneur relationship : control, trust and confidence in co-operative behaviour” *Venture Capital*, vol.3, n° 2, pp 129-149
- Sorheim R., Landström H. (2001), « Informal investors – a categorization, with policy implications », *Entrepreneurship & Regional Development*, Vol. 13, pp. 351-370.
- Spier, K.E., (1992) “Incomplete contracts and signalling” , *RAND Journal of Economics*, vol.23, pp 432-494
- Stéphany E. (2003), La relation capital-risque/PME –de Boeck, Bruxelles.
- Van den Berghe L., Levreau A. (2002), “The role of the Venture Capitalist as a monitor of the company : a corporate governance perspective”, *Corporate Governance : an international review*, Vol. 10, n° 3, pp 124-135
- Van Osnabrugge M.,(2000), « A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures : an agency theory-based analysis », *Venture Capital*, Vol. 2, n°2, pp . 91-109.
- Van Osnabrugge M., Robinson R. (2000), *Angel Investing : Matching start-up funds with start-up companies*, Jossey-Bass Inc., San Francisco.
- Wirtz P. (2006), « Compétences, conflits et création de valeur : vers une approche intégrée de la gouvernance », *Revue Française de Gestion*, vol. 9, issue 2, pages 187-201.