

Louvain School of Management

Analyse des facteurs clés de succès d'une relation entrepreneur – business angel

Mémoire recherche réalisé par
Marie-Noëlle Bissot

en vue de l'obtention du titre de
Master 120 crédits en sciences de gestion, à finalité spécialisée

Promoteur(s)
Emilie Malcourant
Roxane De Hoe

Année académique 2016-2017

Avant tout, je tiens à remercier ma promotrice, Emilie Malcourant et ma copromotrice, Roxane De Hoe, pour leurs conseils et relectures durant ce travail. De plus, un grand merci à Bernard Tilkens et les personnes interviewées pour m'avoir aidée et consacré du temps durant la réalisation de ce mémoire. Je souhaite également remercier de tout cœur mes parents pour leurs relectures et le soutien qu'ils m'ont témoigné tout au long de mes études.

Table des matières

Introduction générale.....	1
Partie 1 : Revue de littérature	3
I. Introduction	3
II. Les jeunes entreprises innovantes	3
2.1 Définition d'une jeune entreprise innovante	3
2.2 Caractéristiques d'une jeune entreprise innovante.....	5
2.3 Définition de l'innovation.....	6
III. Financement des jeunes entreprises innovantes.....	7
3.1 Les principales sources de financement disponibles pour les entreprises.....	7
3.1.1 Apport personnel et love money.....	7
3.1.2 Choix entre financement interne ou externe	8
3.1.3 Préférences générales dans le choix du financement	9
3.2 Les difficultés du financement des jeunes entreprises innovantes	9
3.2.1 L'incertitude liée aux projets innovants	9
3.2.2 Asymétrie d'information, sélection adverse et aléa moral	10
3.2.3 Spécificité des actifs de l'entreprise	12
3.2.4 Un niveau de risque élevé	13
3.3 Le capital à risque, une solution pour les jeunes entreprises innovantes	14
3.3.1 Définition et caractéristiques du capital à risque	14
3.3.2 Le capital à risque en Belgique	15
3.3.3 Le rôle du capital-risque dans la réduction d'asymétrie d'informations.....	15
IV. Les business angels.....	16
4.1 Historique du terme « business angel »	16
4.2 Qu'est-ce qu'un business angel ?	16
4.2.1 Définition	16
4.2.2 La description type d'un business angel.....	18
4.2.3 Les différents profils de Business Angels.....	18
4.3 Caractéristiques des entreprises financées par les business angels.....	21
4.3 A quel moment interviennent-ils ?	21
4.4 Les motivations des business angels	22

II.

4.5	Le processus d'investissement des business angels.....	23
4.6	Pourquoi une jeune entreprise innovante fait-elle appel aux business angels ?	26
V.	Déterminants d'un investissement réalisé par un business angel	29
5.1	La phase de pré-investissement.....	29
5.1.1	Le business plan.....	29
5.1.2	Critères d'investissement d'un business angel.....	30
5.1.3	Le choix de l'entrepreneur pour le business angel.....	32
5.1.4	Conclusion	33
5.2	La phase de post-investissement	33
5.2.1	Le pacte d'actionnaires.....	33
5.2.2	Facteurs clés de succès d'un investissement réalisé par un business angel	34
5.2.3	Les conflits inhérents à la relation business angel – entrepreneur	35
5.2.4	La confiance.....	38
VI.	Conclusion.....	40
	PARTIE 2 : Etude empirique	41
I.	Introduction.....	41
II.	Cadre conceptuel	41
III.	Méthodologie.....	43
3.1	Rappel de la problématique	43
3.2	Composition de l'échantillon	43
3.3	Technique de recueil des données	45
IV.	Résultats	47
4.1	La phase de pré-investissement.....	47
4.1.1	Critères d'investissement des business angels.....	47
4.1.2	Le business plan.....	48
4.1.3	Choix du business angel	49
4.2	La phase de post-investissement	50
4.2.1	Formalisation de la relation.....	50
4.2.2	Facteurs clés de succès.....	50
4.2.3	Sources de conflits inhérents à la relation entre un business angel et un entrepreneur.....	59
4.2.4	Type de relation qui se développe entre un business angel et un entrepreneur.....	62
V.	Discussion.....	63
5.1	Facteurs influençant la décision d'investir	63
5.2	Facteurs contribuant au succès d'une relation entre le BA et l'entrepreneur	65

5.2.1 Le pacte d'actionnaires.....	65
5.2.2 Facteurs clés de succès.....	65
5.2.3 Sources de conflits.....	69
5.3 Comparaison entre les résultats des business angels et ceux des entrepreneurs.....	69
5.4 Comparaison des témoignages de Jérôme et Laurence	71
Conclusion générale	73
Bibliographie	77
Annexes	86
Annexe 1 : Guides d'entretien	86
Annexe 2 : Retranscriptions des interviews.....	88

Table des illustrations

Illustration 1 : Variation du degré d'incertitude en fonction de l'intensité de l'innovation dans le cas de firmes nouvelles ou établies.....	10
Illustration 2 : Variation des possibilités d'obtention d'un financement en fonction du degré d'incertitude dans le cas de firmes nouvelles et établies.....	10
Illustration 3 : Type d'investisseurs en fonction du stade de développement de l'entreprise.....	22
Illustration 4 : Représentation des motivations d'investissement des business angels en France.....	23
Illustration 5 : Modèle conceptuel des déterminants influençant le succès d'une relation BA/entrepreneur.....	42

Table des tableaux

Tableau 1 : Récapitulatif des critères d'investissement des business angels par auteur.....	32
Tableau 2 : Présentation des business angels interrogés.....	44
Tableau 3 : Présentation des entrepreneurs interrogés.....	44
Tableau 4 : Comparaison entre les résultats des business angels et ceux des entrepreneurs.....	70
Tableau 5 : Comparaison des témoignages de Laurence (BA) et Jérôme (Entrepreneur).....	72

IV.

Introduction générale

« *L'entrepreneuriat séduit de plus en plus les nouvelles générations* » (L'Echo, s.d.).

Ce constat qui fait le titre d'un article du journal « L'Echo » est de plus en plus partagé par les acteurs du monde entrepreneurial. Dans cet article, Didier Beauvois, Head of Corporate Banking chez BNP Paribas Fortis, appuie cette constatation et déclare que la jeune génération est « *de plus en plus tentée par l'entrepreneuriat et l'envisage comme le choix de carrière le plus intéressant* » (L'Echo, s.d.). C'est d'ailleurs une bonne nouvelle quand on sait que les micro, les petites et les moyennes entreprises forment le moteur de l'économie européenne (Commission européenne, 2015).

Mais pour créer une entreprise, encore faut-il pouvoir trouver comment la financer. Les start-up ont en effet plus de difficultés à trouver des fonds en phase de démarrage, principalement en raison de leur caractère innovant. En l'absence de financement bancaire, c'est le rôle des fournisseurs de capital-risque de financer et d'accompagner ces jeunes pousses. Leur mission consiste à apporter des fonds à l'entreprise, en échange d'une partie de leur capital, et de revendre leurs parts plus tard en espérant réaliser une plus-value. En plus de cet apport financier, ils apportent également leur réseau, leurs connaissances et leur expérience aux porteurs de projet. Si en 2003 le capital-risque a vécu une profonde crise conjoncturelle (Lagarde & Bouchara, 2003), il n'est plus aussi difficile qu'avant d'en trouver selon Bernard Surlemont, fondateur et directeur du VentureLab (L'Echo, s.d.). Pour un entrepreneur novice, la question est plutôt de savoir vers quel capital-risque se tourner pour financer son projet.

Les business angels font partie des acteurs du capital-risque capables de financer ces entreprises en phase de démarrage et sont de plus en plus nombreux à vouloir apporter leur aide aux jeunes entreprises innovantes. Ils sont d'ailleurs souvent mis en avant à travers des articles de presse pour expliquer leur parcours et leur expérience. C'est pourquoi il est selon moi intéressant d'y porter attention et plus particulièrement, à la relation qui va naître et ensuite se développer entre ces investisseurs et les porteurs de projet. En effet, le bon déroulement d'une telle relation a toute son importance dans le

succès d'un investissement réalisé par le business angel. Mais encore, cette coopération ne pourra se faire sans la combinaison de plusieurs facteurs. Roald Sieberath (2016), multi-entrepreneur et coach de start-up pour accélérateurs, affirme d'ailleurs que la « due diligence » se fait dans les deux sens ; l'entrepreneur, tout comme l'investisseur, établira des recherches dans le but de trouver un investisseur qui lui convient en fonction de ses caractéristiques et de ses besoins. C'est pour ces raisons que, selon moi, il me paraît judicieux de mettre en lumière les facteurs qui influenceront le succès d'une collaboration entre un business angel et un entrepreneur.

Pour ce faire, la première partie sera consacrée à une revue de littérature afin de mettre en avant ce qui a déjà été écrit par la communauté scientifique sur les business angels et leur rôle au sein des jeunes entreprises innovantes. Elle permettra également de se faire une première idée quant aux facteurs influençant le succès d'une relation entre un business angel et un entrepreneur. De là, un modèle conceptuel pourra alors être établi et servira notamment à la partie pratique de ce travail de recherche.

La deuxième partie de ce mémoire consistera à confirmer ou non les éléments de la théorie à l'aide d'une étude qualitative. La méthodologie utilisée pour la collecte des données sera alors expliquée et les résultats de l'étude seront présentés. Enfin, ces derniers seront comparés aux éléments théoriques mis en évidence dans la première section de ce travail.

Ce mémoire sera finalement conclu par une synthèse des résultats et proposera quelques pistes de recherche futures pour des travaux ultérieurs.

Partie 1 : Revue de littérature

I. Introduction

Il semblerait que le capital-risque soit réputé comme étant le mode de financement le plus adéquat pour aider à financer les jeunes entreprises innovantes durant leur phase de création (Hall, 2002).

Parmi ces fournisseurs en capital-risque, les business angels jouent un rôle non négligeable dans le financement des start-up. Dans la plupart des cas, ceux-ci apportent non seulement un soutien financier, mais également des compétences particulières à l'entrepreneur. La qualité de la relation vécue par les deux parties va jouer un rôle primordial dans le succès de l'investissement réalisé par le business angel.

L'objectif de cette étude théorique est de mieux comprendre, dans un premier temps, le contexte dans lequel les business angels prennent place et, ensuite, de mettre en avant les facteurs qui influencent positivement et négativement une relation entre un business angel et un entrepreneur.

II. Les jeunes entreprises innovantes

Ce mémoire se concentre sur les jeunes entreprises innovantes dû à l'attrait particulier des business angels pour ce type d'entreprise. C'est pourquoi ce chapitre y est dédié afin de comprendre le contexte dans lequel ces investisseurs agissent.

2.1 Définition d'une jeune entreprise innovante

Le terme « jeune entreprise innovante » peut avoir plusieurs sens selon la littérature et le contexte. Ce concept peut être confondu avec d'autres termes tels que « PME¹ innovante », « start-up », « entreprise jeune et innovante », etc. Je ferai donc ici l'analyse de ces différents termes et je choisirai l'explication qui correspondra le mieux à mon travail.

¹ Abréviation de petite(s) et moyenne(s) entreprise(s).

Si on se réfère à la Loi de finances pour 2004, le terme Jeune Entreprise Innovante est donné aux entreprises remplissant simultanément les conditions suivantes : (i) être une petite ou moyenne entreprise créée depuis moins de huit ans, (ii) avoir un volume de dépenses de recherches et développement supérieur à 15% des charges totales, (iii) être détenue à 50% au moins par des personnes physiques ou autres sociétés répondant elles-mêmes à certaines conditions², (iv) être nouvellement créée mais pas suite à une concentration, une restructuration, une extension d'activité déjà existante ou une reprise d'une telle activité (Savignac, 2007 ; Ayadi et al., 2005).

Les PME innovantes, quant à elles, ne sont pas forcément jeunes. Celles-ci ne partagent donc pas la quatrième condition mentionnée plus haut pour les Jeunes Entreprises Innovantes. Une PME innovante doit premièrement être définie comme étant une PME. Selon l'extrait de l'article 2 de l'annexe à la recommandation 2003/361/CE (Commission européenne, 2003), « *La catégorie des micro-, petites et moyennes entreprises (PME) est constituée des entreprises qui occupent moins de 250 personnes et dont le chiffre d'affaires annuel n'excède pas 50 millions d'euros ou dont le total du bilan annuel n'excède pas 43 millions d'euros.* » Quant à la définition du terme « innovante », celle-ci sera exprimée plus loin dans la partie « innovation ».

Lorsqu'on parle d'une start-up, qu'on appelle aussi parfois « jeune pousse », on se réfère à une entreprise en phase de démarrage. Les définitions que l'on retrouve sur Internet se mettent d'accord pour dire que le terme « start-up » signifie une jeune entreprise qui débute (start) et qui comporte un fort potentiel de développement (up). De plus, celle-ci est souvent innovante.

La littérature scientifique évoque souvent les termes « PME innovantes » ou « jeunes entreprises innovantes ». Lorsqu'elle parle de ce type d'entreprise, elle ne fait souvent pas référence au terme juridique mentionné plus haut. Il s'agit alors de mots qui ont été associés pour définir des entreprises qui sont jeunes et innovantes. Ce terme rejoint

² En ce qui concerne les sociétés, leur capital doit être détenu pour 50% au moins par des personnes physiques et concernant les sociétés de capital-risque, les fonds communs de placement à risques, les sociétés de développement régional, les sociétés financières d'innovation ou les sociétés unipersonnelles d'investissement à risque, il ne doit exister aucun lien de dépendance au sens des 2e à 4e alinéas du 12 de l'article 39 entre la société en cause et ces dernières sociétés ou ces fonds.

alors celui de « start-up », qui sont de jeunes entreprises, souvent innovantes et à fort potentiel de croissance. Parmi les articles qui mentionnent ce type d'entreprises, nous pouvons citer par exemple Levratto et Tessier (2016) ou encore Guilhon et Montchaud (2003).

Dans cette étude, le terme « jeune entreprise innovante » fera référence au terme utilisé par la plupart des auteurs, dont les auteurs cités ci-dessus, c'est-à-dire à une entreprise qui est nouvelle et qui propose un projet innovant.

2.2 Caractéristiques d'une jeune entreprise innovante

Les jeunes entreprises innovantes comportent plusieurs caractéristiques. En termes de financement, nous pourrions voir par la suite que celles-ci connaissent des besoins de financement externes importants (Cherif, 1999). Ensuite, ces sociétés sont composées essentiellement d'actifs immatériels qui sont difficilement évaluable (Cherif, 1999). De plus, les entreprises à projet innovant connaissent un risque potentiellement élevé qui peut être évalué à partir de trois facteurs principaux : un risque d'exploitation plus élevé, une asymétrie d'information fort présente entre le porteur de projet et l'investisseur potentiel et une relation d'agence difficile à contrôler qui peut donner naissance à plusieurs conflits d'intérêt. Le risque d'exploitation fait référence, d'une part, au risque associé à l'activité de l'entreprise et, d'autre part, sur l'incertitude associée à la variabilité du rendement anticipé de l'entreprise (Les Echos, 2017). L'asymétrie d'information, qui sera développée plus loin, suppose qu'une des deux parties détient un plus grand nombre d'informations que l'autre et possède donc une information privilégiée. Enfin, la relation d'agence est « *un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un pouvoir de décision à l'agent* » (Cherif, 1999, p.168).

Cependant, il est possible pour l'investisseur de limiter ces risques de plusieurs manières. Parmi celles-ci, nous retenons qu'il peut consacrer de l'argent dans une recherche approfondie sur la société (par un audit par exemple), ou bien investir moins dans le projet dans le but de restreindre les risques. Dans ces deux cas, on observera un écart entre la valeur de l'entreprise pour le porteur de projet et celle proposée par

l'investisseur potentiel qui correspond aux coûts informationnels et aux coûts d'agence engendrés par le risque (Cherif, 1999).

2.3 Définition de l'innovation

Que signifie le mot « innovant » dans le terme « jeune entreprise innovante » ? Le concept d'innovation est un concept assez large qui peut contenir plusieurs significations. Du point de vue de Schumpeter, l'innovation se définit comme étant des « nouvelles combinaisons » de ressources existantes. Il les classe en cinq types d'innovation : de nouveaux produits, de nouvelles méthodes de production, de nouvelles sources d'approvisionnement, l'exploitation de nouveaux marchés et enfin, de nouvelles manières d'organiser le business (Fagerberg, 2005). Quant au Manuel d'Oslo de l'OCDE (2005), l'innovation est définie comme étant « *la mise en œuvre d'un produit (bien ou service) ou d'un procédé nouveau ou sensiblement amélioré, d'une nouvelle méthode de commercialisation ou d'une nouvelle méthode organisationnelle dans les pratiques de l'entreprise, l'organisation du lieu de travail ou les relations extérieures* ».

De plus, Fagerberg (2005) propose de faire une distinction entre les innovations qui sont nouvelles aux yeux du monde entier, les innovations nouvelles sur le marché intérieur et les innovations nouvelles aux yeux d'une firme. Les premières se trouvent principalement dans l'économie avancée et sont basées sur la recherche et le développement. Les innovations nouvelles aux yeux du marché du pays en voie de développement, se réfèrent à la diffusion internationale et à l'absorption de la technologie. L'entreprise domestique prend alors possession des innovations qui ont déjà été développées ailleurs, mais qui sont nouvelles sur le marché dans leur propre pays. Quant aux innovations nouvelles aux yeux de la firme, elles se réfèrent aux flux de connaissances de l'économie domestique. L'innovation est donc déjà présente sur le marché intérieur, mais elle est adoptée par la firme. Dans ce cas-ci, l'innovation pourrait simplement signifier qu'une nouvelle machine est utilisée par l'entreprise à la place d'une méthode manuelle, par exemple (Szirmai et al., 2011).

Quant à Freeman et Perez (2000), ils proposent de faire une distinction entre l'innovation incrémentale et l'innovation radicale. Tandis que les innovations

incrémentales ne consistent qu'en une amélioration de produits ou de méthodes, les innovations radicales, elles, renvoient à des « *discontinuités, des ruptures technologiques s'appuyant en principe sur des avancées scientifiques* » (Guilhon & Montchaud, 2000, p.59).

Cependant, pour un business angel, le concept d'innovation ne concerne pas uniquement l'innovation dite « technologique de pointe ». Le concept prend en compte également les nouvelles technologies, les nouveaux services, les nouvelles clientèles et les nouveaux types de distribution (Rameau, 2007).

III. Financement des jeunes entreprises innovantes

Après cette mise en contexte, nous allons maintenant aborder la manière dont ces entreprises sont financées.

3.1 Les principales sources de financement disponibles pour les entreprises

Les entreprises ont le choix entre plusieurs sources de financement pour financer leurs activités. Celles-ci seront choisies en fonction des caractéristiques de l'entreprise et de ses besoins.

3.1.1 Apport personnel et love money

Le premier financement qu'un entrepreneur va intégrer dans son capital vient la plupart du temps de son propre investissement (Wilson, 2011). A cela, on peut également ajouter le financement provenant de son entourage, à savoir les amis et la famille, appelés également « Love Money » (Levratto & Tessier, 2016). C'est en partie cet argent qui constituera les fonds propres de la société. Ce financement est d'autant plus accessible aujourd'hui grâce à l'entrée en vigueur de la loi Tax Shelter pour start-up du 1er juin 2015. Celle-ci a été créée dans le but de redynamiser l'entrepreneuriat en donnant la possibilité aux particuliers d'investir leur épargne inutilisée dans des sociétés. Chaque personne pourra alors bénéficier d'une réduction d'impôts sur son investissement de 30% en ce qui concerne les PME ou 45% si, à la date du bilan, l'entreprise confirme son statut de start-up.

De plus, « *le montant de réduction d'impôt ne peut pas dépasser 100 000 euros par période imposable* » (Startupshelter, s.d.).

3.1.2 Choix entre financement interne ou externe

On peut ensuite faire une distinction entre le financement interne et le financement externe (Deville, 2013).

L'entreprise peut, dans un premier temps, utiliser l'autofinancement pour financer son projet. Dans ce cas-ci, elle va réinvestir son bénéfice dans ses activités. Cette option a comme avantage de n'avoir aucune contrainte et de ne dépendre d'aucune partie externe. Elle a par contre l'inconvénient d'être la plupart du temps insuffisante, surtout lorsqu'il s'agit d'entreprises qui innovent beaucoup (Savignac, 2007 ; Cherif, 1999).

L'entreprise peut également avoir recours au financement externe, qui répond au problème d'insuffisance des ressources internes. Dans ce cas-ci, plusieurs possibilités s'offrent à elle. Les dirigeants peuvent faire appel aux business angels ou aux sociétés de capital à risque (SCR ou venture capital) pour un financement en capital (Manigart & Struyf, 1997 ; Savignac, 2007 ; Belleflamme et al., 2014), dont le développement n'a fait qu'augmenter depuis quelques années (Cherif, 1999). Le business angel est un investisseur, souvent doté d'un passé d'entrepreneur, qui investit son propre argent dans de jeunes entreprises à fort potentiel en y apportant une plus-value grâce à son expérience. Les sociétés de capital à risque, elles, sont des intermédiaires financiers spécialisés que les entreprises débutantes vont pouvoir solliciter comme financement externe pour leurs projets à caractère innovant. Ces sociétés de capital-risque « *lèvent des fonds auprès d'investisseurs (banques, compagnies d'assurance, fonds de pensions, etc.) et les investissent dans des entreprises à fort potentiel de croissance dans le but d'en retirer une plus-value importante lors de leur sortie du capital de l'entreprise* » (Savignac, 2006, p.15).

La différence entre un business angel et une société de capital à risque réside en partie dans le montant à investir. Alors que les business angels ne peuvent investir qu'un montant limité d'argent, les sociétés de capital à risque, quant à elles, ont la capacité d'investir de plus gros montants (Schwienbacher & Larralde, 2010). Ces deux notions seront expliquées plus en détails dans la suite de ce mémoire.

Les entreprises ont également la possibilité de demander de l'aide aux banques pour l'octroi d'un prêt (Savignac, 2007) ou de se tourner vers des aides publiques (Belze & Gauthier, 2000).

3.1.3 Préférences générales dans le choix du financement

Selon la théorie hiérarchique (pecking order theory), les entreprises auraient un ordre de préférence selon l'accessibilité du financement et la minimisation des coûts d'information et d'intermédiation (Brenet, 2005). Ainsi, les entreprises privilégieraient l'autofinancement pour le financement de leurs activités, suivi de l'utilisation des excédents de trésorerie, l'endettement et enfin, la levée de capital (Myers, 1984). Cependant, certains auteurs tels que Garmaise (2001) ou Fathi et Gailly (2003) ont contesté le normal pecking order lorsqu'il s'agissait des entreprises jeunes et technologiques. En effet, ces jeunes entreprises innovantes auraient une préférence pour la levée de capital, plutôt que l'endettement (Brenet, 2005).

3.2 Les difficultés du financement des jeunes entreprises innovantes

Bien que la création de jeunes entreprises innovantes soit un bon levier pour la croissance économique et l'innovation d'un pays (Cherif, 1999), ces entreprises ont plus de difficultés à trouver des fonds pour financer leurs activités, contrairement aux entreprises établies (Savignac, 2006). On constate en effet que les sources de financement traditionnelles ne sont pas capables d'assumer l'incertitude auquel les projets innovants sont confrontés (Guilhon & Montchaud, 2004). D'autant plus que ces difficultés n'ont fait qu'empirer depuis la crise financière de 2008 (Onnée & Renault, 2013 ; Moritz & Block, 2016 ; Belleflamme & Lambert, 2014). De plus, Berthaud et Neumeister (2010, p.101) affirment que « *les nouveaux instruments adaptés aux besoins des entreprises émergentes demeurent sous-développés dans la plupart des pays de l'Union européenne* ».

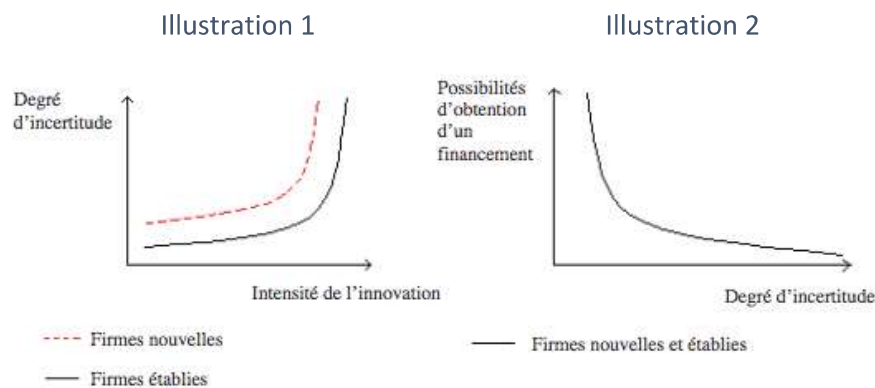
3.2.1 L'incertitude liée aux projets innovants

Ferrary (2006, p.76) déclare : « *un investissement au capital d'une entreprise en création correspond à un investissement incertain* ».

La théorie de Guilhon et Montchaud (2004) affirme que les possibilités d'obtention d'un financement dépendent du degré d'incertitude du projet, qui à son tour dépend de l'intensité de l'innovation. A partir des graphiques ci-dessous, on peut constater, en analysant l'illustration 2, que « *pour toutes les firmes innovantes, la possibilité d'obtenir un financement est liée négativement au degré d'incertitude du projet perçu par l'environnement financier* » (p.61). De plus, si on s'attarde à l'illustration 1, nous pouvons voir que plus l'intensité de l'innovation est élevée, plus le degré d'incertitude sera grand. De plus, le degré d'incertitude présumé serait plus élevé dans le cas où le projet innovant est réalisé au sein d'une nouvelle entreprise. Ceci confirme donc le fait que les jeunes entreprises rencontrent plus de difficultés à trouver du financement.

Illustration 1 : Variation du degré d'incertitude en fonction de l'intensité de l'innovation dans le cas de firmes nouvelles ou établies.

Illustration 2 : Variation des possibilités d'obtention d'un financement en fonction du degré d'incertitude dans le cas de firmes nouvelles et établies.



Source : Guilhon & Montchaud (2004)

3.2.2 Asymétrie d'information, sélection adverse et aléa moral

Selon Frédérique Savignac (2006), cette difficulté pour les jeunes entreprises innovantes à trouver des sources de financement externes peut être expliquée par trois raisons principales.

Tout d'abord, il avance que le caractère innovant des projets ne fait que renforcer les problèmes d'asymétrie d'information que l'on retrouve traditionnellement entre la

firme et ses investisseurs. Cherif (1999) affirme que l'asymétrie d'information permet d'expliquer la problématique du financement de l'innovation. Guilhon et Montchaud (2004) avancent également que l'existence de cette asymétrie n'est pas sans conséquence dans la structure de financement des entreprises. Cette asymétrie informationnelle est présente, dans un premier temps, au moment d'une négociation d'une opération de financement et donc avant la signature du contrat, lorsque certaines informations sont détenues seulement par une partie. Mais elle peut également survenir entre les deux parties après l'accord du financement par l'investisseur. En effet, l'apporteur de capitaux externes ne dispose généralement pas de connaissances techniques ou scientifiques suffisantes pour évaluer la qualité du projet innovant (Savignac, 2006). L'entrepreneur dispose donc d'informations que l'investisseur n'a pas, ce qui augmente l'existence d'asymétrie d'information et donc augmente le risque de l'entreprise. Pour justifier ce risque, une prime de financement externe est alors demandée, ce qui rend le coût de financement externe plus élevé que le coût de financement interne (Savignac, 2006). De plus, les problèmes d'asymétrie d'information qui expliquent cette prime de financement externe peuvent, d'une part, « *porter sur la qualité des projets d'investissement* », d'autre part, porter « *sur le comportement des dirigeants de l'entreprise* » (Savignac, 2006, p.5).

Dans le cas où ces problèmes portent sur la qualité des entreprises/projets d'investissement, on parle de problèmes d'antisélection (Myers & Majluf, 1984), traduit par « *adverse selection* » en anglais. Parmi des entreprises de bonne qualité et d'autres de mauvaise qualité, le problème d'antisélection vient de l'incapacité pour les investisseurs à identifier les entreprises prometteuses en fonction de leur qualité. Toutes les entreprises, qu'elles soient de bonne qualité ou non, se voient donc subir la même tarification, basée sur la qualité moyenne de l'ensemble des firmes. Les firmes de bonne qualité sont donc désavantagées par rapport aux firmes de mauvaise qualité car elles subissent une prime, créée implicitement par les investisseurs pour compenser les pertes subies par les firmes de mauvaise qualité. A l'inverse, les entreprises de mauvaise qualité bénéficient de cette tarification plus faible que ce qu'elle ne devrait être. Ainsi, « *les entreprises qui acceptent alors la tarification proposée par les bailleurs de fonds sont celles aux caractéristiques défavorables, créant ainsi un effet d'antisélection* » (Savignac, 2006, p.5).

Par contre, dans le cas où l'asymétrie d'information porte sur le comportement des dirigeants de l'entreprise, un problème d'aléa moral ou de risque moral apparaît (Jensen & Meckling, 1976). Selon Cherif (1999, p.166), ce problème d'aléa moral « *nait de l'asymétrie d'information propre au contrat lorsque l'investisseur ne peut contrôler les agissements du dirigeant* ». En effet, le dirigeant peut être tenté de prendre des risques, qui n'ont pas été convenu avec l'investisseur, après l'obtention de son financement. De plus, Savignac (2006) souligne les divergences d'intérêts qui peuvent survenir entre le dirigeant de l'entreprise, qui veut parfois agir dans son propre intérêt, et l'actionnaire, dont l'intérêt n'est pas systématiquement identique à celui du dirigeant.

3.2.3 Spécificité des actifs de l'entreprise

Frédérique Savignac (2006), tout comme Guilhon et Montchaud (2004), avance que les entreprises à projet innovant détiennent un plus grand nombre d'actifs immatériels que les entreprises n'ayant pas d'activités d'innovation. Ces actifs englobent notamment la R&D, les compétences spécifiques et les idées (Guilhon & Montchaud, 2004). Or, ces actifs intangibles ne peuvent pas offrir de garanties suffisantes aux banques, qui sont nécessaires pour l'octroi d'un prêt (Jacquin, 2003 ; Guilhon & Montchaud, 2004). De plus, dans le cas où le ratio se référant aux actifs incorporels par rapport au total des actifs est élevé et que l'investissement est lié à une forte intensité de recherche et développement, il est nécessaire que l'investissement fasse davantage l'objet d'un contrôle (Guilhon & Montchaud, 2004).

De plus, toujours en termes d'actifs, Savignac (2006) met en évidence qu'une entreprise à projet innovant peut avoir des actifs corporels qui peuvent lui être spécifiques. En ce sens, ceux-ci ne peuvent « *avoir qu'une faible valeur marchande en dehors de l'entreprise* » (p.7). Or, ces actifs cachent des coûts de transaction élevés et, comme les actifs intangibles, ne permettent pas d'offrir une garantie aux prêteurs dans le cas d'une faillite de l'entreprise. Belze et Gauthier (2000) confirment également que plus le degré de spécificité des actifs est élevé, plus l'exigence du créancier sera grande.

3.2.4 Un niveau de risque élevé

Contrairement aux entreprises établies, les jeunes entreprises innovantes n'ont pas la possibilité de diversifier leurs activités afin de limiter les risques. En effet, la survie de celles-ci repose sur un seul projet innovant, ce qui ne fait encore qu'augmenter le risque de ce type d'entreprise (Savignac, 2006).

En plus de dépendre des caractéristiques du projet innovant, l'ampleur des problèmes d'asymétries d'information et de risque dépend des caractéristiques de l'entreprise. En effet, les difficultés de financement sont différentes selon le stade de développement dans lequel se trouve l'entreprise. Par exemple, en ce qui concerne les banquiers, il leur est difficile d'évaluer une entreprise durant sa phase de création, étant donné que les informations comptables dont ils ont besoin pour l'évaluation de l'entreprise sont toujours insuffisantes à ce stade de développement (Savignac, 2006). En effet, lorsqu'un banquier évalue une demande de prêt, celui-ci se réfère aux bénéfices passés de l'entreprise. Or, les nouvelles entreprises ne disposent pas encore de bénéfices et ne peuvent donc, dans ce cas, que transmettre des informations à propos de leurs bénéfices potentiels futurs (Guilhon & Montchaud, 2004). De plus, les entreprises établies ont la possibilité de financer leurs projets à caractère innovant en interne, ce qui n'est pas le cas des nouvelles entreprises, étant essentiellement constituées d'apports du dirigeant et de son entourage, et donc d'apports insuffisants. Les entreprises en phase de création doivent donc inévitablement trouver des financements externes pour leurs projets innovants (Savignac, 2006).

Par ailleurs, les banques ne sont pas toujours capables de définir quels sont les projets les plus prometteurs parmi tous les projets en recherche de financement. Ainsi, cela peut amener les banques à accorder un financement limité aux entreprises qui ont des besoins de financement plus élevés et à exiger un taux d'intérêt plus élevé. De plus, les « prêteurs » n'ont pas la possibilité de s'assurer que les entrepreneurs ne prendront pas de risques supplémentaires ou d'utiliser les fonds à mauvais escient (Wilson, 2011) une fois que le prêt a été accordé. Ils sont alors face à un risque d'aléa moral. Ce problème d'asymétrie de l'information peut toutefois être réglé par l'investisseur en exigeant des

garanties. Cependant, un problème persiste toujours dû à la nature des actifs, qui sont la plupart du temps immatériels (Wilson, 2011).

Par conséquent, à cause du contexte incertain dans lequel se trouvent ces jeunes entreprises innovantes, les banques préfèrent investir plus tard, lorsque l'entreprise a déjà commencé à se développer. Face à tous ces risques, l'emprunt bancaire, qui reste un moyen de financement externe traditionnel, n'est plus une option pour ces entreprises à activités innovantes (Cherif, 1999).

3.3 Le capital à risque, une solution pour les jeunes entreprises innovantes

3.3.1 Définition et caractéristiques du capital à risque

Le concept de capital à risque repose sur « *l'idée que des ressources financières sont rassemblées par des fonds, professionnellement gérés, qui investissent dans de nouvelles entreprises pour une période de temps limitée* » (Guilhon & Montchaud, 2004, p.54). Mais le capital-risque ne fournit pas uniquement un apport financier, celui-ci dispose également de compétences qui lui permettent de suivre et contrôler de manière efficace les compétences de l'entrepreneur en lien avec de nouvelles trajectoires technologiques (Guilhon & Montchaud, 2004). Pour s'appuyer sur une deuxième définition, nous pouvons reprendre celle mentionnée dans le travail de Guilhon et Montchaud, qui certifie que le capital à risque « *correspond aux investissements en fonds propres dans des entreprises au cours des toutes premières années de leur existence. Les financements ainsi apportés permettent de constituer la société, de financer le développement d'un premier produit ou encore de financer sa fabrication et sa commercialisation. A ce stade, l'entreprise ne génère le plus souvent aucun profit* » (Guilhon & Montchaud, 2004, p.56).

Selon Cherif (1999), parmi les principaux investisseurs du capital-risque, on retrouve les SCR (sociétés de capital-risque) ou les business angels. Le rapport Febelfin (2015, p.6) sur le capital à risque en Belgique constate que « *les fournisseurs de capital à risque peuvent être des particuliers, des fonds de capital à risque ou des organismes publics* ».

Tout comme les business angels, les sociétés de capital-risque mettent à disposition des entreprises leurs aide et conseils, notamment en termes de « *recrutement,*

commercialisation et relation avec les clients et fournisseurs », en plus de leur apport de capitaux (Savignac, 2006, p.15). C'est grâce à ces caractéristiques qu'elles ont la capacité de sélectionner les projets avant d'investir et de les accompagner pendant leur développement (Lerner, 1995 ; Kaplan & Strömberg, 2001).

3.3.2 Le capital à risque en Belgique

L'offre de financement à risque en Belgique est assez large mais a également la caractéristique d'être fragmentée. Un réseau de business angels est notamment présent en Flandre ainsi qu'en Wallonie, et on y retrouve un grand nombre de types de capitaux à risque et de fonds de placement privé. Toujours dans le financement à risque, on peut également compter sur de nombreuses initiatives publiques. Parmi les nouvelles formes de financement à risque, on peut retrouver le private banking ainsi que le financement participatif qui commencent tout doucement à s'installer (Febelfin, 2015).

3.3.3 Le rôle du capital-risque dans la réduction d'asymétrie d'informations

Gompers (1995) certifie que les coûts d'agence augmentent en fonction du nombre d'actifs incorporels et de la spécificité des actifs. Les contraintes de financement que connaissent les entreprises innovantes n'en sont donc que renforcées. Une réduction des asymétries d'information permettrait donc d'atténuer ces contraintes (Guilhon & Montchaud, 2004). Lerner (1998) affirme d'ailleurs que « *seuls les intermédiaires financiers spécialisés tels que les fournisseurs du capital-risque peuvent résoudre ce problème en ayant recours à différents mécanismes : étude approfondi du plan d'affaires, syndicalisation, différents tours de table, contrôle, représentation au conseil d'administration, etc.* » (Guilhon & Monchaud, p.64).

Les coûts d'agence seront différents selon la phase de création et de développement de l'entreprise. En effet, l'agent et le principal ont plus de chance de devoir faire face à des coûts d'agence dans la phase de pré-investissement que durant la phase de post-investissement. Avant l'investissement, leurs objectifs respectifs auront tendance à diverger. Alors que l'investisseur sera occupé à analyser méticuleusement le projet et les compétences de l'entrepreneur à travers une opération de due diligence, l'entrepreneur sera plutôt centré sur la réussite de son projet. En effet, cette phase est caractérisée par

un contexte incertain dû au peu d'informations dont dispose l'investisseur. L'entrepreneur peut prendre des initiatives et essayer de montrer à l'investisseur sa motivation à collaborer avec lui en faisant en sorte que des problèmes liés à l'asymétrie d'information ne surviennent pas. Par contre, après l'investissement, les risques d'agence sont moindres car l'investisseur est déjà convaincu par le projet de l'entrepreneur (Certhoux, 2007).

IV. Les business angels

Au vu du point précédent, le capital-risque semble être le mode de financement adéquat pour les jeunes entreprises innovantes. Ce chapitre met en évidence la place des business angels parmi les fournisseurs du capital-risque.

4.1 Historique du terme « business angel »

Le terme « business angel » nous vient de Broadway et est apparu à la fin du 19^e siècle. A cette époque, de riches investisseurs ont commencé à apporter des fonds dans le but de financer la production de nouvelles comédies musicales et pièces de théâtre. Ces investisseurs finançaient ces projets dans le but de recevoir des bénéfices, mais également pour l'amour du théâtre et l'opportunité de rencontrer les personnalités du métier. Leurs motivations n'étaient donc pas seulement financières. Encore aujourd'hui, les écrivains, acteurs, producteurs et musiciens peuvent bénéficier de l'altruisme d'autres personnes pour promouvoir leurs projets et leurs carrières (Ramadani, 2009 ; Certhoux & Rédis, 2015).

4.2 Qu'est-ce qu'un business angel ?

4.2.1 Définition

Dans la littérature scientifique, la définition du business angel ne diffère pas radicalement d'un auteur à l'autre. Selon Freear et al. (1994, 1995), un business angel (BA), aussi appelé « investisseur providentiel », est une personne qui investit une partie de son propre argent dans une jeune entreprise à fort potentiel, dans laquelle il n'a aucun lien familial (Kelly & Hay, 2003), et qui met à disposition de l'entrepreneur ses compétences, son expérience et ses réseaux relationnels, en plus de son apport financier. On peut

d'ailleurs retrouver le terme « relevant capital » ou « 4C's » chez Saetre (2003), qui correspond au « *capital financier (capital), compétences (competence), implication auprès de l'entrepreneur (commitment) et accès à un réseau (contacts)* » (Certhoux & Redis, 2016, p.101). Saetre (2003) fait tout de même une distinction entre les investisseurs qui sont actifs (competent capital) et qui fournissent seulement les « 3C's » (du capital financier, des compétences et de l'implication) et ceux qui fournissent, en plus, leurs réseaux relationnels (relevant capital). Quant à Fiti et al. (2007), ils définissent un business angel comme étant un individu qui a des moyens financiers et qui est prêt à investir dans des idées entrepreneuriales. Mason et Harrison (2008) ajoutent une caractéristique au financement des business angels puisqu'ils précisent qu'ils investissent dans des entreprises non cotées en bourse.

Ce qui différencie aussi les business angels des investisseurs institutionnels en capital à risque est donc l'investissement de leur propre patrimoine, contrairement aux autres qui détiennent des fonds provenant de fonds de pension, banques, dotations universitaires, et compagnies d'assurance qui ont l'obligation légale d'être prudents et d'investir dans des firmes à risque plus faible (Ramadani, 2009). Cependant, les business angels ont également la possibilité de faire partie d'un « réseau » constitué de BA exclusivement, ce qui permet d'associer leur patrimoine et de réduire les risques.

Une autre caractéristique type d'un business angel est le niveau de risque qu'il est prêt à prendre lors d'une opération de financement (Munck & Saublens, 2006). Il peut cependant limiter ce risque de différentes manières (Kelly & Hay, 2003) :

- En ajustant son taux de rendement espéré d'un projet pour compenser le risque ;
- En précisant les droits et obligations dans un contrat ;
- En suivant les progrès réalisés grâce au travail effectué avec l'entreprise et à l'information fournie par le management après l'investissement ; et
- En procédant à un financement par étapes pour avoir la possibilité d'évaluer les progrès et abandonner le projet si nécessaire (Guilhon & Monchaud, 2004) ;

Enfin, afin de diversifier le risque, investir dans un portfolio semble être la meilleure solution pour les business angels (Wilson, 2011). En effet, en investissant dans plusieurs

projets en même temps, ils ont plus de chance de rencontrer des projets qui aboutissent et évitent donc de perdre tout leur investissement en ne misant que sur une entreprise.

4.2.2 La description type d'un business angel

Le profil type d'un business angel ressemble à un homme d'âge moyen (Politis, 2008 ; Kelly & Hay, 2003) qui investit des montants personnels conséquents, la plupart du temps dans de jeunes entreprises technologiques (Politis, 2008). Ces montants trouvent leur origine dans la fortune qu'ils ont bâtie grâce aux entreprises qu'ils ont créées (Politis, 2008). Plusieurs études ont démontré que les business angels avaient une véritable carrière professionnelle, dans laquelle ils ont souvent fait fortune grâce à l'argent qu'ils ont pu tirer de leurs propres projets antérieurs. Suite au travail de Wetzel (1981) réalisé aux Etats-Unis, nous savons que, parmi les business angels interrogés, le pourcentage d'entre eux qui ont connu une expérience entrepreneuriale est de 78%. Plus tard, les résultats de l'étude de Gaston (1989) confirmaient qu'ils étaient plus de 83% à avoir connu ce type d'expérience. D'autres études dans divers pays ont également été menées. Notamment au Royaume-Uni, Mason, Harrison et Chaloner (1991) ont découvert que 67% des interviewés avaient été à la tête de projets entrepreneuriaux. Les chiffres sont de 60% pour l'étude réalisée par Tashiro (1999) au Japon, 72% pour l'étude réalisée à Singapour par Hindle et Lee (2002) et 75% pour l'étude réalisée en Allemagne par Brettel (2003). Mais c'est parmi les études réalisées dans les pays nordiques que les chiffres sont les plus révélateurs. Ainsi, dans une étude suédoise réalisée par Landström (1993), 96% des business angels interrogés avaient connu une expérience dans les start-up, tandis que le chiffre pour l'étude finlandaise réalisée par Suomi et Lumme (1994) était de 95%. Seule l'étude réalisée en Norvège par Reitan et Sorheim (2000) a un résultat différent puisque seulement 46% des interrogés auraient vécu une expérience entrepreneuriale. Cependant, même si seulement 46% ont connu une telle expérience, un grand nombre bénéficiaient tout de même d'une expérience en gestion dans le domaine entrepreneurial (Politis, 2008).

4.2.3 Les différents profils de Business Angels

Le site de France Angels fait la distinction entre trois profils différents d'investisseurs : il peut s'agir d'un ancien chef d'entreprise ou d'un cadre en possession

d'un patrimoine important, capable d'investir entre 5 000 et 200 000 euros par an, ou d'un ancien entrepreneur qui a la possibilité d'investir entre 50 000 et 500 000 euros grâce à la revente de son entreprise, ou enfin le membre d'une famille regroupant plusieurs investisseurs (France Angels, s.d.). Mais on peut également faire une différence selon qu'ils agissent seul ou en réseau, ou selon le type d'implication qu'ils décident de mettre dans l'entreprise.

a. Personne physique vs en réseau

Le business angel peut agir seul mais fait généralement partie d'un réseau, ce qui lui permet de s'associer à d'autres investisseurs pour investir dans un projet (Solignac, 2008). Les réseaux de business angels jouent un rôle d'interface entre ses membres et les jeunes entrepreneurs et répondent à une double difficulté : d'une part, celle pour les business angels de rester informés de l'existence d'un certain nombre de projets à potentiel et, d'autre part, celle pour de jeunes entrepreneurs d'entrer en contact avec des investisseurs providentiels. Il s'agit donc ici d'un nouvel outil de recherche de financement utile aux nouvelles entreprises qui sont en quête de nouveaux investissements. Ainsi, en Belgique, le réseau « Be Angels » a pour mission de « *développer des activités favorisant l'accompagnement et le financement que peuvent procurer les Business Angels membres du réseau ainsi que les activités qui contribuent à la promotion de l'esprit entrepreneurial* » (BeAngels, 2013).

b. Les investisseurs actifs vs passifs

Une autre distinction doit être faite entre les investisseurs dits « passifs » et les investisseurs « actifs » (Mason & Harrison, 2008). Les investisseurs « passifs » sont ceux qui se contentent d'apporter du capital financier à l'entreprise sans d'autres implications particulières. A l'inverse, les investisseurs actifs sont ceux qui, en plus d'apporter des ressources financières, s'impliquent dans l'entreprise durant la phase de « post-investissement » (Ardichvili et al., 2002 ; Saetre, 2003).

Pour certains entrepreneurs, avoir des investisseurs qui apportent seulement une expérience professionnelle en plus de leur capital n'est pas suffisant. Ils veulent également

des investisseurs disposant de compétences et d'expériences liées à leur industrie de niche spécifique, et qui pourront leur apporter plus de valeur ajoutée (Saetre, 2003).

Politis (2008) affirme que la relation entre un business angel et un entrepreneur peut généralement être caractérisée comme active. D'après la première étude réalisée au Royaume-Uni concernant l'implication post-investissement des business angels, 75% d'entre eux seraient des investisseurs actifs (Mason&t Harrison, 2008). De plus, le type d'implication le plus commun semble être leur participation au conseil d'administration et leur apport de services de consultance (Politis, 2008). Selon une étude réalisée au Royaume-Uni par Mason et Harrison (1996), la contribution principale apportée par les business angels serait l'apport de conseils stratégiques. A cela on peut également ajouter le réseau de contacts, la finance et comptabilité ainsi que le management au sens large.

On pourrait donc croire que, de manière générale, les entrepreneurs apprécient l'implication des investisseurs dans leurs activités mais Macht et Weatherston (2011) ont démontré que ce n'était pas toujours le cas. Certhoux (2007) affirme dans son étude que l'implication du business angel pouvait l'amener à devenir un accompagnant du dirigeant au-delà d'un « simple » actionnaire et ajoute que le risque qui s'y affère est que l'investisseur se substitue à l'entrepreneur et dirige alors avec lui ou à sa place. De Noble (2001) ajoute que certaines implications pourraient même parfois être intrusives et contreproductives. En effet, tout dépend si les ressources offertes par l'investisseur sont pertinentes ou pas. Dans le cas où les ressources du business angel sont appropriées à l'entreprise, Saetre (2003) parle de « relevant capital » ou de « smart capital ». Selon lui, l'importance réelle du « relevant capital » pour les nouvelles entreprises se réfère à la valeur ajoutée des différents aspects de ces structures sociales, en tant que ressources utilisées pour faciliter l'action vers la réalisation des objectifs de l'entreprise. Dans son étude, Macht (2011) a cependant démontré que les BA qui ne possédaient pas ce capital à valeur ajoutée pouvaient toutefois s'impliquer de manière à apporter de la valeur aux projets et pouvaient être appréciés de leurs fondateurs.

Il y a toutefois une distinction à faire au niveau du type d'implication qu'ils pourraient offrir ; les investisseurs ont le choix entre fournir une faible implication ou une forte implication. Le premier type est plutôt centré sur l'humain et la relation

interpersonnelle alors que le deuxième type est centré sur les tâches et peut mener à certaines frustrations et tensions au sein de la relation BA-entrepreneur. Ainsi, si un business angel est inexpérimenté, cela pose plus de problèmes si celui-ci veut s'impliquer davantage alors que s'il s'impliquait moins, son manque d'expertise ne serait pas aussi flagrant et causerait moins de problèmes (Macht, 2011).

4.3 Caractéristiques des entreprises financées par les business angels

Très souvent, les business angels vont financer des entreprises basées sur de nouvelles technologies mais il s'agit d'un projet spécial à risque élevé. Selon une étude anglaise, les business angels préféreraient investir dans les secteurs suivants : le bien-être, la biotechnologie, le software et l'électronique (Ramadani, 2009). Cependant, Certhoux et Rédis (2015) confirment le fait que ces investisseurs n'investissent pas seulement dans la haute technologie mais dans plusieurs types d'entreprises. En effet, une autre étude réalisée en 2003 sur les business angels insiste sur le fait qu'ils peuvent investir dans tous les secteurs (Ramadani, 2009).

4.3 A quel moment interviennent-ils ?

Les business angels sont de plus en plus reconnus comme étant une source importante du capital social intervenant durant la phase d'amorçage, c'est-à-dire au début de la vie de l'entreprise. Les investisseurs providentiels agissent après les investisseurs informels (Wilson, 2011), et avant l'intervention des investisseurs traditionnels (Levratto & Tessier, 2016). Comme on peut le voir dans l'illustration ci-dessous, les business angels sont donc là pour combler l'écart existant entre les investisseurs présents dès la création de l'entreprise et ceux intervenant à un stade plus avancé de l'entreprise, lorsque le risque est plus faible. Ainsi, pour combler cette absence de financement durant les premières phases de développement des jeunes entreprises innovantes, les entrepreneurs vont faire appel aux business angels qui sont aujourd'hui les investisseurs les plus à même de financer la croissance des entreprises innovantes.

Illustration 3 : Type d'investisseurs en fonction du stade de développement de l'entreprise.

Table 1.1. Equity investors at the seed, early and later stage of firm growth

Informal investors		Formal investors
Founders, friends and family	Angel investors Typical investment size: USD 25 000-500 000	Venture capital funds Typical investment size: USD 3-5 million
Seed stage investments	Early stage investments	Later stage investments

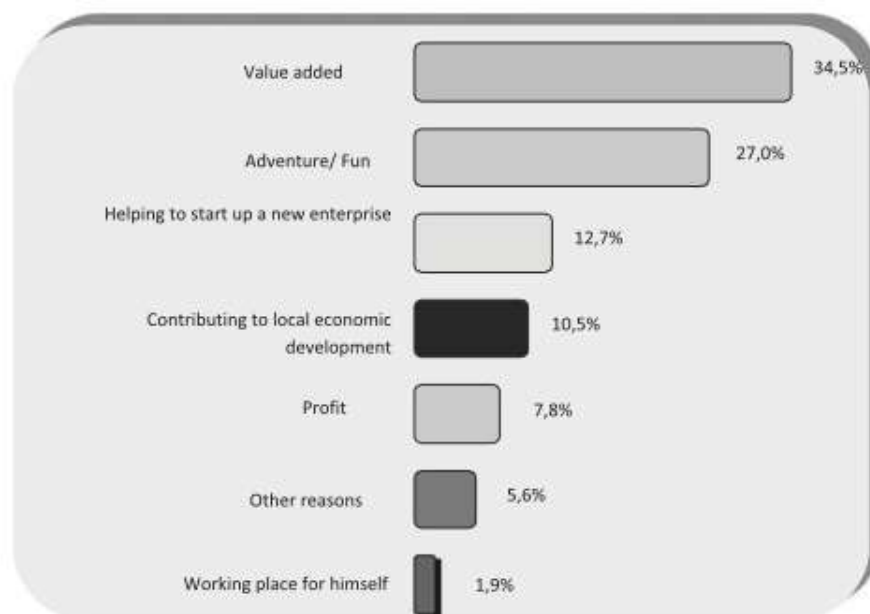

Financing gap

Source : Wilson (2011)

4.4 Les motivations des business angels

Selon le site de France Angels, la raison pour laquelle un business angel décide d'investir dans une société réside souvent dans son intérêt pour l'entrepreneuriat, ainsi que par intérêt financier. En effet, comme les porteurs de capital-risque, les business angels investissent dans des projets qui leur offrent la possibilité de réaliser des gains en capital (Kelly & Hay, 2003). De plus, on peut voir dans les résultats d'une enquête menée par France Angels en 2003 (cfr. illustration 4) que les trois premières motivations des business angels en France sont : la valeur ajoutée qu'ils apportent au projet, l'amusement et l'aide qu'ils apportent aux entrepreneurs dans le lancement de leur nouvelle entreprise (Ramadani, 2009). Ramadani (2009) rejoint ces propos en confirmant que les différentes motivations des business angels sont l'espérance de profits importants, le sens des responsabilités sociales, l'aide qu'ils apportent aux entrepreneurs pour monter leur entreprise, le plaisir, etc. La plupart des études confirment que les business angels espèrent un taux de retour sur investissement de 20-30% (Ramadani, 2009).

Illustration 4 : Représentation des motivations d'investissement des business angels en France.



Source : Ramadani (2009)

4.5 Le processus d'investissement des business angels

Plusieurs auteurs font référence dans leurs écrits au processus d'investissement des business angels. Amatucci et Sohl (2004) divisent celui-ci en trois phases principales appelées phase de pré-investissement, phase de négociation du contrat et phase de post-investissement. D'autres auteurs tels que Haines et al. (2003) ou Van Osnabrugge et Robinson (2000) proposent un modèle plus élaboré, composé de huit phases. Cependant, ceux-ci affirment tous les deux que leur modèle ne représente pas le processus que les investisseurs informels utilisent. Selon l'étude réalisée par Paul, Whittam et Wyper (2007), le processus d'investissement d'un business angel serait divisé en cinq phases : la phase de familiarisation, la phase de sélection, la phase de négociation, la phase de management et enfin la phase de valorisation de l'investissement. C'est ce dernier modèle qui est développé ci-après afin d'avoir une approche plus précise.

A. La phase de familiarisation

La phase de familiarisation consiste à découvrir le projet, et donc en évaluer l'opportunité, ainsi qu'à rencontrer le porteur de projet. La première rencontre entre le BA

et l'entrepreneur est une étape importante pour vérifier si un bon feeling existe entre les deux acteurs, étant donné qu'une relation de confiance est primordiale pour une collaboration potentielle future entre les deux parties (Paul et al., 2007). En effet, l'allure physique de l'équipe entrepreneuriale, sa manière de communiquer et de se comporter ainsi que ses souhaits concernant la relation potentielle future entre les deux parties vont faire évoluer le niveau de confiance de manière favorable ou défavorable (Certhoux & Rédis, 2015).

De plus, lorsqu'un investisseur décide de participer au capital d'une société, une relation d'agence se crée entre l'entrepreneur et l'investisseur ; ceux-ci sont alors appelés respectivement mandataire et mandant (Jensen & Meckling, 1976). Une relation de coopération est alors mise en place entre l'entrepreneur et l'investisseur (Certhoux & Rédis, 2015). Dans son analyse, Cherif (1999, p.168) se base sur la définition de Jensen et Meckling (1976) pour définir la relation d'agence comme étant « *un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engage une autre personne (l'agent) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un pouvoir de décision à l'agent* ». De par cette relation, une divergence d'intérêts peut alors apparaître ainsi qu'une asymétrie d'information, comme mentionné précédemment (Certhoux & Rédis, 2015, 2016). D'une part, les deux parties ont des fonctions d'utilité différentes et procèdent de manière à optimiser leurs utilités respectives. Cela cause alors des coûts d'agence, ce qui implique « *la nécessité d'aligner le comportement du dirigeant – l'agent- sur les intérêts des actionnaires- le principal* » (Certhoux, 2007, p.7). D'autre part, une asymétrie d'information est présente étant donné que le porteur du projet bénéficie d'une information supplémentaire et donc privilégiée sur le projet. Par conséquent, le business angel pourrait être confronté à un risque d'agence, l'entrepreneur étant tenté d'adopter un comportement opportuniste suite à la possession de cette information privilégiée (Certhoux & Rédis, 2015, 2016).

B. La phase de sélection

Lors de la deuxième phase appelée « phase de sélection », le business angel examine correctement toutes les données liées au projet et à l'entrepreneur, ce qui implique d'autres rencontres entre les deux agents pour permettre au business angel de

confirmer ses premières impressions. L'approfondissement de ses recherches sur l'opportunité implique dans un premier temps d'évaluer si l'opportunité correspond à ses critères de sélection en termes de localisation et de secteur d'activité, et dans un deuxième temps, d'analyser le business plan proposé par l'entrepreneur, ainsi qu'évaluer quelle serait sa contribution au sein du projet en dehors de sa contribution financière (Paul et al., 2007). Parmi les critères de sélection des business angels, nous pouvons retrouver le projet, la qualité de l'équipe, les projections chiffrées, l'environnement concurrentiel, la valorisation de l'entreprise et les possibilités de sortie (Certhoux & Rédis, 2016) mais une partie relative aux critères d'investissement des business angels est prévue dans la suite de ce travail. Il s'agit ici d'une phase difficile pour le business angel de par le manque d'informations lui permettant de prendre sa décision et la particularité des actifs à financer qui augmente le risque de l'investissement (Cherif, 1999).

C. La phase de négociation

On retrouve ensuite la phase de négociation, phase durant laquelle les dernières vérifications nécessaires sont réalisées. La due diligence est alors terminée. La négociation, souvent ardue, porte notamment sur le montant attendu par le business angel pour chaque niveau d'investissement. Ces négociations devant mener à un accord entre le business angel et l'entrepreneur peuvent être tendues, ce qui peut notamment s'expliquer par le fait que les business angels investissent au début du processus entrepreneurial, quand l'entreprise ne dispose que de peu de valeur. De plus, le moment et la manière dont les fonds d'investissement supplémentaires seront mis à disposition sont également évoqués lors de la négociation, ce qui ne se conclut pas systématiquement de manière formelle (Paul et al., 2007).

D. La phase de « management »

L'avant-dernière phase du processus d'investissement des business angels concerne la gestion de leur prise de participation. Les investisseurs qui s'impliquent activement dans le business après leur investissement sont généralement fort appréciés des porteurs de projet. De plus, mis à part le niveau de fonds disponible pour leur investissement, le temps est également un facteur important que les business angels

doivent prendre en compte. En effet, ils veillent à limiter le nombre de projets dans lesquels ils investissent afin de se concentrer de façon optimale sur chaque projet (Paul et al., 2007).

E. La phase de valorisation de l'investissement

La dernière phase est appelée « phase de valorisation de l'investissement ». Durant celle-ci, l'investissement touche à sa fin et le business angel quitte l'entreprise de la manière qui a été convenue plus tôt entre les deux parties (Paul et al., 2007).

Différentes possibilités existent concernant la manière dont un investisseur peut sortir du capital de l'entreprise (Munck & Saublens, 2006):

- un rachat par le management des parts de l'investisseur ;
- un rachat de l'entreprise par une autre firme ; ou
- une offre publique d'achat (IPO).

F. Limites de ce modèle

Le modèle de Paul, Whittam et Wyper (2007) a également montré qu'un business angel avait la possibilité de réévaluer la situation et donc de retourner une étape en arrière, dans le cas où une nouvelle information lui parvenait ou un événement inattendu survenait. Il faut préciser qu'il serait incorrect de voir ce modèle comme un processus doté de cinq phases distinctes car, dans la réalité, les étapes s'entremêlent et les limites ne sont pas correctement définies (Paul et al., 2007).

4.6 Pourquoi une jeune entreprise innovante fait-elle appel aux business angels ?

Un business angel répond à un besoin de financement de la part des entreprises. Les entrepreneurs font appel à eux dans le but de recevoir une aide financière afin de développer leur projet. Un grand nombre de recherches ont confirmé l'importance des business angels comme source de financement pour les firmes entrepreneuriales (Kelly & Hay, 2003). Levratto et Tessier (2016, p.144) affirment que « *les business angels sont considérés comme des acteurs clefs de financement de la croissance des jeunes entreprises innovantes* ». Saetre (2003) partage ces propos en affirmant que les business angels

représentent une source de capital social essentielle durant la phase d'amorçage du développement de nouvelles entreprises.

Le capital à risque semble être le mode de financement le plus à même de financer les jeunes entreprises innovantes durant leur phase de création, et les porteurs de projet vont préférer faire appel aux business angels plutôt qu'aux autres fournisseurs en capital-risque pour plusieurs raisons.

Premièrement, les « venture capitalists » (VC's) ou « porteurs de capital risque » investissent de plus gros montants que les business angels (Kelly & Hay, 2003) et préfèrent investir plus tard, au moment où le risque est plus faible (Wilson, 2011). De plus, selon Berthaud et Neumeister (2010, p.103), « *un business angel est beaucoup plus proche de l'économie réelle qu'un fonds d'investissement* ».

Ensuite, un entrepreneur est susceptible de faire appel à un business angel si celui-ci manque d'actifs personnels. En effet, les business angels se différencient de la plupart des autres sources de financement par l'une de leurs caractéristiques principales : leur accompagnement durant le processus d'investissement (Certhoux & Zenou, 2006). Seuls les porteurs de capital-risque partagent avec eux cette caractéristique importante (Levratto & Tessier, 2016). Ils jouent alors un rôle de conseiller et mettent à disposition des entrepreneurs leur expérience, leur réseau ainsi que leurs compétences. C'est notamment pour ces raisons que les business angels jouent un rôle essentiel dans le développement et la croissance des nouvelles entreprises (Mason, 2006 ; Kelly, 2007) et que beaucoup d'entrepreneurs choisissent d'être financés par ces « anges d'affaires » (Wilson, 2011). Cependant, nous verrons que ces derniers ne mettent pas toujours à disposition de l'entrepreneur leur expérience et qu'ils ne s'investissent pas toujours activement dans l'entreprise durant la phase « post-investissement ». De plus, ils sont également réputés pour intervenir dans des projets caractérisés par un niveau de risque élevé (Munck & Saublens, 2006).

Les business angels auraient également un rôle à jouer dans la situation économique d'un pays (Wilson, 2011). Selon une étude réalisée en France, les entreprises financées par les business angels favoriseraient plus la création d'emplois que les autres entreprises. De plus, il semblerait qu'ils contribueraient « *davantage à l'investissement et*

à l'innovation » (Certhoux & Rédis, 2016). Par exemple, en 2014, l'investissement de 36,5 millions d'euros réalisé par 4400 business angels aurait « *contribué à la création ou au maintien de 3000 emplois directs* » (Certhoux & Rédis, 2015, p.2). Selon Wilson (2011), de par leurs investissements réalisés plus localement et un nombre de secteurs différents plus important, les business angels supporteraient bien plus l'innovation que les « *venture capitalists* ».

Enfin, la présence d'un BA permettrait « *aux entreprises de mieux satisfaire leur besoin de financement, de combler leur déficit de connaissances, de développer leurs contacts et de faciliter l'accès à d'autres ressources financières* » (Levratto & Tessier, p.145).

Levratto et Tessier (2016) ont donc tenté de savoir si les entreprises soutenues par des investisseurs providentiels étaient vraiment plus performantes économiquement et financièrement parlant que celles qui n'en avaient pas. Suite à leur étude, ils ont pu constater, de manière générale, que les performances économiques et financières des entreprises qui étaient accompagnées de BA n'étaient pas forcément meilleures que celles des entreprises qui n'étaient pas soutenues par de tels investisseurs. Plus précisément, ils ont découvert que le financement par un BA était très favorable en ce qui concerne l'investissement productif, neutre dans le cas où on évaluait le chiffre d'affaires et ambigu concernant la création d'emplois. Leur rôle significatif dans la performance des entreprises est donc encore à vérifier.

Cependant, Certhoux et Rédis (2015, p.2) affirment que la participation des business angels dans le financement de l'entreprise permet de « *convaincre les fonds d'amorçage, les fonds régionaux de co-investissement et les banques régionales d'intervenir dans le tour de table* ». En effet, le fait de bénéficier du financement et de l'aide de business angels est un signal positif pour les autres investisseurs potentiels. Les business angels jouent donc un rôle de « *tremplin* » pour de futurs financements dans les jeunes entreprises innovantes.

V. Déterminants d'un investissement réalisé par un business angel

Nous savons maintenant pourquoi les business angels sont des acteurs déterminants dans le financement des jeunes entreprises innovantes. Nous allons maintenant nous intéresser à la relation qu'ils développent avec les porteurs de projet. Le fait qu'une relation entre un entrepreneur et un business angel fonctionne ou non va être déterminé par de nombreux facteurs, qu'ils soient pris en compte pendant la phase de pré-investissement ou pendant la phase de post-investissement. En effet, il existe une série de facteurs qui vont déterminer si l'investisseur accepte ou non de financer un projet et qui vont également déterminer le choix d'un entrepreneur pour un business angel. Par exemple, chaque investisseur a ses propres critères d'investissement et chaque entrepreneur, en fonction de ses caractéristiques et des caractéristiques du projet va préférer un type de business angel plutôt qu'un autre. L'analyse de ces facteurs est donc la base pour comprendre pourquoi une relation entrepreneur-business angel tend à fonctionner ou pas. Ensuite, nous mettrons en évidence d'autres facteurs qui peuvent influencer le succès d'une relation entre un entrepreneur et un business angel.

5.1 La phase de pré-investissement

La phase de pré-investissement, qui englobe les phases de familiarisation et de sélection, est une phase importante pour l'entrepreneur car « *c'est durant cette période que va se jouer en grande partie l'avenir du projet en fonction de la décision des BA d'investir ou non* » (Certhoux & Rédis, 2015, p.6). De plus, pour rappel, cette phase consiste pour l'investisseur à rechercher un maximum d'informations sur l'entrepreneur et son projet et à analyser son business plan (Guilhon & Montchaud, 2004).

5.1.1 Le business plan

Le business plan est le document minimum requis par un investisseur avant de considérer la possibilité d'investir (Mason & Stark, 2004). Shepherd et Douglas (1998) ajoutent que le business plan est le premier élément d'évaluation qu'offre un entrepreneur à un investisseur potentiel. En fonction de la qualité du business plan, l'investisseur potentiel décidera d'étudier plus en détails ou non la proposition. Seulement,

l'entrepreneur devra veiller à personnaliser son business plan en fonction de l'investisseur qui l'évaluera. En effet, les banques et les investisseurs en capital ont des exigences différentes et n'évalueront pas le business plan de la même manière.

Alors que les business angels auront une approche très différente des banques, ils se rapprocheront cependant des venture capitalists en termes d'évaluation (Mason & Stark, 2004). En ce qui concerne les banques, celles-ci prendront principalement en compte le degré de risque que le prêt représente pour elles. Afin d'évaluer le risque d'une firme, elles vont notamment se focaliser sur la capacité de la firme à générer suffisamment de cashflow pour rembourser le prêt de la banque et sur la présence d'une garantie que la banque pourra récupérer son investissement dans le cas où la société tombe en faillite (Wynant et al., 1991). Ainsi, les banques se focaliseront principalement sur les aspects financiers plutôt que sur les capacités entrepreneuriales ou les caractéristiques de l'opportunité. Quant aux VC's, ils insistent sur les problèmes liés au marché et les problèmes financiers ainsi qu'à l'entrepreneur et sa stratégie. Les business angels se rapprochent des VC's étant donné l'intérêt qu'ils portent également à ces différents aspects. Cependant, ces derniers accordent plus d'importance à l'aspect humain, et donc aux entrepreneurs, que les VC's (Mason & Stark, 2004). Les critères d'investissement sont donc différents d'un investisseur à un autre, ce qui implique que l'entrepreneur devra veiller à mettre davantage l'accent sur tel ou tel critère lorsqu'il rédigera son business plan.

5.1.2 Critères d'investissement d'un business angel

Plusieurs auteurs mentionnent dans leurs recherches les critères que peuvent prendre en compte les investisseurs lors de leur décision d'investissement.

Dans leur travail, Certhoux et Rédis (2015) font référence à l'étude de Boukris et Fritz (2011) et celle de Maxwell, Jeffrey et Lévesque (2011). Ils mentionnent dans un premier temps l'étude de Boukris et Fritz, qui stipule que les business angels décident d'investir selon six critères : « *le projet, la qualité de l'équipe, l'environnement concurrentiel, les projections chiffrées, la valorisation de l'entreprise, et les possibilités de sortie* » (Certhoux et Redis, 2015, p.6). Quant à l'étude de Maxwell, Jeffrey et Lévesque (2011), elle mentionne les huit critères que l'on retrouve le plus souvent dans la littérature.

Certhoux et Rédis (2015, p.6) les ont résumés comme étant « *la demande potentielle du nouveau produit ou service, le stade de développement du produit ou du service, la capacité juridique à protéger le nouveau produit ou service des risques d'imitation, la stratégie de commercialisation et les relations avec les distributeurs, le potentiel de croissance du marché, l'expérience de l'équipe entrepreneuriale et le potentiel de profitabilité de l'entreprise* ». Selon les trois auteurs, la présentation du projet représente une étape importante pour l'entrepreneur puisque le business angel évaluera la confiance que dégage le porteur de projet en fonction de son discours, son apparence ainsi que son comportement (Maxwell et al., 2011). Pour Van Osnabrugge et Robinson (2000), les critères les plus importants seraient liés aux caractéristiques de l'entrepreneur et de son équipe que l'on peut percevoir, et plus particulièrement la fiabilité perçue de l'entrepreneur.

Le profil et l'expérience de l'entrepreneur sont également des éléments auxquels les business angels accorderaient de l'importance (Certhoux & Rédis, 2015).

Ainsi, les critères d'investissement peuvent être réunis en trois catégories (Certhoux & Rédis, 2015). La première englobe les critères économiques et financiers selon Mason (2004) et Stark (2004). Ensuite, Haines et al. (2003) mettent l'accent sur les critères qui concernent le capital humain et donc les compétences en tant que créateur et la constitution de son équipe. Enfin, la troisième catégorie de critères concerne les compétences communicationnelles et sociales du porteur de projet (Feeney et al., 2010).

Enfin, Mason et al. (2016) affirment à travers leur étude que l'aspect humain joue un rôle dominant dans la réussite d'une opération de financement. Ils soulèvent quatre tendances, à travers les interviews qu'ils ont réalisées, qui montrent les raisons pour lesquelles un business angel déciderait d'accepter une opportunité d'investissement. Premièrement, le fait que l'entrepreneur soit ouvert et franc, digne de confiance et honnête est déjà un point positif. Ensuite, les business angels cherchent à investir dans des entrepreneurs intelligents et compétents. Le porteur de projet doit démontrer qu'il connaît le terrain, le marché dans lequel il se lance. De plus, les entrepreneurs doivent faire preuve de réalisme, en particulier en termes d'estimation et de partage équitable. Enfin, le business angel doit ressentir un rapport particulier avec l'entrepreneur.

On peut également lire dans l'étude de Collewaert et Bammens (2014) que l'aspect social joue un rôle important dans le processus d'investissement de firmes entrepreneuriales, que ce soit dans la phase de pré-investissement ou post-investissement.

Tableau 1 : Récapitulatif des critères d'investissement des business angels par auteur.

Auteurs de l'étude	Critères d'investissement
Boukris & Fritz (2011)	« Le projet, la qualité de l'équipe, l'environnement concurrentiel, les projections chiffrées, la valorisation de l'entreprise, et les possibilités de sortie » (Certhoux et Redis, 2015, p.6).
Maxwell & Lévesque (2011)	« La demande potentielle du nouveau produit ou service, le stade de développement du produit ou du service, la capacité juridique à protéger le nouveau produit ou service des risques d'imitation, la stratégie de commercialisation et les relations avec les distributeurs, le potentiel de croissance du marché, l'expérience de l'équipe entrepreneuriale et le potentiel de profitabilité de l'entreprise » (Certhoux et Redis, 2015, p.6). + la présentation du projet.
Certhoux & Redis (2015)	Le profil et l'expérience de l'entrepreneur.
Van Osnabrugge & Robinson (2000)	Les caractéristiques de l'entrepreneur et de son équipe, la confiance que dégage l'entrepreneur.
Mason et al. (2016)	Aspect humain : Ouverture et franchise de l'entrepreneur, intelligence et compétences de l'entrepreneur, réalisme de la part de l'entrepreneur en particulier en termes d'estimation et de partage équitable, rapport particulier entre l'investisseur et l'entrepreneur.

5.1.3 Le choix de l'entrepreneur pour le business angel

Il est évident qu'un investisseur dispose de critères d'investissement qui vont l'aider à choisir dans quel projet investir. Mais qu'en est-il des entrepreneurs ? Ont-ils également la possibilité de « choisir » les investisseurs qui financeront leur projet ? Certhoux (2007) s'est penché sur la question et pense que l'entrepreneur possède également un degré de liberté dans le processus de financement. Il se demande alors si l'entrepreneur ne va pas rechercher des investisseurs expérimentés qui peuvent lui apporter un apport autre que

financier, utile à la croissance de son entreprise. Pour ce faire, il aura dû faire l'analyse des ressources et compétences qu'il possède déjà pour pouvoir évaluer celles qui manquent au développement de son entreprise.

5.1.4 Conclusion

La naissance et la construction de la relation va donc se baser sur la combinaison de deux actions. D'une part, la recherche de l'entrepreneur d'un « capital pertinent » qui implique de l'argent, des compétences, un réseau ainsi qu'une implication dans l'entreprise. Une fois que l'entrepreneur a trouvé l'investisseur répondant à ses attentes, il instaure un climat de confiance afin de créer un contexte favorable à une coopération efficace (Certhoux, 2007). Cela implique une « *transparence de l'information, une validation des décisions stratégiques et de gestion par l'investisseur, le développement d'une relation sociale* » (Certhoux, 2007, p.28). D'autre part, la recherche d'un business angel d'un projet qui nécessite des ressources, qu'il peut lui-même apporter pour le développement du projet (Certhoux, 2007).

5.2 La phase de post-investissement

5.2.1 Le pacte d'actionnaires

Les pactes d'actionnaires sont utilisés durant la réalisation d'un investissement dans le but de « *fixer par contrat certaines dispositions destinées à réduire le plus possible la probabilité d'apparition de conflits d'intérêt* » (Cherif, 1999, p.173). Les investisseurs vont pouvoir mentionner dans ces contrats « *les modalités d'allocation des fonds et les mécanismes de contrôle et d'incitation qu'ils souhaitent instaurer* » (Guilhon & Montchaud, 2004, p.65).

Dans un premier temps, les deux parties vont se mettre d'accord sur les modalités concernant l'entrée au capital telles que le prix, le choix du type de titres utilisés ou la part de capital demandé par les financiers. Dans un deuxième temps, il s'agit de fixer par contrat les modalités de contrôle de l'investisseur, notamment sa « *représentation au conseil d'administration, présentation régulière des résultats, financement par étapes, participations aux décisions stratégiques, etc.* » (Guilhon & Montchaud, 2004, p.65). Enfin,

les mécanismes d'incitation consistent par exemple à se mettre d'accord sur une augmentation des parts des managers dans le cas où le projet serait un succès, et cela, dans le but de les inciter à obtenir les objectifs fixés (Guilhon & Montchaud, 2004).

Le pacte d'actionnaires permet également de fixer les termes de sortie du capital par l'investisseur. Cette partie de l'accord est importante dans le sens où elle peut provoquer des conflits si celle-ci n'est pas bien définie.

Même si les contrats sont souvent personnalisés dans le cas de business angels, ils contiennent tout de même quelques clauses standards qui permettent « *non seulement de limiter les conflits d'intérêts entre actionnaires, mais aussi à faciliter la sortie des investisseurs, et à améliorer la liquidité des titres* » (Cherif, 1999, p.173-174).

De plus, ces contrats sont valables juridiquement et sont opposables devant les tribunaux de commerce, ce qui les rend légitimes (Cherif, 1999).

5.2.2 Facteurs clés de succès d'un investissement réalisé par un business angel

Les facteurs de succès mentionnés ci-après sont des facteurs influençant positivement le succès d'un investissement réalisé par un business angel et non d'une relation entre un business angel et un entrepreneur. Cependant, nous partons du principe que le succès de la relation BA-entrepreneur joue un rôle dans le succès de l'investissement réalisé par un BA et que les facteurs de succès sont donc valables dans les deux cas.

Un des facteurs clés que Wilson (2011) mentionne dans ses travaux concerne l'expérience des investisseurs en tant qu'entrepreneur. En effet, les meilleurs BA sont ceux qui partagent leur expérience avec les entrepreneurs et les aide à développer leur business. Wiltbank (2009) appuie cette théorie et précise que si les BA bénéficient d'une expérience entrepreneuriale, c'est-à-dire qu'ils ont créé au minimum trois entreprises, l'entreprise dans laquelle ils ont investi profite d'une valorisation supérieure.

Wilson mentionne également l'importance pour les business angels de mener une opération de « due diligence » avant d'investir (Wilson, 2011). C'est notamment grâce au bagage professionnel de l'investisseur que celui-ci va pouvoir mener cette opération, qui est nécessaire pour évaluer les risques et la valeur de l'investissement (Politis, 2008). Même

si cette opération peut prendre du temps et coûter de l'argent (Wilson, 2011), au plus le nombre d'heures passées à la due diligence sera élevé (au minimum 20 heures selon l'auteur), meilleur sera l'effet sur le rendement de l'investissement (Wiltbank & Boeker, 2007). De ce fait, les BA ont tendance à faire partie d'un groupe ou d'un réseau afin de partager le travail et les coûts que peuvent entraîner la due diligence (Wilson, 2011).

Investir dans un secteur dans lequel le BA a de l'expérience serait également bénéfique pour l'investissement (Wilson, 2011 ; Wiltbank, 2009). De cette manière, sa capacité à aider l'entreprise dans laquelle il a investi ne fait qu'accroître (Wilson, 2011). D'ailleurs, les recherches menées par le professeur Wiltbank ont montré une corrélation entre l'expérience de l'investisseur dans le secteur et le rendement de son investissement (Wiltbank & Boeker, 2007).

Wiltbank (2009) ajoute un autre facteur significatif quant au succès d'un investissement, celui de l'implication active du business angel dans le processus de développement de l'entreprise, qui implique d'être présent au conseil d'administration, donner des conseils ainsi que mettre en place un coaching et un mentoring. De plus, la participation active dans l'accompagnement de la jeune entreprise permettrait de réduire le risque d'agence qu'encourt l'investisseur (Certhoux & Rédis, 2015).

5.2.3 Les conflits inhérents à la relation business angel – entrepreneur

Les conflits sont critiques dans le fonctionnement quotidien d'une relation entre un investisseur et un entrepreneur (Collewaert, 2012). Les investisseurs providentiels et les entrepreneurs peuvent être considérés comme des équipes similaires aux autres si on prend en compte le fait qu'ils doivent travailler ensemble, quels que soient les niveaux de conflits qui pourraient exister, de manière à atteindre leurs objectifs (Collewaert, 2012 ; Lim et al., 2013). Spécialement en ce qui concerne une relation de type business angel-entrepreneur, les conflits peuvent augmenter l'intention de quitter l'entreprise chez les deux parties (Collewaert, 2012). Cependant, certains affirment que le conflit est quelque chose d'inhérent à l'innovation (Hulsheger et al., 2009).

Jehn & Bendersky (2003) proposent une définition de la notion de « conflit » à partir de la littérature et la définissent comme étant des incompatibilités perçues ou des points de vue divergents au sein des parties impliquées.

De plus, grâce aux travaux de Jehn (1995) et de Jehn et Bendersky (2003), nous pouvons distinguer les conflits de tâche des conflits relationnels.

Les premiers concernent les conflits à propos de ce qui doit être fait, comment et par qui cela doit être fait, tandis que les deuxièmes concernent les conflits interpersonnels ou émotionnels qu'il peut y avoir entre des business angels et des entrepreneurs (Collewaert & Sapienza, 2016). En ce qui concerne les conflits de tâche, certains chercheurs ont affirmé que ces derniers avaient généralement un effet négatif sur la prise de décision, l'innovation et le fonctionnement de l'équipe étant donné la consommation de ressources cognitives et la création de tensions, ce qui pourrait à son tour compromettre le traitement de l'information et réduire la capacité de la pensée créative (Jehn & Bendersky, 2003). Cependant, d'autres ont soutenu que les conflits de tâche augmentaient le partage d'informations et l'évaluation d'alternatives, et donnaient lieu à un plus grand nombre d'opinions et perspectives différentes (ex : Baron, 1984 ; De Dreu & West, 2001 ; Nemeth, 1995). Sur le long terme, des conflits de tâche pourraient donc être bénéfiques étant donné la création d'une plus grande variété et créativité au niveau des idées reçues et des décisions prises, une fois la confiance établie entre les deux parties (Collewaert & Sapienza, 2016).

Cependant, cet avantage ne serait vrai que dans certaines circonstances (De Wit et al., 2012). Notamment, le type d'équipe concerné est une variable à prendre en compte lorsqu'on étudie les effets des conflits de tâche sur l'innovation (De Wit et al., 2012). Lorsqu'on est face à une équipe composée d'un investisseur et d'un entrepreneur, Collewaert et Sapienza (2016) affirment que les conflits de tâche pourraient être négatifs pour l'innovation. En effet, les équipes composées de business angels et d'entrepreneurs sont différentes des équipes travaillant dans un contexte organisationnel traditionnel malgré qu'ils soient tous les deux constitués d'un ensemble d'individus interdépendants. Dans les équipes de travail traditionnelles, les missions et les objectifs sont souvent décidés à un niveau plus élevé dans la hiérarchie et sont ensuite dictés aux individus opérant dans

ces équipes. Les tâches à exécuter sont souvent simplement attribuées. Par conséquent, lorsque des conflits de tâche surviennent, ceux-ci peuvent être considérés comme des tentatives pour corriger ou améliorer les méthodes d'exécution d'une tâche assignée. Ces paramètres sont très différents de ceux des équipes constituées de business angels et d'entrepreneurs, où les tâches à exécuter sont ouvertes aux différends. En effet, les équipes composées d'investisseurs providentiels et d'entrepreneurs, ne se caractérisent pas par le même degré de hiérarchie, ces derniers se considérant comme des partenaires (Collewaert & Sapienza, 2016). Les business angels ont même tendance à se décrire comme des « co-entrepreneurs » (Politis, 2008), ce qui implique une égalité entre les deux parties. Cependant, il arrive que le statut du business angel évolue fortement et qu'il finisse par « prendre la place » du dirigeant, comme le mentionnent Certhoux et Zenou (2006). Dans le cas où l'égalité caractérise la relation entre les deux parties, celle-ci permet un partenariat plus étroit mais peut toutefois être problématique étant donné que la hiérarchie favorise la résolution des conflits par l'autorité. En effet, lorsque la hiérarchie est absente, il n'y a pas de responsable désigné clairement pour prendre les responsabilités et résoudre les désaccords (Appelbaum et al., 1999). Afin de résoudre les différends futurs, les business angels ont tendance à s'appuyer davantage sur la relation qu'ils développent avec leurs entrepreneurs étant donné la coopération qui émane de cette relation (Kelly & Hay, 2003). Ces deux aspects distincts à propos des équipes d'investisseurs providentiels et d'entrepreneurs peuvent rendre leurs conflits de tâche interminables et pourraient prendre plus de temps à être résolus qu'ils ne le seraient dans d'autres circonstances (Collewaert & Sapienza, 2016). Or, un retard dans le traitement et la résolution de désaccords importants est problématique lorsqu'on parle d'innovation car cela consomme du temps et d'autres ressources managériales précieuses (Ahuja et al., 2008).

A la fin de leur travail, Collewaert et Sapienza (2016) font la conclusion que les conflits de tâche sont nuisibles lorsque les deux parties ne sont pas d'accord sur les priorités de l'entreprise, quand il y a peu de différence dans les niveaux d'expérience entrepreneuriale de l'équipe BA-entrepreneur et lorsqu'il existe un haut niveau de communication entre les entrepreneurs et les investisseurs. Ces résultats suggèrent que l'harmonie et la direction sont profitables à ces équipes en ce sens que celles-ci doivent être synchronisées les unes avec les autres. De plus, la présence d'un coordinateur est

essentielle pour prendre les initiatives. Le fait qu'une communication fréquente soit négative pour la relation n'est cependant pas partagée par la littérature en général comme l'affirment Collewaert et Sapienza (2016). En effet, selon les autres travaux, une communication fréquente serait efficace dans les relations puisque celle-ci facilite la coordination, l'échange d'informations, le partage de connaissances ainsi que l'interaction (Collewaert & Sapienza, 2016).

5.2.4 La confiance

a. Définition et rôle

Rousseau et ses collègues (1998) définissent la confiance comme étant l'acceptation de la vulnérabilité dans une relation en fonction des attentes positives des intentions ou des comportements de l'autre partie.

Comme dit précédemment, les business angels rencontrent des risques d'agence suite à la présence d'asymétrie d'information entre les business angels et l'entrepreneur (Jensen & Meckling, 1976). Afin d'y faire face, la confiance accordée par un business angel à un entrepreneur va être un facteur déterminant (Kelly & Hay, 2003). Certhoux (2007) valide ces derniers propos en affirmant que « *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* ». La confiance est d'ailleurs l'élément régulateur le plus souvent cité parmi les critères d'investissement d'un investisseur (Certhoux & Rédis, 2015). C'est également un problème essentiel que l'on retrouve dans une relation entrepreneur-business angel (Shepherd & Zacharakis (2001), cités dans Saetre, 2003).

b. Les déterminants de la confiance

On ne peut parler de relation contractuelle sans parler de confiance, celle-ci étant par conséquent à la base de tout financement potentiel (Belze & Gauthier, 2000). La confiance va se façonner à travers le temps (Certhoux & Rédis, 2015) en fonction de différents paramètres personnels, interpersonnels et sociaux qui vont intervenir durant sa création (Lefebvre & Lefebvre, 2013). Dans un premier temps, le niveau de confiance va

être déterminé selon le caractère du business angel et sa prédétermination à offrir sa confiance (Lewicki et al., 2006). Puis, le niveau de confiance évoluera positivement ou négativement selon certains facteurs extérieurs tels que des acteurs sociaux qui peuvent jouer un rôle dans la réputation de l'équipe entrepreneuriale, puisque ces acteurs connaissent l'équipe en question (Paul et al., 2007). La présentation du projet est d'ailleurs une étape déterminante car c'est durant cette présentation que les business angels évalueront le niveau de confiance initiale (Certhoux & Rédis, 2015) en fonction de certains éléments mentionnés plus tôt dans la partie « processus d'investissement » de ce travail. Si la confiance venait à être détruite lors de la présentation du projet, il serait pratiquement impossible de la rétablir (Maxwell, 2011) car celle-ci aura provoqué certains sentiments, comme la colère par exemple (Lewicki et al., 2006).

Certhoux et Rédis (2015) concluent leur étude en affirmant que la fiabilité perçue de l'entrepreneur, son expérience et son réalisme sont des facteurs qui renforcent la confiance des business angels envers lui. En plus de ces facteurs, nous pouvons également ajouter l'ouverture de l'entrepreneur, notamment sa « *réceptivité aux conseils des financeurs et capacité à partager les informations confidentielles avec eux* » et l'importance qu'il accorde à une bonne communication (Certhoux & Rédis, 2015, p.23).

Quant à Sheperd et Zacharakis (2001), ceux-ci proposent, au terme de leur travail, qu'une relation de confiance peut s'établir entre l'entrepreneur et l'investisseur à travers : (a) des signaux de la part de l'entrepreneur quant à son implication et la cohérence de ses décisions, (b) la loyauté et la justesse de l'entrepreneur perçue par l'investisseur, (c) une bonne adéquation entre les deux parties, (c) une communication fréquente et honnête. De plus, il ajoute que les communications fréquentes et sincères peuvent servir de catalyseur aux autres mécanismes de construction de la confiance.

c. Confiance cognitive vs confiance affective

Collewaert et Bammens (2014) se sont également intéressés au rôle de la confiance entre des business angels et des entrepreneurs. Dans leur étude, ils mettent en avant le fait que la littérature fait une distinction entre la confiance cognitive et la confiance affective. La première repose sur l'information que l'investisseur détient et la vision que

l'investisseur se fait des compétences et du caractère de l'entrepreneur, cette compréhension cognitive rendant le comportement de l'entrepreneur plus prévisible. Tandis que la confiance affective désigne un lien émotionnel étroit entre l'investisseur et l'entrepreneur, où les sentiments d'attention, d'intimité et de préoccupation constituent la base des attentes positives des deux parties. La confiance cognitive basée sur le caractère est pertinente dans la plupart des relations professionnelles, y compris les relations entre business angels et entrepreneurs, où la connaissance de la fiabilité de l'autre partie est jugée importante et se développe habituellement grâce à des échanges continus (Collewaert & Bammens, 2014). Bien que la confiance affective puisse également se développer dans les relations business angels-entrepreneurs en raison de la liaison personnelle et de l'empathie (Lewicki et al., 2006 ; Paul et al., 2007), des recherches sur la relation post-investissement entre investisseurs providentiels et entrepreneurs suggèrent que cette confiance axée sur les affects est moins conséquente pour leurs considérations et leurs décisions (Collewaert & Bammens, 2014). Ainsi, des conflits affectifs au sein de la relation n'affecteront pas les intentions des entrepreneurs ou des business angels à quitter l'entreprise alors que des conflits basés sur des considérations cognitives et plus rationnels vont affecter ces intentions (Collewaert, 2012).

VI. Conclusion

Dans un premier temps, la partie théorique a permis de définir le contexte dans lequel s'inscrivaient les business angels et de comprendre leur rôle et leur importance au sein des jeunes entreprises innovantes.

Ensuite, elle a pu également mettre en évidence, d'une part, les facteurs qui peuvent influencer la décision d'investissement et donc la potentielle relation future entre un business angel et un entrepreneur et, d'autre part, les facteurs qui peuvent influencer le succès de la relation entre les deux parties.

PARTIE 2 : Etude empirique

I. Introduction

La partie empirique du travail va permettre de répondre à la problématique étudiée à l'aide d'une méthodologie choisie. Dans cette section, un cadre conceptuel sera établi sur base de la revue de littérature afin de synthétiser les éléments présentés dans la partie théorique. Ensuite, la démarche méthodologique utilisée sera présentée, ainsi que les résultats liés à l'étude. Enfin, une discussion quant à ces résultats sera abordée.

II. Cadre conceptuel

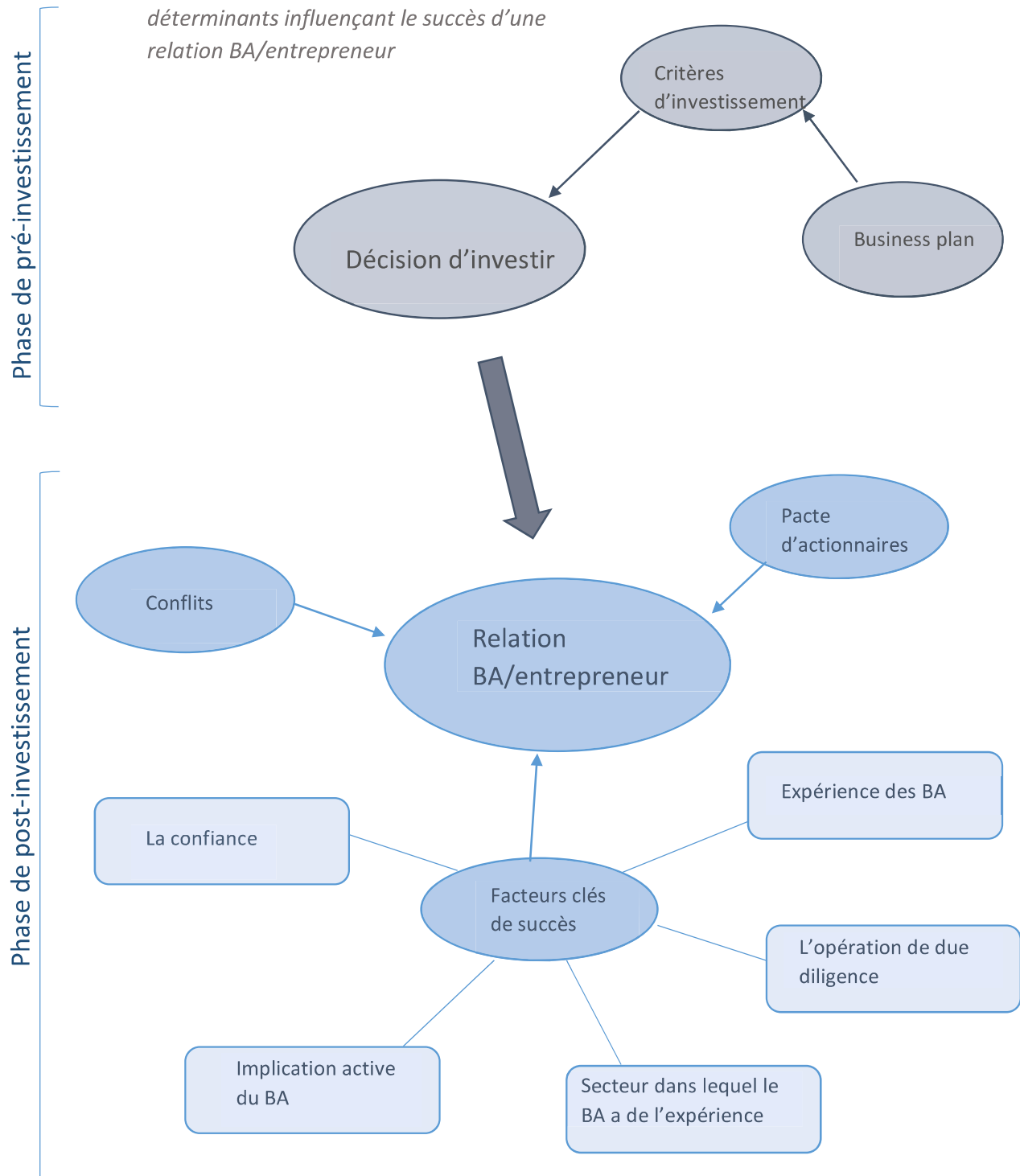
La revue de littérature a permis de mettre en évidence plusieurs éléments qui pouvaient influencer le succès d'une relation entre un business angel et un entrepreneur. Ces éléments ont été repris dans l'illustration 5 de la page suivante afin d'avoir une meilleure vue d'ensemble.

Ainsi, c'est durant la phase de pré-investissement que le business angel prendra sa décision d'investir ou non dans un projet. Dans un premier temps, celui-ci va analyser le business plan de l'entrepreneur pour décider s'il étudiera ou non la proposition plus en détails. Ensuite, il évaluera le dossier de manière plus détaillée en fonction d'un certain nombre de critères préétablis par lui-même.

Une fois que le business angel a décidé d'investir dans un projet, il se retrouve, avec l'entrepreneur, dans la phase de post-investissement. Durant celle-ci, une relation entre les deux parties va se créer et sera influencée par de nombreux facteurs. Tout d'abord, le pacte d'actionnaires va permettre aux deux parties de se mettre d'accord sur une série de modalités concernant l'investissement. Le pacte d'actionnaires peut donc être vu comme une base à la relation qui se développera ensuite entre le business angel et l'entrepreneur. Ensuite, certains facteurs feront en sorte que la relation soit un succès ou non, tels que l'expérience en tant qu'entrepreneur du business angel, la conduite d'une opération de due diligence, le secteur dans lequel le BA a de l'expérience et l'implication active du BA au sein de l'entreprise. Des conflits pourront également survenir entre les deux parties et la

nature de ceux-ci influenceront le déroulement de la relation entre les deux sujets. Enfin, la confiance semble également jouer un rôle important dans la relation entre le business angel et l'entrepreneur.

Illustration 5: Modèle conceptuel des déterminants influençant le succès d'une relation BA/entrepreneur



III. Méthodologie

3.1 Rappel de la problématique

L'objectif de cette section est de répondre à la problématique suivante : « Quels sont les éléments qui influencent le succès d'une relation entre un entrepreneur et un business angel ? ». Pour répondre à cette question, plusieurs sous-questions de recherche ont été formulées à partir de la partie théorique: le type de profil d'un BA va-t-il influencer le succès de la relation entre le porteur de projet et le business angel ? La confiance est-elle légitime dans le succès d'une relation entre un business angel et un entrepreneur ? Quels éléments peuvent-ils conduire à des conflits ?

3.2 Composition de l'échantillon

L'échantillon de cette étude est constitué de business angels d'une part, et d'entrepreneurs d'autre part. Ils sont au nombre de 6 et 5 respectivement. Le choix d'interviewer à la fois des entrepreneurs et des BA s'explique par plusieurs raisons. D'une part, pour découvrir si une différence notoire existe entre le point de vue des business angels et des entrepreneurs. D'autre part, certains éléments nécessitaient les témoignages des deux parties, spécialement concernant la phase « pré-investissement ». Les critères retenus pour le choix des sujets à interviewer étaient, pour le business angel, d'avoir déjà investi dans une jeune entreprise innovante et pour l'entrepreneur, d'avoir créé une start-up innovante financée par un ou plusieurs business angels. Cependant, un des sujets choisis n'a pas encore investi dans une jeune entreprise innovante mais cherche à y investir. Il a tout de même été accepté dans l'échantillon, étant donné que celui-ci disposait tout de même d'une expérience en tant qu'entrepreneur.

L'objectif de départ était d'interroger des business angels et des entrepreneurs qui étaient liés par leur investissement afin de réaliser des comparaisons entre les deux points de vue. Malheureusement, ceci n'a pas été possible par manque de temps et d'organisation. Ceci a toutefois pu être réalisé pour un business angel et un entrepreneur.

Afin de composer l'échantillon, j'ai pu bénéficier de l'aide du gérant de l'entreprise Next Steps, qui fournit des solutions de financement aux entreprises. Celui-ci m'a donc

communiqué les adresses e-mail des business angels et des entrepreneurs qu'il avait dans son réseau pour que je puisse les contacter. Suite à l'envoi de mon e-mail leur expliquant l'objectif de mon mémoire, un grand nombre d'entre eux ont répondu positivement.

Les personnes que j'ai interrogées sont reprises dans le tableau ci-dessous afin de les présenter. Cependant, des noms d'emprunt ont été utilisés afin de garder au maximum l'anonymat des business angels et des entrepreneurs.

Tableau 2: Présentation des business angels interrogés.

Les business angels	
Olivier	Business angel qui gère en parallèle une fonction de CFO dans une société destinée au matériel médical.
Jean	Business angel au sein du réseau BeAngels, Jean travaille également dans l'industrie des services financiers.
Nicolas	Il est en train de créer une société et cherche également à investir dans différentes sociétés.
Pierre	Business angel qui est avant tout entrepreneur. En effet, Pierre a créé deux entreprises liées au domaine de l'Internet et a récemment créé un incubateur.
Laurence	Faisant partie du réseau BeAngels, ce BA a notamment investi dans l'entreprise dirigée par Jérôme.
Valentin	Business angel professionnel dans le domaine de l'internet et ayant un passé d'entrepreneur.

Tableau 3 : Présentation des entrepreneurs interrogés.

Les entrepreneurs	
Marine	Elle a créé, et est la CEO, d'une entreprise proposant un produit améliorant le bien-être des mamans et de leur bébé.
Louis	Il travaille dans une start-up de bio-technologie et est associé au gérant de la start-up.
Vincent	Ingénieur civil de formation, Vincent a co-fondé une start-up qui fait de l'analyse de produits alimentaires.
Marc	Celui-ci a créé plusieurs start-ups, notamment dans le secteur de la biotechnologie. De plus, Marc a investi dans deux des entreprises qu'il a co-crées.

Jérôme	Jérôme est un entrepreneur qui a créé une start-up technologique dans le secteur médical et qui en est le CEO aujourd'hui.
---------------	--

3.3 Technique de recueil des données

Pour la réalisation de l'étude, les données ont été récoltées à travers des entretiens individuels semi-directifs, qui avaient une durée tout à fait variable selon la personne et la méthode de collecte de données choisie. En effet, les entretiens en face à face ont tendance à faciliter la discussion, ce qui pousse l'interviewé à parler davantage contrairement aux entretiens téléphoniques. Malheureusement, les entretiens ont été réalisés dans la plupart des cas par téléphone étant donné le temps limité que les interrogés pouvaient m'accorder.

Pour ce faire, un guide d'entretien a été réalisé par moi-même, avec l'approbation de ma promotrice et de ma co-promotrice. Le guide d'entretien était adapté selon que l'interview soit destinée à un business angel ou à un entrepreneur. De plus, il se peut que l'ordre des questions soit modifié selon le déroulement de l'interview, et que d'autres questions aient été rajoutées. Une fois les interviews terminées, je me suis rendue compte que certains éléments nécessaires à l'analyse de mes résultats manquaient. J'ai donc décidé de recontacter les business angels afin de leur poser des questions supplémentaires ; cependant seulement trois d'entre eux étaient disponibles pour cette 2^e partie d'interview.

La méthode choisie étant la méthode semi-directive, le guide d'entretien a été établi selon certains thèmes à aborder sans ordre prédéfini. En effet, il s'agit ici d'un échange entre l'interviewer et l'interviewé plutôt que d'un interrogatoire « subi » par l'interviewé, pendant lequel le guide d'entretien a été utilisé afin de cadrer la discussion et pour faire en sorte que tous les thèmes aient bien été évoqués.

Le guide d'entretien me permet de connaître le point de vue du business angel, d'une part, et celui de l'entrepreneur, d'autre part, à propos des investissements réalisés par les business angels et, essentiellement, sur la relation qu'ils ont avec leur entrepreneur.

Avec l'accord des personnes interrogées, les entretiens ont pu être enregistrés dans le but d'en faire une retranscription, nécessaire à une bonne analyse ultérieure. Celle-ci a pu être effectuée en classant le contenu selon des thèmes particuliers.

IV. Résultats

Afin de faciliter la compréhension des résultats, ceux-ci seront présentés selon différentes thématiques liées à la partie théorique et aux entretiens. Cependant, il se peut que certaines thématiques qui ne se retrouvent pas dans la partie théorique soient utilisées de façon à exploiter toutes les données des interviews qui semblent pertinentes. C'est donc à partir de la revue de littérature principalement que je vais tenter de mettre en avant les facteurs qui influencent la réussite d'une relation entre un business angel et un entrepreneur.

4.1 La phase de pré-investissement

4.1.1 Critères d'investissement des business angels

Sur les six business angels interrogés, deux ont déclaré que ce qu'ils regardaient en premier lieu, lors d'une décision d'investissement, était le projet en lui-même, qui inclut son potentiel sur le long terme : « *Le premier critère serait le potentiel sur le long terme du projet. (...) donc je dirais même privilégier d'abord sur le projet qui a le plus d'impact possible (...) celui qui aura possiblement le meilleur retour financier aussi* » (Annexe 2 - Interview n°9) ; « *Le premier c'est sur la proposition d'entrepreneur, business model bien établi, bien défini ou pas, est-ce que la proposition qu'il fait me semble faire du sens...* » (Annexe 2 - Interview n°8). Pour Olivier et Laurence, le projet en tant que tel est également un critère mais celui-ci reste en 2^e position pour cette dernière alors qu'Olivier n'a pas mentionné le niveau d'importance de ce critère. Quant à Nicolas, le caractère sociétal du projet a également son importance : « *il faut que le projet il ait un sens sociétal, environnemental, humain, il faut qu'il y ait un sens derrière* » (Annexe 2 - Interview n°9).

L'entrepreneur lui-même ainsi que son équipe sont également des éléments à prendre en compte lors d'une décision d'investissement. Si cet élément est le 1^{er} critère d'investissement en ce qui concerne Laurence, Pierre et Valentin, ce critère se place en 2^e position pour Jean. Nicolas exprime également que le troisième critère qui influencera sa décision est lié à l'équipe entrepreneuriale : « *ce qui va m'intéresser c'est d'accompagner une équipe qui met du sens dans ce qu'elle fait et qui y croit et une équipe qui est soudée*

aussi » (Annexe 2 - Interview n°9). Pour reprendre les propos de Laurence : « alors d'abord, pour moi, le tout premier critère qui est un no go c'est celui de la personnalité de l'entrepreneur » (Annexe 2 – Interview n°10)

De plus, si on en croit les propos de Jean, on peut également en déduire que le temps est une donnée à prendre en compte lors d'une décision d'investissement. En effet, il lui est déjà arrivé de refuser un projet, doté d'un vrai potentiel, par manque de temps.

Enfin, pour Valentin, le stade de développement de l'entreprise est également une donnée à ne pas négliger lorsque celui-ci évalue le dossier d'un projet. Pour reprendre ses propos : *« la deuxième chose c'est le moment dans lequel ils sont, donc un business angel investit avant que la société ait besoin de vraiment "scaler" et après qu'elle soit passée de stade de (...) il faut qu'elle ait déjà quelques clients donc le moment est très important. Avant c'est trop tôt et après c'est trop tard pour un business angel »* (Annexe 2 - Interview n°11).

4.1.2 Le business plan

Lorsque Laurence regarde un business plan, elle regarde essentiellement les budgets alloués à la rémunération et au marketing. Quant à Pierre, il accorde plus d'importance à la forme qu'au fond. Selon lui, la façon dont est rédigé le business plan révèle la capacité qu'ont les fondateurs à comprendre leur propre business et comment ils ont réfléchi à la problématique et à sa solution. Voici ses propos exacts : *« La façon dont c'est présenté c'est important parce que quand les fondateurs ont une bonne compréhension de leur propre business, ça ressort assez vite d'un business plan parce que les choses très simples sont difficiles à présenter et demandent une compréhension solide de la chose et quand c'est bien présenté on comprend vite donc oui c'est très très important plutôt dans la forme que dans le fond évidemment où on peut pas connaître le futur, c'est difficile de faire des projections surtout sur des business très nouveaux mais tout de même dans la qualité du business plan on voit comment les fondateurs ont réfléchi à la problématique et comment ils ont solutionné le problème donc ça c'est vraiment important. »* (Annexe 2 - Interview n°6). Enfin, en ce qui concerne Valentin, celui-ci accorde de l'importance à l'équipe quand il regarde un business plan. Il regarde également le plan

financier et les perspectives d'évolution à l'international de l'entreprise. De plus, lorsque celui-ci analyse un business plan, il utilise la méthodologie Pimentomap.

4.1.3 Choix du business angel

Tous les entrepreneurs interrogés, excepté un, ont admis qu'ils recherchaient des investisseurs qui pouvaient leur apporter plus qu'un apport financier. En effet, Marine ne cherchait pas de business angels au départ, ce sont eux qui sont venus à elle par levier du crowdfunding mais ceux-ci ne s'impliquent pas spécialement dans l'entreprise. Quant aux autres, Louis a choisi ses investisseurs pour leurs compétences en biotechnologie et en gestion. Vincent fait lui très attention à ce que les investisseurs peuvent amener en termes de réseau, de connaissance du secteur, et d'expertise particulière. Ces deux derniers éléments sont également ce pourquoi Jérôme et son équipe ont fait appel à leurs BA. Enfin, Marc cherche quelqu'un qui va apporter un plus à la société en termes de compétences, y compris des compétences de gestion, et en termes d'expérience.

Pour appuyer les propos de Marc : *« si il y a 7 beangels qui investissent, ce qu'on va aller chercher pour le conseil d'administration c'est le représentant qui peut apporter le plus à la société en termes de gestion financière, en termes d'export à l'étranger, en termes de création précédente de sociétés, en termes de management donc ça dépend un peu des fondateurs et voir ce que les beangels ont en plus de leur argent peuvent apporter comme pièce manquante, comme expertise manquante au management ou au conseil d'administration »* (Annexe 2 - Interview n°5).

Valentin a ajouté qu'un type de business angel nocif serait un cadre supérieur qui n'a jamais créé sa boîte, qui est retraité ou prérétraité et qui cherche des activités. Celui-ci risque de donner de mauvais conseils car il va donner des conseils en fonction de ce qu'il connaît. Or le management est différent selon qu'il s'agisse d'une grande boîte ou d'une start-up.

4.2 La phase de post-investissement

4.2.1 Formalisation de la relation

Toutes les personnes interviewées, excepté une, ont déclaré que la formalisation de la relation passait par la signature d'un pacte d'actionnaires au début du processus d'investissement. Par contre, les différents sujets n'ont pas tous évoqué le même contenu se trouvant dans le pacte d'actionnaires. En effet, ceux-ci n'ont fait que mentionner quelques exemples de contenu. En synthétisant les différents propos, on peut voir que les deux parties se mettent d'accord sur plusieurs choses via ce document : la valorisation de la société, la gouvernance au travers du conseil d'administration, les possibilités de sortie, les droits de préférence en cas de mouvement de capital, un contrôle sur la cessibilité des actions, etc.

De plus, certaines clauses standards y sont inscrites telles que les clauses de standstill agreement, bad leaver, good leaver, drag alone, tag alone, etc. Valentin demande également pour avoir un droit de préemption et un droit de suite dans le pacte d'actionnariat.

« Dans un pacte d'actionnaires on met ce qu'il se passe si l'un des deux part, ce qu'il se passe si un extérieur veut racheter 50% de la société, ce qu'il se passe si il y en a un qui veut vendre ses parts (...) et il y a aussi un point pour les investisseurs (...) qui est écrit qui dit qu'à un certain horizon, on s'engage à orienter la société vers une vente partielle ou totale en tout cas peut-être un changement de l'actionnariat pour que les actionnaires entrants aient des possibilités de sortie » (Annexe 2 – Interview n°3).

Par ailleurs, selon Marine et Louis, les pactes d'actionnaires restent très classiques concernant les business angels.

Enfin, selon Louis, il est important de structurer très vite le conseil d'administration parce que selon lui cela formalise les choses.

4.2.2 Facteurs clés de succès

Cette partie fera référence aux réponses de l'entretien qui ont répondu à la question de savoir quels étaient les éléments essentiels qui contribuaient à la réussite

d'une relation entre un business angel et un entrepreneur, ainsi qu'à la question de savoir quelles étaient les qualités d'un bon entrepreneur et d'un bon business angel. Ce choix est expliqué par le fait qu'on prend comme hypothèse que les qualités du sujet font partie des éléments qui contribuent à la réussite de la collaboration des deux parties.

a. L'écoute et le respect mutuel

Pierre, Jean et Marc partagent les mêmes propos et affirment que l'écoute et le respect mutuel sont des éléments essentiels à la réussite d'une relation entre un business angel et un entrepreneur. Par l'écoute, ces derniers veulent dire que l'entrepreneur, comme les business angels, doivent avoir une certaine ouverture d'esprit, sont capables d'écouter l'autre, de prendre en compte son avis quand nécessaire et ne pas en faire qu'à leur tête. Tandis que le respect mutuel signifie pour Jean que chacun doit reconnaître l'autre pour ce qu'il est. En ce sens, chacun doit bien comprendre que l'autre possède une autre sensibilité au regard de la situation, une autre façon de voir les choses. De plus, pour lui, la qualité première d'un bon entrepreneur réside dans le fait de savoir se remettre en question et donc être capable d'observer et interagir avec les autres, ce qui implique de savoir écouter. Olivier, Louis et Laurence mettent également en avant l'écoute comme élément important au sein de la relation. D'ailleurs, selon Laurence, un bon entrepreneur sait écouter et d'un autre côté, peut faire la part des choses et défendre sa propre opinion. Selon ses propos : « *celui qui sait écouter, ça je regarde toujours un peu la même chose, celui qui sait écouter mais aussi celui qui sait faire la part des choses et qui pourrait éventuellement défendre un point de vue contraire, qu'il est fort de son opinion, de son avis voilà il faut qu'il puisse le défendre* » (Annexe 2 - Interview n°10). De plus, pour elle, « savoir écouter » signifie qu'on est capable d'écouter d'autres avis et d'ouvrir le débat par les arguments qu'on peut apporter. Quant à Louis, l'écoute fait partie selon lui des qualités d'un bon business angel.

De plus, selon Vincent, le fait que l'entrepreneur et son équipe aient l'illusion de ne pas avoir besoin d'écouter ou de communiquer peut provenir d'un manque de maturité d'une équipe, ce qui peut être, selon lui, une source de conflits au sein de la relation.

« Il faut des entrepreneurs qui écoutent, qui soient vraiment prêt à apprendre et qui sont prêt à peut-être changer quand ça ne va pas quoi donc oui ça c'est vraiment important » (Annexe 2 - Interview n°6).

« A mon sens je pense que c'est comme d'habitude, c'est l'écoute, le respect et essayer de comprendre l'autre et de tirer profit de ce qu'il peut amener » (Annexe 2 - Interview n°5).

b. La communication

Pour Vincent, Marine, Jérôme et Olivier, il est clair qu'une bonne communication est également favorable à une bonne relation entre un business angel et un entrepreneur. En ce sens, selon Vincent, il est important d'avoir beaucoup de dialogues et la communication doit être très structurée, régulière et ouverte. Tout comme l'entrepreneur doit communiquer certaines informations aux business angels, ces derniers doivent également prendre contact avec le porteur de projet afin d'assurer un suivi du projet et ainsi être tenu au courant de tout élément pouvant être important pour la suite du projet. De plus, selon Marine, le fait de beaucoup communiquer peut diminuer la probabilité de rencontrer des conflits et à l'inverse, le manque de communication peut devenir pour Olivier une source de conflit.

« Après c'est une très bonne communication, je considère que mes actionnaires sont aussi importants que mes clients et donc il faut une excellente communication très structurée, régulière, ouverte, c'est très très important » (Annexe 2 - Interview n°3).

« Je communique beaucoup donc je pense que je désamorce les situations difficiles en communiquant toujours ce que je fais » (Annexe 2 - Interview n°2).

Olivier partage le même avis et ajoute que pour pouvoir improviser, rebondir et décider d'alternatives, il est nécessaire d'avoir un flux de communication quasi continu. Jérôme pense également que prendre contact avec l'autre partie est important et qu'il est important de favoriser les interactions entre les deux parties. D'ailleurs, selon lui, il pourrait y avoir plus d'interactions au sein de sa relation avec ses investisseurs. En effet, celui-ci affirme : *« je trouve que ça c'est quelque chose qui devrait être plus mis en avant, le fait qu'il ne faut pas que les investisseurs hésitent à contacter de temps en temps les entrepreneurs »* (Annexe 2 - Interview n°1).

c. La transparence

La transparence est également un élément essentiel à la réussite d'une relation selon la moitié des interrogés. Vincent et Valentin prônent en effet le fait d'avoir une assez bonne transparence avec tout le monde. Laurence déclare également que ce qui est important, c'est de pouvoir discuter de tout. Jérôme rejoint également ces propos mais y associe le concept de la confiance. Pour lui, l'élément principal est de pouvoir avoir confiance l'un en l'autre et se dire les choses de manière honnête et en toute transparence.

Jérôme, Marine et Vincent, qui sont tous les trois entrepreneurs, se mettent d'accord pour dire qu'un bon business angel est un business angel qui est transparent par rapport à l'entrepreneur. De plus, Marine ajoute que la transparence doit également venir de la part de l'entrepreneur. Pour reprendre ses propos : *« Je pense que la transparence donc ce que je disais est valable des deux côtés parce que ce serait dommage qu'il y ait des frustrations des deux côtés qui ne se disent pas donc c'est important qu'ils disent dès le départ comment ils voient les choses, comment ils voient la collaboration (...) »* (Annexe 2 - Interview n°2). Si l'on revient maintenant sur les propos de Vincent : *« Je pense qu'il doit être très transparent sur ses intentions, s'il souhaite par exemple récupérer son investissement dans un horizon de trois ans, il doit absolument le dire »* (Annexe 2 - Interview n°3).

d. L'honnêteté

Pour Jérôme, Laurence, Nicolas et Marine, l'honnêteté fait partie des éléments essentiels contribuant à la réussite d'une relation et ce, dès la description du projet. En effet, selon Marine, il faut un business plan qui soit réaliste et qui n'embellisse pas la réalité. De plus, il faut que les défauts, comme les qualités, soient mis en avant.

Pour reprendre ses mots : *« Voilà c'est ça, vraiment dire les choses comme elles sont, y a des belles choses à dire, y a des choses qui sont plus difficiles, y a des aspects qui sont plus risqués et tant au niveau du projet lui-même que la personnalité de l'entrepreneur »* (Annexe 2 - Interview n°2).

On peut dire que Nicolas pense de la même manière car selon lui, le BA et l'entrepreneur devraient être capables de développer une relation amicale, franche et courtoise. Selon lui, si quelqu'un a quelque chose à dire, il doit le dire et ils doivent être capables de l'entendre. Laurence rejoint également cette idée car elle déclare que l'ouverture et l'honnêteté des rapports dictent la relation avec l'entrepreneur. Enfin, Valentin est également d'accord pour dire que l'honnêteté est importante. En effet, ce dernier déclare : *« il faut accepter ça et si il y a un dialogue franc on peut passer au dessus de ces problèmes là, le dialogue n'est pas tout à fait franc alors à ce moment là ça crée des problèmes »* (Annexe 2 - Interview n°11).

e. L'implication de chacun dans le projet et sa compréhension réciproque

Selon Nicolas, le business angel doit avoir d'autres intérêts que des intérêts financiers et dans ce sens, s'intéresser à ce que fait l'entreprise, comprendre le projet, y adhérer et supporter l'entrepreneur en lui donnant du temps et le soutien nécessaire. Il ajoute que la manière dont l'investisseur s'implique dans le projet tout en laissant la main libre à l'entrepreneur est un élément clé.

D'un autre côté, l'entrepreneur doit également bien comprendre la position de son investisseur et comprendre qu'il a des comptes à lui rendre. Pour reprendre les mots de Nicolas : *« ce qui fait aussi le succès, c'est que le CEO comprenne bien cette position-là et comprenne aussi qu'il a des comptes à rendre à l'associé et que en fait l'argent, ce n'est pas forcément son argent et que voilà c'est de l'argent qui lui est prêté donc il doit respecter ça »* (Annexe 2 - Interview n°9). Marc et Olivier partagent le même avis car ils affirment que chacune des deux parties doit comprendre l'autre et tirer profit de ce qu'il peut apporter à l'entreprise. Pour reprendre les propos d'Olivier : *« Je pense qu'il faut réellement être tous les deux patients, il faut avoir une compréhension de la valeur et de l'apport de chacun et avoir la patience d'aller jusqu'au bout (...) »* (Annexe 2 - Interview n°7).

En termes d'implication toujours, Louis et Jean se mettent d'accord pour dire que le business angel doit être motivé et prêt à se donner du mal pour s'impliquer dans le projet. Louis déclare : *« il faut aussi des gens motivés et quelqu'un de motivé qui a envie de s'impliquer dans le dossier, à passer du temps, qui est prêt à utiliser ses contacts, à mouiller*

le maillot » (Annexe 2 - Interview n°4). D'ailleurs, pour Jérôme et Vincent, un bon business angel est un investisseur qui sait challenger la société, et de manière positive. Ce dernier pense aussi que le business angel doit bien étudier le dossier et être persistant dans l'atteinte des objectifs. Par ailleurs, Jérôme trouve important qu'un business angel puisse mettre en avant les points positifs du projet et proposer des idées intéressantes. Quant à Nicolas, il remarque que les business angels qui ont du temps s'impliquent davantage et se tiennent plus au courant de ce qu'il se passe. Laurence ajoute qu'il est important qu'un business angel puisse garder un œil sur tout ce qu'il se passe pour pouvoir rester au courant de ce qu'il se passe et ainsi intervenir au moment opportun. Enfin, pour elle, un bon business angel est « *quelqu'un qui va être capable de suivre le projet d'un point de vue encadrement, stratégie, participer aux discussion lors d'un conseil d'administration et participer financièrement aux tours de table ultérieurs* » (Annexe 2 - Interview n°10).

Du côté de l'entrepreneur, Nicolas et Olivier pensent qu'un bon entrepreneur croit en son projet, et va mettre tout en œuvre pour atteindre ses objectifs. En ce sens, il est très dynamique, n'a pas peur du risque et est capable d'improviser. Vincent rejoint leurs propos en déclarant qu'un entrepreneur doit être persistant dans l'atteinte des objectifs.

f. Partage de la mission et des valeurs

Selon Vincent et Valentin, l'entrepreneur et le business angels doivent partager les mêmes valeurs et la même vision. De plus, elles doivent être clairement explicitées et bien intégrées pour que les deux parties soient sur la même longueur d'ondes. Si les valeurs ne sont pas alignées, cela pourrait être pour Vincent une source de conflit. Olivier partage le même avis car, selon lui, les deux parties doivent être alignées sur la mission du projet. Il ajoute également que l'entrepreneur et le business angels doivent croire ensemble au projet. Pour ce qui est de Valentin, il affirme que les deux parties doivent bien discuter avant l'investissement pour être certain qu'ils soient sur la même longueur d'ondes.

« *Je pense que la première chose c'est qu'il faut être complètement aligné sur la mission du projet, il faut partager la passer, partager la même envie, y croire aussi bien l'un que l'autre* » (Annexe 2 - Interview n°7).

g. Une équipe complémentaire

Marc, Pierre et Valentin ont évoqué l'importance d'avoir une équipe qui se complète en termes de compétences et de connaissances. En effet, selon eux, un bon entrepreneur sait reconnaître ses faiblesses et donc ses manques d'expertise pour ensuite les compléter avec les personnes adéquates. D'autre part, pour Marc, un bon business angel sait repérer ces manques d'expertise et les combler par lui-même ou par son réseau professionnel. Valentin ajoute qu'il a tendance à regarder l'équipe entrepreneuriale dans son ensemble plutôt que l'entrepreneur en tant que tel. De plus, pour lui, il est essentiel d'avoir des caractères complémentaires dans cette équipe. C'est d'ailleurs pour cette raison qu'il discute avec l'équipe pour définir le rôle de chacun au sein de l'entreprise.

Pour reprendre les propos de Pierre: « *Je pense que ce sont les entrepreneurs qui doivent s'entourer (...) de gens corrects et de gens avec qui on a une affinité et qui vont vous tirer vers le haut* » (Annexe 2 - Interview n°6).

h. L'expérience du business angel

Jérôme, Valentin et Louis soulignent le fait qu'un business angel qui possède de l'expérience en tant qu'entrepreneur peut être une bonne chose. Cependant, Louis nuance ses propos en déclarant que l'expérience vécue peut être également un désavantage ; cela peut créer un biais dû au fait que la personne n'est pas capable de sortir de son expérience passée pour imaginer autre chose. Celle-ci doit donc être capable de prendre assez de recul pour pouvoir faire la différence entre son expérience passée et le projet futur. Enfin, Valentin a précisé que les bons business angels étaient ceux qui avaient été entrepreneurs avant et qui ont donc grandi et ont fait grandir des boîtes plusieurs fois en passant à travers toutes les phases. Vincent le rejoint car il pense aussi que l'investisseur doit avoir une certaine maturité pour pouvoir être un bon business angel.

Pour reprendre les mots de Louis : « *Dans les qualités sinon il y a aussi l'écoute, de la jugeote et évidemment quand il y a de l'expérience vécue, en même temps, c'est un avantage parce qu'ils peuvent faire une comparaison avec l'expérience passée, en même temps c'est parfois un défaut parce que ça crée un biais parce que ces gens ont du mal à sortir de leur expérience passée pour imaginer autre chose* » (Annexe 2 - Interview n°4).

i. *La connaissance du secteur*

Valentin a été le seul interviewé à mentionner comme qualité fondamentale d'un business angel sa connaissance dans le secteur dans lequel il investit. Pour reprendre ses mots exacts : « *la qualité fondamentale c'est de connaître le secteur dans lequel il investit et c'est pour ça que je crois dans les business angels spécialisés mais je ne crois pas dans les business angels qui investissent dans les cosmétiques et puis dans internet et puis dans n'importe quoi d'autre, ça j'y crois pas* » (Annexe 2 - Interview n°11).

j. *La conduite d'une opération de due diligence*

Effectuer une opération de due diligence n'a jamais été évoqué par les personnes interrogées comme étant un facteur clé de succès d'une relation BA-entrepreneur. Lors d'une 2^e interview, des questions s'y référant ont tout de même été posées afin de savoir si, pour eux, cette étape était importante pour le succès de la relation.

La due diligence n'est pas vue de la même manière pour tous les business angels interviewés. En ce qui concerne Laurence, elle consacre une journée complète à sa due diligence. Durant cette phase, elle regarde surtout la gouvernance mise en place et le niveau et type d'endettement pour éviter que des fonds frais servent à éponger des dettes plutôt que de financer la croissance. Elle analyse également le business plan pour valider le réalisme des hypothèses. Selon elle, la due diligence est importante car elle établit la relation de confiance entre les parties. Quant à Pierre, il déclare qu'il ne fait pas beaucoup de due diligence, étant donné l'état d'avancement de l'entreprise. Lorsqu'il en fait une, il y passe environ 2 à 3 jours et fait attention à l'équipe et aux processus internes. De plus, il pense que cette phase est importante car selon lui chaque acteur doit faire son boulot. Ensuite, concernant Valentin, il vérifie la comptabilité de l'entreprise quand il y en a une, les aspects juridiques ainsi que les aspects commerciaux. Selon la taille de la société, sa durée varie entre une après-midi et deux à trois jours. De plus, pour lui cette phase est importante dans la mesure où « *la confiance n'empêche pas le contrôle* » (Annexe 2 - Interview n°11). Ce n'est donc pas un moyen de vérifier si l'entrepreneur ment ou pas, c'est un moyen de contrôler si ce qu'il a fait est correct ou non.

« Alors la due diligence, c'est la vérification des chiffres comptables si il y a déjà une comptabilité, parfois il n'y a pas encore de comptabilité, l'autre chose que je fais c'est la vérification des aspects juridiques et donc si il y a bien des contrats de management, si les statuts sont bien clairs, qu'il y a un pacte d'actionnaires qui soit clair voilà et alors aussi une vérification commerciale c'est-à-dire, parfois ce sont des clients que je connais ou j'essaie de voir si il y a vraiment le nombre de clients, en fait la due diligence c'est surtout pour vérifier si tout ce que l'entrepreneur raconte est bien correct » (Annexe 2 - Interview n°11).

k. La confiance au sein de la relation

Durant les entretiens, la confiance a été évoquée par cinq personnes de manière spontanée. Cependant, seul Jérôme a avancé de manière très claire que l'élément principal qui contribuait à la réussite d'une relation entre un BA et un entrepreneur était la confiance : *« c'est un peu bateau mais l'élément principal c'est la confiance quoi. Si tout le monde peut avoir confiance l'un dans l'autre et se dire les choses de manière transparente et honnête sans faire de commérages ou je ne sais pas quoi, c'est la transparence de la part de tout le monde, la confiance »* (Annexe 2 - Interview n°1). Avoir confiance en son entrepreneur est d'ailleurs pour lui la qualité d'un bon business angel.

Quant aux autres, ils ont évoqué le concept de la confiance mais n'ont pas déclaré clairement que celle-ci faisait partie des facteurs clés de succès. En ce qui concerne Marc, celui-ci parle de la présence d'un cercle vertueux avec une confiance réciproque entre lui et les membres de Be Angels lorsqu'il mentionne pourquoi avoir choisi le réseau Be Angels pour trouver des investisseurs. Jean énonce également qu'il y a certains entrepreneurs en qui il a vraiment confiance et celui-ci pense que cette confiance est réciproque. Enfin, Valentin estime que c'est une relation de confiance qui se développe entre le business angel et l'entrepreneur.

Finalement, Vincent, Louis et Olivier ont chacun avancé d'une manière ou une autre qu'une relation de confiance était importante pour la réussite d'une relation entre un BA et un entrepreneur. Ainsi, lorsque Olivier parlait de l'importance d'une bonne entente et d'une bonne communication, celui-ci a exprimé que la confiance était sous-jacente à ses propos. Pour reprendre les mots de Vincent et Louis respectivement : *« je pense que oui*

c'est essentiel, si vous n'avez pas une relation de confiance vous n'aurez pas une bonne relation » (Annexe 2 - Interview n°3) ; « j'avais déjà une relation de confiance avant, parce que sinon je leur aurais pas proposé » (Annexe 2 - Interview n°4).

4.2.3 Sources de conflits inhérents à la relation entre un business angel et un entrepreneur

Cette partie sera organisée de la même manière que le point précédent. En effet, celle-ci fera référence aux réponses des personnes interrogées qui ont répondu à la question de savoir quelles pouvaient être les sources de conflits au sein de la relation entre un business angel et un entrepreneur, ainsi que les défauts qui caractérisent les deux parties et qui pourraient mettre en péril leur relation.

a. Un investisseur trop intrusif

Tous les interrogés excepté deux d'entre eux pensent qu'un investisseur trop présent ou qui se mêle de ce qu'il ne devrait pas pourrait être dommageable pour l'entreprise. Selon Vincent il faudrait mettre une limite. Valentin insiste sur le fait que le business angel doit garder sa position d'investisseur et il est donc important de trouver un équilibre ; ne pas être trop distant, ni trop présent. C'est également une question d'équilibre selon Pierre, car certains investisseurs demandent trop d'informations et suivent de trop près le projet. Jean affirme également qu'un business angel qui se mêlerait trop de la gestion de la société pourrait devenir une source de conflits. Marine ajoute qu'un bon investisseur est un investisseur qui sait intervenir dans le projet sans pour autant être invasif. De plus, Nicolas précise qu'il est important pour l'investisseur de s'impliquer en laissant la main libre à l'entrepreneur. Enfin, avec d'autres termes, Laurence rejoint ces propos puisque ses mots sont les suivant s: *« je pense que l'investisseur ne doit pas oublier que ça reste le projet de l'entrepreneur »* (Annexe 2 - Interview n°10).

« Il y a des investisseurs qui demandent beaucoup trop de reporting détaillés, ils sont beaucoup trop hands-on donc ils suivent beaucoup trop, je crois qu'il faut trouver le juste équilibre » (Annexe 2 - Interview n°6).

« Alors je pense que si un business angel est trop intrusif, il faut voir où on met la limite, ça peut être dommageable » (Annexe 2 - Interview n°3).

« Je crois qu'il faut que les choses soient très claires, que le business angel doit bien rester à sa place en dehors de l'entreprise parce qu'il y a une tentation parfois de venir voir... » (Annexe 2 - Interview n°4).

Du point de vue de Jérôme, ce serait également une mauvaise chose si l'investisseur ne s'impliquait pas au jour le jour mais se permettrait de prendre des décisions pour l'entreprise. Un investisseur qui est toujours sur le dos des fondateurs de manière négative sans proposer de solutions est également défavorable pour la relation BA-entrepreneur selon lui.

b. Un manque d'écoute

Tout comme l'écoute fait partie des éléments essentiels qui contribuent à la réussite d'une relation entre un business angel et un entrepreneur, un manque d'écoute de la part de chacun peut devenir une source de conflits au sein de cette relation. Cet avis est partagé par Pierre, Olivier et Jean.

« C'est souvent là que ça coince, les entrepreneurs n'écoutent pas, les investisseurs s'entêtent, ils demandent des choses qui sont impraticables pour une start-up (...) » (Annexe 2 - Interview n°6).

« Quelqu'un qui n'écoute pas, alors je ne lui demande pas d'être d'accord avec moi mais quand on discute de quelque chose, je pense que c'est important qu'il puisse écouter » (Annexe 2 - Interview n°8).

« C'est clair qu'il y a des entrepreneurs qui sont très très têtus ce n'est pas le bon terme mais le nez dans le guidon sur leur projet que bon pour eux c'est la plus belle chose du monde et donc ils se rendent pas nécessairement compte des faiblesses éventuelles ou des problèmes éventuels, ils ne veulent pas le savoir et donc ils sont généralement assez difficiles, c'est difficile pour eux d'abandonner ou de changer ne fut-ce que libérer une partie de leurs droits en exagérant mais il y a clairement des sources de conflits » (Annexe 2 - Interview n°7).

c. Une absence d'équilibre au niveau de la répartition des parts

Louis et Marc sont les seuls à évoquer la question de la répartition du pouvoir et des parts. Selon Marc, une source de conflits pourrait venir d'une mauvaise répartition des parts, qui conduirait à un mauvais équilibre. Louis le rejoint en exprimant qu'une erreur pourrait être de donner le droit de veto à une seule personne qui donnerait alors trop de pouvoir à cette dernière. Il ajoute également qu'il est préférable de ne pas donner trop de pourcentages aux business angels trop rapidement. En effet, le risque d'avoir un gros pourcentage pour le business angel est de devoir suivre toutes les levées et de vouloir tout bloquer à un moment donné, le rythme devenant disproportionné pour lui.

« Il faut éviter les droits de veto, c'est-à-dire que personne ne doit avoir à lui tout seul un droit de veto (...), ça c'est important parce que ça donne trop de pouvoir à une personne » (Annexe 2 - Interview n°4).

d. La non transparence et la malhonnêteté

En ce qui concerne Valentin et Laurence, un défaut pour un entrepreneur serait de cacher des informations. Selon Laurence, cela peut sombrer dans la malhonnêteté et à partir de ce moment-là la méfiance s'installe. A partir du moment où la méfiance s'installe, la relation de confiance disparaît entre les deux parties. Laurence connaît d'ailleurs un exemple d'échec entrepreneurial expliqué par le fait que la relation de confiance ait disparu suite à un entrepreneur malhonnête, ce qui a amené les business angels à ne plus être présents lors d'une prochaine augmentation de capital, ce qui a obligé l'entrepreneur à déposer le bilan. De plus, Nicolas a déclaré que la malhonnêteté au sein d'une relation pouvait casser la relation de confiance que pouvaient avoir un entrepreneur et un business angel, en sous-entendant que c'était négatif pour la relation.

Pour reprendre la réponse de Valentin par rapport au défaut d'un entrepreneur : *« Le fait de vouloir jouer la superstar et de cacher les problèmes, ça ça arrive souvent »* (Annexe 2 - Interview n°11).

e. Le rapport à l'argent

Le défaut d'un business angel serait, pour Valentin, d'investir l'argent dont il a besoin. En effet, cela pourrait rendre le business angel stressé par rapport à son investissement. Louis le rejoint en affirmant que c'est intéressant quand les gens peuvent se permettent de l'argent car de ce fait, ils ne sont pas trop stressés face au risque. Etre stressé par rapport à son investissement pourrait mener à une trop grande implication de l'investisseur dans le business, ce qui serait dangereux pour Valentin. Ce dernier précise qu'un bon business angel est un business angel qui a de l'argent pour accompagner l'entrepreneur dans sa croissance.

Ceci implique que l'investisseur doit être au courant qu'il investit dans un domaine risqué. Pour Laurence, l'investisseur doit pouvoir admettre et accepter qu'un projet ne puisse pas produire les effets attendus. C'est d'ailleurs un défaut chez un business angel d'oublier que statistiquement parlant, il y a des chances que le projet n'aboutisse pas.

De plus, pour Jérôme et Nicolas, un investisseur qui ne serait intéressé que par le return financier serait une mauvaise chose.

4.2.4 Type de relation qui se développe entre un business angel et un entrepreneur

En ce qui concerne Nicolas, Laurence et Jean, la relation qui se développe entre un BA et un entrepreneur peut devenir amicale dans certains cas. En effet, pour Nicolas, l'entrepreneur devient idéalement un ami. Certains entrepreneurs que Jean a côtoyés sont d'ailleurs devenus de très bons copains. Cependant, avec d'autres, la relation reste simplement une relation professionnelle, comme l'a expliqué Jérôme. Jean tient le raisonnement de dire qu'il s'agit d'une relation de personne à personne qui, de fil en aiguilles, amène le respect et peut déboucher sur une relation amicale. Pierre, lui, déclare que le type de relation qui se développe dépend des affinités humaines ainsi que du profil du porteur de projet. Enfin, selon Valentin, c'est une relation de confiance qui se développe entre l'entrepreneur et le business angel.

V. Discussion

Les entretiens individuels ont permis de mettre en lumière les éléments vus dans la théorie ainsi que d'autres facteurs qui n'ont pas été présentés précédemment. Dans cette section, nous discuterons des éléments qui influencent le succès d'une relation entre un business angel et un entrepreneur en les comparant à ceux mentionnés dans les études théoriques précédentes.

5.1 Facteurs influençant la décision d'investir

Critères d'investissement

Même si les business angels sont beaucoup plus intuitifs dans leur décision d'investir que les fonds d'investissement (Annexe 2 - Interview n°3), chacun d'entre eux utilise des critères propres qui les aident dans leur choix d'investissement. Pour la plupart des business angels interrogés, le projet en tant que tel a toute son importance, comme le mentionnent Boukris et Fritz (2011) dans leur étude. Son retour financier est également un critère pour un interviewé, ce qui implique donc une bonne rentabilité de l'entreprise, comme l'évoquent Maxwell et Lévesque (2011) dans leur travail.

Le profil et la qualité de l'entrepreneur et de son équipe semblent également être un critère partagé par la majorité des répondants. C'est également un critère mentionné dans tous les travaux dont les résultats ont été explicités plus haut, à savoir ceux de Boukris et Fritz (2011), Maxwell et Lévesque (2011), Certhoux et Rédis (2015), Van Osnabrugge et Robinson (2000) ainsi que Mason et al. (2016). Il est donc évident que l'aspect humain joue un rôle prépondérant dans la décision d'investissement.

Le stade de développement de l'entreprise a aussi été mentionné par un sujet, tout comme l'ont fait Maxwell et Lévesque (2011) dans leur étude.

Enfin, le temps à consacrer est également un critère à prendre en compte selon un interviewé, ce qui valide les propos de Paul et al. (2007) qui affirment qu'il est essentiel de limiter le nombre d'investissements afin de se concentrer au mieux sur chaque projet.

Cependant, il s'agit d'un critère sur lequel l'entrepreneur et son projet n'ont aucune incidence.

Éléments importants d'un business plan

Les entretiens n'ont pas pu valider la théorie de Mason et Stark (2004) à propos du business plan. En effet, les interviews n'ont pas permis de comparer les préférences des business angels à celles des venture capitalists quant aux éléments qui semblent importants pour eux lorsqu'ils analysent un business plan. Cependant, on peut voir d'après les interviews que les business angels portent de l'attention au plan financier et au marketing ainsi qu'à l'équipe. De plus, la manière dont le business plan est rédigé a toute son importance puisqu'elle permet de voir la façon dont réfléchissent les fondateurs.

Choix des business angels

Les entretiens ont mis en évidence le fait que les entrepreneurs étaient à la recherche d'investisseurs qui pouvaient apporter un apport autre que financier, autrement dit, un capital pertinent, comme dirait Certhoux (2007). Ce capital pertinent suppose que le business angel apporte de l'argent, des compétences, son implication dans l'entreprise ainsi que son réseau. Les entretiens valident ce point théorique car ce sont en effet, des éléments que les entrepreneurs interrogés attendent de la part d'un business angel qui investit dans leur entreprise. Cela rejoint les écrits de Saetre (2003) qui affirme que les entrepreneurs sont intéressés par des investisseurs disposant de compétences et d'expériences liées à leur industrie de niche, comme l'ont affirmé également Vincent et Louis.

En termes d'implication, les entretiens rejoignent les propos de Politis (2008) car ils mentionnent tous que l'implication la plus commune des BA concerne leur participation au conseil d'administration et leur apport de connaissances et compétences. Un des sujets a également précisé être à la recherche d'un BA disposant d'un profil stratégique, ce qui rejoint les résultats de l'étude de Mason et Harrison (1996) concernant l'apport de conseils stratégiques comme contribution principale. Le réseau de contacts et les compétences en management feraient également partie de la contribution principale des investisseurs selon ces auteurs et les entretiens réalisés. Enfin, les entretiens ont donc validé l'hypothèse

de Certhoux (2007) selon laquelle l'entrepreneur recherchait des investisseurs expérimentés, utiles au développement de son entreprise et que ça impliquait d'analyser les ressources manquantes au sein de son entreprise afin de composer une équipe complémentaire.

Les entrepreneurs auraient donc une préférence pour les investisseurs actifs, ce qui amène à dire que le type de profil d'un business angel a une influence sur la création d'une future collaboration entre un entrepreneur et un BA. Le fait que le business angel ait un passé d'entrepreneur favorise également la qualité de son implication.

5.2 Facteurs contribuant au succès d'une relation entre le BA et l'entrepreneur

5.2.1 Le pacte d'actionnaires

La rédaction d'un pacte d'actionnaires semble évidente pour la majorité des répondants. Ce contrat permet de mettre les choses au clair dès le début sur les attentes des deux parties. Cherif (1999) déclare que ces contrats sont souvent personnalisés dans le cas de business angels, excepté les clauses standards qui peuvent s'y trouver. Or, Les entretiens n'ont pas confirmé cette personnalisation du pacte d'actionnaires. Ils ont d'ailleurs mis en avant qu'il s'agissait la plupart du temps de contrats tout à fait classiques, dans lesquels certaines clauses supplémentaires y étaient inscrites et que celles-ci dépendaient des personnes se trouvant autour de la table.

5.2.2 Facteurs clés de succès

Les principaux facteurs clés de succès que l'on retrouve dans la théorie ne sont pas ceux que l'on retrouve principalement dans les entretiens.

Expérience des BA et connaissances du secteur

Si l'expérience du BA est considérée comme positive pour la relation BA-entrepreneur par Wilson (2011) ainsi que trois interviewés, la connaissance de l'investisseur du secteur dans lequel il investit n'a été soulignée que par un business angel alors que ce facteur est mentionné dans les travaux de Wilson (2011) et Wiltbank (2009).

Implication active du BA

L'implication active a également été évoquée comme étant un facteur de succès d'une relation BA-entrepreneur par les interviewés tout comme l'a fait Wiltbank (2009), cependant ce point doit être nuancé. En effet, il est important qu'un business angel s'implique dans l'entreprise mais une certaine limite est à considérer, étant donné qu'au-delà de cette limite, l'implication du BA pourrait être excessive et donc nocive pour la relation entre le porteur de projet et le BA, tout comme Macht et Weatherston (2011), De Noble (2001) et Certhoux (2007) l'ont mentionné dans leurs écrits. D'ailleurs, pour un interviewé, l'implication du BA ne devrait pas se faire au niveau opérationnel ; il doit avant tout rester un conseiller pour le porteur de projet. De plus, les entretiens confirment le fait que la plupart des investisseurs sont actifs dans l'entreprise soutenue, comme le montrent les résultats de Mason et Harrison (2008) dans leur étude. Les différents types d'implication qui ressortent des entretiens et qui valident les éléments théoriques sont la participation au conseil d'administration, le réseau de contacts ainsi que le management de manière générale.

Opération de due diligence

L'importance de mener une opération de due diligence n'a jamais été mentionnée clairement par un interviewé comme étant un facteur clé de succès comme l'affirme Wilson (2011). La question a donc été reposée lors d'une 2^e interview, ce qui a permis de détecter que cette phase était tout de même importante selon eux. Laurence déclare même que la due diligence établit une relation de confiance entre les parties.

La confiance

La confiance semble être essentielle au bon fonctionnement d'une relation pour certaines personnes interrogées. Les autres interviewés sont peut-être du même avis mais ne l'ont pas exprimé tel quel dans leurs réponses.

La théorie nous a fait part du rôle de la confiance comme moyen pour faire face à la présence d'asymétrie d'information. Cette confiance serait déterminée et renforcée par de nombreux facteurs tels que la fiabilité de l'entrepreneur, son expérience, son réalisme, son ouverture, sa « *réceptivité aux conseils des financeurs et capacité à partager les*

informations confidentielles avec eux » ainsi que l'importance qu'il accorde à une bonne communication (Certhoux et Rédis, 2015, p.23). Tous ces facteurs ont été considérés comme importants durant les entretiens mais les interviewés n'ont pas affirmé clairement que ces facteurs renforçaient la confiance. Seuls deux de ces facteurs ont été cités par deux interviewés comme étant des éléments qui accentuaient la confiance. Marine a en effet assuré, tout comme les autres entrepreneurs, qu'elle était prête à adapter ou modifier son projet sur conseils de ses investisseurs. Elle a d'ailleurs ajouté que si elle ne le faisait pas, cela pourrait entraver la relation de confiance établie entre les deux parties. Olivier, lui, a affirmé qu'une bonne entente et une bonne communication sous-entendaient la confiance.

Selon Maxwell et al. (2011), le discours, l'apparence et le comportement du porteur de projet aideront le business angel à évaluer la confiance que lui inspire l'entrepreneur durant la présentation de son projet. Ce sont des éléments qui ont été relevés par les interviewés comme étant des critères d'investissement ; cependant ils n'ont pas mentionné de manière claire que ces éléments aidaient à évaluer la confiance que dégageait l'entrepreneur.

Ensuite, les entretiens ont pu mettre en avant l'importance d'une bonne communication, à savoir une communication franche et fréquente. Cela implique donc un certain nombre d'échanges et de dialogues entre les deux sujets, ainsi que l'importance de l'honnêteté au sein de la relation. Selon Sheperd et Zacharakis (2001), ces facteurs contribueraient en effet en grande partie à la construction d'une relation de confiance entre le business angel et l'entrepreneur. Même si les interviewés n'ont pas mentionné le concept de la confiance en tant que tel, elle y était donc sous-entendue à travers leurs propos.

D'autres éléments cités par Sheperd et Zacharakis (2011) ont également été soulevés durant les entretiens, tels que les signaux émis par l'entrepreneur concernant son implication dans son projet et une bonne entente entre les deux parties. Trois interviewés ont en effet admis qu'un bon entrepreneur devait mettre tout en œuvre et être persistant dans l'atteinte de ses objectifs. De plus, il est évident que l'investisseur et l'entrepreneur

doivent avant tout s'accorder sur la mission du projet et les valeurs qu'ils prônent comme l'ont affirmé les personnes interrogées.

Enfin, la théorie fait une nette différence entre la confiance cognitive et la confiance affective. Au vu des entretiens, nous pouvons affirmer que la confiance cognitive est bel et bien présente au sein d'une relation entre un entrepreneur et un investisseur. En effet, la majorité des personnes interrogées ont mentionné l'importance d'une bonne communication et de la transparence entre les deux parties. La confiance cognitive repose également sur la vision que l'investisseur se fait de l'entrepreneur. Or, l'investisseur choisit souvent l'entrepreneur pour ses compétences et sa personnalité. Quant à la confiance affective, celle-ci ne semble pas légitime pour tous les interviewés. Si certains pensent qu'une relation amicale peut, dans certains cas, se développer entre les deux parties, d'autres pensent que la relation doit rester très professionnelle et que cela dépend de chaque personne. La confiance affective serait donc, comme le mentionne la théorie, moins importante pour leurs considérations et leurs décisions que la confiance cognitive.

Autres facteurs

D'autres facteurs qui ne se retrouvent pas dans la théorie semblent être essentiels au succès d'une relation entre un BA et un entrepreneur. Les principaux déterminants qui ont été évoqués dans les entretiens sont les suivants : l'écoute et le respect mutuel, l'honnêteté, une équipe complémentaire en termes de compétences ainsi que l'implication de chacun dans le projet et sa compréhension réciproque. Le partage de la mission et des valeurs a également été soulevé dans les entretiens comme étant essentiel pour qu'une relation fonctionne. Cela rejoint les propos de Certhoux, qui affirme qu'il est nécessaire d'aligner le comportement du dirigeant sur les intérêts des actionnaires afin de diminuer les coûts d'agence. Enfin, l'importance de la transparence a été soulevée de nombreuses fois à travers les entretiens. Or, selon Certhoux (2007), la transparence de l'information serait considérée comme une base à un climat de confiance.

5.2.3 Sources de conflits

Dans l'ensemble, les personnes interrogées n'ont pas vécu de conflits considérables avec leur business angel ou entrepreneur. Cependant, certaines d'entre elles connaissent des exemples de relation qui ne se sont pas bien déroulées.

Selon les interviewés, les conflits peuvent venir d'une implication trop intrusive d'un investisseur comme l'ont également affirmé Certhoux (2007) et Macht et Robinson (2011). Il est donc essentiel de trouver le bon équilibre. Mais toujours selon les intervenants, les conflits peuvent également venir d'un manque d'écoute de la part du porteur de projet ou de l'investisseur, une absence d'équilibre au niveau du pouvoir ou des parts, la non transparence ou encore, un mauvais rapport à l'argent de la part du business angel ou de l'entrepreneur.

De plus, la théorie prétend qu'une communication fréquente puisse être à la base de certains conflits. Cet avis est partagé par Collewaert et Sapienza (2016) mais d'autres auteurs ont pourtant affirmé le contraire. Les entretiens nous ont montré qu'une communication fréquente et ouverte était favorable au succès d'une relation BA-entrepreneur. Nous pouvons alors nous demander si la fréquence des échanges a une limite au-delà de laquelle la relation pourrait se dégrader.

Enfin, la théorie nous a fait part d'une différence entre les conflits de tâche et les conflits relationnels. Les sources de conflits de tâche font ici référence à un investisseur trop intrusif, un manque d'écoute et une absence d'équilibre au niveau du pouvoir et de la répartition des parts dans le capital. Ces sources de conflits semblent être, pour les interviewés, des sources potentielles de conflits ayant un effet négatif sur le fonctionnement de l'équipe, comme l'avancent Jehn et Bendersky (2003) dans leur étude. Les sources de conflits relationnels, elles, englobent la non transparence et la malhonnêteté ainsi que le rapport à l'argent des entrepreneurs et investisseurs.

5.3 Comparaison entre les résultats des business angels et ceux des entrepreneurs

Comme expliqué dans la méthodologie, le but d'avoir voulu interviewer à la fois des business angels et des entrepreneurs était de pouvoir comparer ultérieurement les points de vue afin de vérifier si des différences significatives ressortaient entre les témoignages

des deux parties. Le tableau ci-après a donc été créé de manière à avoir une vue d'ensemble des réponses données par chacune des parties. De plus, le nombre d'interrogés ayant donné la même réponse a été précisé.

Tout d'abord, tout le monde semble d'accord pour dire que la formalisation de la relation passe par la rédaction d'un pacte d'actionnaires. Ensuite, concernant les facteurs clés de succès, le nombre de personnes échangeant les mêmes réponses est plus ou moins identique chez les BA et les entrepreneurs. La communication franche et fréquente ainsi que l'expérience du BA semblent être davantage mis en évidence par les entrepreneurs. Par ailleurs, la connaissance du secteur a uniquement été mis en avant par un BA. Puis, concernant les sources de conflits, seuls les entrepreneurs ont déclaré qu'un mauvais équilibre dans la répartition des parts et du pouvoir pouvait être à la base de conflits.

De plus, tous les intervenants ont témoigné que la transparence, l'écoute ainsi que l'honnêteté apparaissent comme des facteurs clés de succès. Or, seuls les business angels ont mentionné que le manque de transparence, d'écoute ainsi que la malhonnêteté étaient considérés comme sources de conflits. On pourrait alors se demander si les interviewés ayant répondu ces facteurs clés de succès ne sous-entendaient pas que leurs contraires pouvaient être considérés comme des sources de conflits. Enfin, le fait qu'un investisseur trop intrusif et un mauvais rapport à l'argent puissent être négatif a été évoqué aussi bien chez les business angels que chez les entrepreneurs.

Nous pouvons donc dire que, de manière générale, on ne remarque pas de différence significative entre les points de vue des BA et ceux des entrepreneurs.

Tableau 4 : Comparaison entre les résultats des business angels et ceux des entrepreneurs.

	Réponses	#BA	#Entrepreneurs
Formalisation de la relation	Via un pacte d'actionnaires	5	5

Facteurs clés de succès	Ecoute et respect mutuel	4	2
	Communication franche et fréquente	1	3
	Transparence	2	3
	Honnêteté	2	2
	Implication de chacun et compréhension réciproque	4	4
	Partage de la mission et des valeurs	2	1
	Une équipe complémentaire	2	2
	Expérience du BA	1	3
	Connaissance du secteur	1	/
	Confiance	2	2
Sources de conflits	Investisseur trop intrusif	5	4
	Manque d'écoute	3	/
	Mauvaise répartition du pouvoir/des parts	/	2
	Non transparence et malhonnêteté	2	/
	Rapport à l'argent	2	3

5.4 Comparaison des témoignages de Jérôme et Laurence

Il m'a semblé intéressant de comparer les entretiens réalisés avec Jérôme et Laurence étant donné qu'ils sont liés par un investissement ; en effet, Laurence a investi dans l'entreprise de Jérôme.

Suite à cette comparaison, nous pouvons constater que Laurence et Jérôme sont sur la même longueur d'ondes sur plusieurs points. Tout d'abord, la correspondance s'est faite étant donné l'intérêt pour l'entrepreneur d'avoir un business angel qui puisse donner des conseils et mettre à sa disposition son expérience et ses connaissances supplémentaires. Or, Laurence s'implique dans l'entreprise en donnant un coup de main et

en fournissant son réseau professionnel. De plus, elle a été particulièrement séduite par la personnalité de Jérôme et l'assurance dont celui-ci témoignait au niveau de ses compétences et de sa polyvalence.

Ensuite, ils partagent tous les deux le même avis concernant la qualité première d'un entrepreneur. Le fait de savoir écouter serait en effet très important pour les deux interrogés. La transparence, la confiance et l'honnêteté sont également jugés importants pour Jérôme et Laurence. Il s'agit selon eux d'éléments essentiels au succès d'une relation entre un BA et un entrepreneur. Par contre, Jérôme a déclaré que les interactions favorisaient le bon fonctionnement de la relation et pense qu'il devrait y en avoir davantage. Il s'agit d'un élément que Laurence n'a pas évoqué.

Tableau 5 : Comparaison des témoignages de Laurence (BA) et Jérôme (Entrepreneur).

	Laurence	Jérôme
Critères de sélection	Personnalité de l'entrepreneur Le projet en tant que tel	Connaissances supplémentaires du BA, expertise, profil financier, stratégique
Implication	Implication active (assemblées générales, mise à disposition de son réseau, aide quelconque)	Avoir des conseils
Facteurs clés de succès	Honnêteté Transparence Savoir écouter La confiance	La confiance Transparence Honnêteté Interactions
Sources de conflits	Non transparence Malhonnêteté	Les fait que les investisseurs prennent des décisions pour l'entreprise sans être impliqués au jour le jour
Qualités d'un BA	Suivre le projet d'un point de vue encadrement et financièrement	Avoir confiance en l'entrepreneur Chalenger positivement, propose des solutions Etre transparent par rapport à l'entrepreneur Avoir un passé d'entrepreneur
Qualités d'un entrepreneur	Savoir écouter Savoir faire la part des choses et défendre un point de vue	S'ouvrir aux idées des autres (savoir écouter)

Conclusion générale

Résumé de l'étude

L'objectif premier de ce mémoire recherche était de mettre en évidence les facteurs clés de succès d'une relation entre un business angel et un entrepreneur. Pour ce faire, une revue de littérature a été conçue dans le but de rassembler les éléments ayant une incidence sur le succès d'une relation. Ensuite, nous avons tenté d'affiner nos recherches au travers d'une approche qualitative. Des entretiens individuels ont donc été menés auprès de 6 business angels ayant déjà investi dans de jeunes entreprises innovantes et 5 entrepreneurs ayant déjà fait appel à des business angels.

Les résultats ont confirmé la plupart des éléments cités dans la revue de littérature et ont permis d'en découvrir d'autres. Notre étude a tout d'abord confirmé qu'il était important qu'une correspondance puisse se faire entre les attentes des deux parties pour qu'un investissement ait lieu. D'une part, le projet entrepreneurial doit répondre aux critères d'investissement des BA et, d'autre part, le profil des BA doit correspondre aux attentes des entrepreneurs.

Les critères d'investissement qui ressortent de cette étude sont le projet et son retour financier, le profil et la qualité de l'entrepreneur et de son équipe, le stade de développement de l'entreprise ainsi que le temps disponible du BA. Lorsqu'ils analysent un projet, les BA regardent également le business plan et font attention plus particulièrement au plan financier, au marketing, à l'équipe ainsi qu'à la manière dont le business plan est rédigé.

De plus, pour l'entrepreneur, l'objectif est de compléter son équipe avec les profils de BA adéquats, c'est-à-dire : un investisseur qui apporte, en plus de sa contribution financière, son réseau, ses compétences ainsi que son implication dans l'entreprise. Cette implication peut prendre différentes formes telles que la participation au conseil d'administration, l'apport de connaissances et de compétences liées au management et/ou à un secteur spécifique ainsi que l'apport d'expérience. On peut donc affirmer que le type de profil du BA va influencer la création ou non d'une future collaboration entre un entrepreneur et un investisseur.

Dans un deuxième temps, notre étude a permis de mettre en avant les facteurs qui influencent le bon fonctionnement d'une relation entre un BA et un entrepreneur ainsi que les sources de conflits qui peuvent mettre en péril le succès de cette relation.

Tout d'abord, un pacte d'actionnaires est mis en place afin de servir de fondation à la relation entre les deux parties.

Ensuite, on a pu voir qu'un certain nombre de facteurs étaient favorables au succès de cette relation : la manière dont le BA s'implique dans l'entreprise, l'écoute et le respect mutuel, une communication ouverte et fréquente, la transparence, l'honnêteté, une équipe complémentaire, un partage de la mission et des valeurs, l'expérience des BA, leur connaissance du secteur dans lequel ils investissent ainsi que l'implication de chacun dans le projet et leur compréhension réciproque. Cependant, il se pourrait qu'une limite soit à considérer en ce qui concerne la fréquence des échanges liée à une bonne communication étant donné les résultats de l'étude de Collewaert et Sapienza (2016). Ce mémoire a également montré que la confiance jouait un rôle déterminant dans le succès d'une relation. Or, celle-ci peut être renforcée par la capacité de l'entrepreneur à être réceptif aux conseils des investisseurs, la transparence, des signaux émis par l'entrepreneur concernant son implication, une bonne entente, une communication franche et fréquente ainsi qu'une vision partagée et des valeurs alignées. Il est aussi apparu que la confiance affective était moins conséquente que la confiance cognitive pour les considérations et décisions des deux parties.

De plus, cette étude a permis de rassembler certains éléments considérés comme étant des sources de conflits. D'une part, il y a celles émanant de tâches qui incluent une implication trop intrusive de l'investisseur, un manque d'écoute et une absence d'équilibre au niveau du pouvoir. D'autre part, les sources de conflits relationnels englobent la non transparence, la malhonnêteté et un mauvais rapport à l'argent de la part du business angel ou de l'entrepreneur.

Le but d'avoir interviewé des business angels et des entrepreneurs était de voir les différents points de vue potentiels qu'il pouvait y avoir entre eux. Cependant les entretiens ont révélé qu'il n'y avait pas de différence significative entre l'avis des porteurs de projets et ceux des investisseurs.

Finalement, la comparaison des entretiens réalisés avec un business angel et un entrepreneur liés par un investissement a démontré essentiellement qu'une bonne correspondance durant la phase de pré-investissement était un bon début au succès ultérieur d'une relation entre un business angel et un entrepreneur.

Implications théoriques et managériales de l'étude

D'un point de vue théorique, mon mémoire permet une meilleure compréhension globale du rôle des business angels à travers les jeunes entreprises innovantes et plus précisément des facteurs clés de succès d'une relation entre un entrepreneur et un business angel.

D'un point de vue managérial, ce travail peut être utilisé aussi bien par les entrepreneurs novices que par les nouveaux business angels afin qu'ils puissent se faire une idée des éléments auxquels il faut être vigilant pour optimiser le succès d'une relation entre un business angel et un entrepreneur. De plus, ce travail pourrait favoriser le développement de plateformes telles que angelinvestmentnetwork.be qui réunit les entrepreneurs et investisseurs belges et internationaux. Ce type de plateforme permet en effet de mettre en relation les BA et entrepreneurs en fonction de leurs caractéristiques et de leurs attentes. Or, nous savons maintenant qu'une bonne concordance entre ceux-ci est une condition préalable au bon fonctionnement d'une relation entre un business angel et un porteur de projet.

Limitations et suggestions pour une recherche future

Ce travail comporte bien évidemment certaines limites. Tout d'abord, nous retiendrons le nombre limité d'entretiens qui ont pu être réalisés. Bien qu'un certain nombre d'interviewés partagent la plupart du temps le même avis, cela ne représente en aucun cas la majorité des business angels et entrepreneurs. En effet, mon analyse aurait été plus solide avec davantage de données. Cependant, les personnes interviewées disposaient de niveaux d'expérience différents ; or, dans ce cas-ci, la diversité des types d'expérience peut être une base utile pour vérifier si leurs points de vue divergent.

De plus, la plupart des personnes interviewées avaient un emploi du temps chargé et avaient donc peu de temps à m'accorder, ce qui m'a amenée à réaliser les entretiens essentiellement par téléphone. Cette méthode de collecte de données a le désavantage d'écourter la conversation, ce qui a un effet négatif sur la productivité de l'entretien et donc sur la collecte des données. Néanmoins, j'ai pu récolter toutes les informations dont j'avais besoin pour faire mon analyse.

Enfin, les facteurs clés de succès utilisés dans la partie théorique de ce travail concernent le succès de l'investissement réalisé par le BA et non le succès de la relation en tant que telle. Cela m'a amené à poser l'hypothèse que ces facteurs de succès étaient également valables pour la relation entre un BA et un entrepreneur si on suppose que le succès d'une relation BA-entrepreneur détermine le succès de l'investissement réalisé par le BA. Un biais pourrait donc exister suite à cette hypothèse qui ne peut pas être confirmée par la littérature, étant donné l'insuffisance d'articles scientifiques disponibles à ce sujet.

En conclusion, Il pourrait être intéressant comme pistes de recherche futures de réaliser une étude quantitative auprès d'un nombre nettement plus important de répondants, business angels et entrepreneurs confondus, afin de tester à plus grande échelle les données récoltées dans ce mémoire. Ensuite, on pourrait vérifier l'hypothèse selon laquelle certains déterminants tels qu'une communication fréquente et ouverte ou la transparence sont des conditions préalables à la construction d'une relation de confiance. Les hypothèses suivantes soulevées durant ce travail pourraient également être vérifiées : (1) le succès de la relation entre un BA et un entrepreneur détermine le succès d'un investissement réalisé par un business angels, (2) les facteurs clés de succès d'un investissement réalisé par un BA sont également valables pour le succès d'une relation BA-entrepreneur. Enfin, au vu du contexte actuel concernant le financement des start-up, d'autres recherches similaires pourraient susciter l'intérêt des entrepreneurs à faire appel aux business angels.

Bibliographie

- Ahuja, G., Lampert, C. M., & Tandon, V. (2008). 1 moving beyond Schumpeter: management research on the determinants of technological innovation. *Academy of Management annals*, 2(1), 1-98. doi:10.1080/19416520802211446
- Amatucci, F. M., & Sohl, J. E. (2004). Women entrepreneurs securing business angel financing: Tales from the field. *Venture Capital*, 6(2-3), 181-196. doi: 10.1080/1369106042000223579
- Appelbaum, S. H., Abdallah, C., & Shapiro, B. T. (1999). The self-directed team: A conflict resolution analysis. *Team Performance Management: An International Journal*, 5(2), 60-77. doi:10.1108/13527599910268940
- Ardichvili, A., Cardozo, R. N., Tune, K., & Reinach, J. (2002). The Role Angel Investors in The Assembly of Non-financial Resources of New Ventures: Conceptual Framework and Empirical Evidence. *Journal of Enterprising Culture*, 10(01), 39-65. doi:10.1142/S021849580200013X
- Ayadi, A., Arlotto, J., & Jourdan, P. (2005). Freins et performances de l'entrepreneuriat dans les entreprises innovantes: une étude exploratoire. Actes du 4e congrès de l'Académie de l'Entrepreneuriat, novembre, 24-25.
- Baron, R. A. (1984). Reducing organizational conflict: An incompatible response approach. *Journal of applied psychology*, 69(2), 272. En ligne <https://search.proquest.com/docview/213938469?accountid=12156>
- Bammens, Y., & Collewaert, V. (2014). Trust between entrepreneurs and angel investors: Exploring positive and negative implications for venture performance assessments. *Journal of Management*, 40(7), 1980-2008. doi:10.1177/0149206312463937
- BeAngels. (2013). Missions, vision et valeurs. *BeAngels*. <http://www.beangels.eu/missions-vision-et-valeurs/>, consulté le 16 juin 2017.
- Belleflamme, P., & Lambert, T. (2014). Crowdfunding: somme empirical findings and microeconomic underpinnings. *Revue Bancaire et Financière*, 4, 288 - 296. doi: 10.2139/ssrn.2437786
- Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A. (2013). Individual Crowdfunding Practices. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15(4), 313-333. doi:10.1080/13691066.2013.785151
- Belleflamme, P., Lambert, T., & Schwienbacher, A., (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing*, 29(5), 585-609. doi: 10.1016/j.jbusvent.2013.07.003

- Belze, L., & Gauthier, O. (2000). Innovation et croissance économique: rôle et enjeux du financement des PME. *Revue internationale PME: Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise*, 13(1), 65-86. doi:10.7202/1008670ar
- Berthaud E. & Neumeister B., (2010). Le rôle des Business Angels dans le financement de la croissance des PME innovantes. *Annales des Mines - Réalités industrielles*, 2/2010 (Mai 2010), 101-104. doi:10.3917/rindu.102.0101
- Boukris, R., & Fritz, N. (2011). *Les business angels: guide des bonnes pratiques à l'usage des investisseurs et des entrepreneurs*. Pearson.
- Brenet, P., & Entrepreneuriat, D. D. M. P. M. (2005). Le financement de l'amorçage dans les entreprises technologiques incubées. Communication au IV ème Congrès de l'Académie de l'Entrepreneuriat.
- Brettel, M. (2003). Business angels in Germany: a research note. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*. 5(3), 251-268. doi: 10.1080/1369106032000122095
- Certhoux, G. (2007). *Relation Entrepreneur-Business Angel et création de valeur: l'exemple du cas ATE*. Communication présentée au Vème Congrès International de l'Académie de l'Entrepreneuriat.
- Certhoux, G. & Redis, J., (2015). *Les ingrédients de la confiance dans la relation business angel-entrepreneur : les enseignements d'une étude de cas*. Communication présentée au 9e Congrès de l'Académie de l'Entrepreneuriat et de l'Innovation, Nantes.
- Certhoux, G. & Rédis, J., (2016). Business Angels et plateformes de financement participatif : concurrents ou complémentaires? *Entreprendre & Innover*, 28(1), 95-107. doi: 10.3917/entin.028.0095
- Certhoux, G., & Zenou, E. (2006). Gouvernance et dynamique de l'actionnariat en situation entrepreneuriale : le cas des Business Angels. *Revue de l'Entrepreneuriat*, 5(1), 13-29. doi:10.3917/entre.051.0013
- Cherif, M. (1999). Asymétrie d'information et financement des pme innovantes par le capital-risque. *Revue D'économie Financière*, (54), 163-178. En ligne <http://www.jstor.org/stable/42903716>
- Collewaert, V. (2012). Angel investors' and entrepreneurs' intentions to exit their ventures: A conflict perspective. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 36(4), 753-779. doi:10.1111/j.1540-6520.2011.00456.x

- Collewaert, V., & Sapienza, H. J. (2016). How does angel investor–entrepreneur conflict affect venture innovation? It depends. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 40(3), 573-597. doi:10.1111/etap.12131
- Commission européenne (2003). Recommandation de la Commission du 6 mai 2003 concernant la définition des micro, petites et moyennes entreprises. *Journal officiel n° L 124 du 20/05/2003 pp. 36-41*. En ligne <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=celex:32003H0361>
- Commission européenne. (2015). Guide de l'utilisateur pour la définition des PME. doi: 10.2873/311206
- De Dreu, C. K., & West, M. A. (2001). Minority dissent and team innovation: the importance of participation in decision making. *Journal of applied Psychology*, 86(6), 1191. doi: 10.1037/0021-9010.86.6.1191
- De Noble, A. F. (2001). Raising finance from business angels. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 3(4), 359-367. doi: 10.1080/1369106001002471 9
- Deville, X. (2013). Le financement des entreprises en Belgique. *BNB Revue économique*, 95-122. En ligne https://www.nbb.be/doc/ts/publications/economicreview/2013/revecoii2013_h5.pdf
- Fagerberg, J. (2005). *The Oxford handbook of innovation*. Oxford university press. En ligne <http://books.google.be>
- Fathi, E. T., & Gailly, B. (2003). La structure financière des PME de la haute technologie. Communication présentée au 12^e Congrès de l'AIMS, Tunis. En ligne dial.uclouvain.be
- Febelfin. (2015). « *Capital à risque en Belgique – Comment la Belgique peut-elle développer sa position en capital à risque ?* ». Rapport Febelfin. En ligne https://www.febelfin.be/sites/default/files/Capital_a_risque/files/assets/common/downloads/publication.pdf
- Feeney, L., Haines Jr, G. H., & Riding, A. L. (1999). Private investors' investment criteria: insights from qualitative data. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 1(2), 121-145. doi:10.1080/136910699295938
- Ferrary, M. (2006). Apprentissage collaboratif et réseaux d'investisseurs en capital-risque. *Revue française de gestion*, (4), 171-181. doi:10.3166/rfg.163.171-182

- Fiti T., Markovska H.V. & Bateman M. (2007). *Pretpriem- nistvo (Entrepreneurship)*, 2nd edition. Faculty of Economics: Skopje.
- France Angels (s.d.). Les Business Angels. En ligne http://www.franceangels.org/index.php?option=com_content&view=article&id=16&Itemid=18&lang=fr, consulté le 23 mai 2017.
- Freear, J., Sohl, J. E., & Wetzel, W. E. (1994). Angels and non-angels: are there differences? *Journal of Business venturing*, 9(2), 109-123. doi: 10.1016/0883-9026(94)90004-3
- Freear, J., Sohl, J. E., & Wetzel Jr, W. E. (1995). Angels: personal investors in the venture capital market. *Entrepreneurship & Regional Development*, 7(1), 85-94. doi:10.1080/08985629500000005
- Freeman, C., & Perez, C. (2000). Structural crises of adjustment, business cycles and investment behaviour. *Technology, Organizations and Innovation: Theories, Concepts and Paradigms*, 871. En ligne <http://books.google.com>
- Garmaise, M. J. (2001). Informed investors and the financing of entrepreneurial projects. UCLA Anderson School of Management. doi:10.2139/ssrn.263162
- Gaston, R. J. (1989). The scale of informal capital markets. *Small Business Economics*, 1(3), 223-230. doi:10.1007/BF00401859
- Guilhon, B., & Montchaud, S. (2003). Le capital à risque et les jeunes entreprises innovantes: problématique et enjeux. *Revue internationale PME: Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise*, 16(3-4), 53-73. doi:10.7202/1008445ar
- Haines Jr, G. H., Madill, J. J., & Riding, A. L. (2003). Informal investment in Canada: financing small business growth. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 16(3-4), 13-40. doi:10.1080/08276331.2003.10593306
- Hall, B. H. (2002). The financing of research and development. *Oxford review of economic policy*, 18(1), 35-51. doi:10.1093/oxrep/18.1.35
- Hindle, K., & Lee, L. (2002). An exploratory investigation of informal venture capitalists in Singapore. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 4(2), 169-177. doi:10.1080/13691060110091255
- Hülshager, U. R., Anderson, N., & Salgado, J. F. (2009). Team-level predictors of innovation at work: a comprehensive meta-analysis spanning three decades of research. *Journal of Applied psychology*, 94(5), 1128. doi:10.1037/a0015978
- Jacquin J. (2003). « Les jeunes entreprises innovantes : une priorité pour la croissance », Rapport du Commissariat Général au Plan, La Documentation Française. En ligne

<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/034000183.pdf> -

- Jehn, K. A. (1995). A multimethod examination of the benefits and detriments of intragroup conflict. *Administrative science quarterly*, 256-282. doi:10.2307/2393638
- Jehn, K. A., & Bendersky, C. (2003). Intragroup conflict in organizations: A contingency perspective on the conflict-outcome relationship. *Research in organizational behavior*, 25, 187-242. doi:10.1016/S0191-3085(03)25005-X
- 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. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- Kaplan, S. N., & Stromberg, P. (2001). Venture capitalists as principals: Contracting, screening, and monitoring (No. w8202). National Bureau of Economic Research. doi: 10.3386/w8202
- Kelly, P., & Hay, M. (2003). Business angel contracts: The influence of context. *Venture Capital*, 5(4), 287-312. doi:10.1080/1369106032000141940
- Lagarde, P. & Bouchara, P. (2003), Le capital risque : que nous enseigne l'après-crise ? Réalités industrielles, p.57. En ligne <https://search.proquest.com/docview/221239925?pq-origsite=gscholar>
- Landström, H. (1993). Informal risk capital in Sweden and some international comparisons. *Journal of Business Venturing*, 8(6), 525-540. doi:10.1016/0883-9026(93)90037-6
- L'Echo. (s.d.) L'entrepreneuriat séduit de plus en plus les nouvelles generations. En ligne <http://www.lecho.be/connect/vista/venturelab/L-entrepreneuriat-seduit-de-plus-en-plus-les-nouvelles-generations/9842840>
- Lerner, J. (1995). Venture capitalists and the oversight of private firms. *The Journal of Finance*, 50(1), 301-318. doi:10.1111/j.1540-6261.1995.tb05175.x
- Les Echos. (2017). Définition: Risque d'exploitation. En ligne https://www.lesechos.fr/financemarches/vernimmen/definition_risquedexploitation.html, consulté le 20 juillet 2017.
- Levratto N. & Tessier L. (2016). Business angels et performance des entreprises : une analyse empirique sur données françaises. *Innovations*, 49(1), 141-176. doi: 10.3917/inno.049.0141
- Lewicki, R. J., Tomlinson, E. C., & Gillespie, N. (2006). Models of interpersonal trust development: Theoretical approaches, empirical evidence, and future directions. *Journal of management*, 32(6), 991-1022. doi:10.1177/0149206306294405

- Lim, J. Y. K., Busenitz, L. W., & Chidambaram, L. (2013). New venture teams and the quality of business opportunities identified: Faultlines between subgroups of founders and investors. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 37(1), 47-67. doi:10.1111/j.1540-6520.2012.00550.x
- Macht, S. (2011). Inexpert business angels: How even investors with 'nothing to add' can add value. *Strategic Change*, 20(7-8), 269-278. doi:10.1002/jsc.900
- Macht, S., & Robinson, J. (2009). Do business angels benefit their investee companies?. *International Journal of Entrepreneurial Behavior & Research*, 15(2), 187-208. doi: 10.1108/13552550910944575
- Macht, S., & Weatherston J. (2011). Towards a theory of business angels' post-investment involvement: a resource-based approach. In: *Proceedings of the 8th AGSE International Entrepreneurship Research Exchange*, Swinburne University of Technology, Melbourne, Australia, 1-4 February, 2011.
- Manigart, S., & Struyf, C. (1997). Financing High Technology Startups In Belgium: An Explorative Study. *Small Business Economics*, 9, 125-135. En ligne <https://link.springer.com/content/pdf/10.1023%2FA%3A1007967722346.pdf>
- Mason, C., Botelho, T., & Zygmunt, J. (2016). Why business angels reject investment opportunities: Is it personal?. *International Small Business Journal*. doi: 0266242616646622.
- Mason, C. & Harrison, RT. (2008). Developing Time Series Data on the Size and Scope of the UK Business Angel Market. BERR, URN 08/ 1152. En ligne <https://fr.scribd.com/document/27439623/Developing-Time-Series-Data-on-the-Size-and-Scope-of-the-UK-2008>
- Mason, C., & Harrison, RT. (2008). Measuring business angel investment activity in the United Kingdom: a review of potential data sources. *Venture Capital*, 10(4), 309-330. doi:10.1080/ 13691060802380098
- Mason, C., Harrison, R., & Chaloner, J. (1991). Informal risk capital in the UK: a study of investor characteristics, investment preferences and investment decision-making. University of Southampton, Department of Geography.
- Mason, C., & Stark, M. (2004). What do investors look for in a business plan? A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels. *International small business journal*, 22(3), 227-248. doi: 10.1177/0266242604042377
- Maxwell, A.L. (2011). Business Angel Decision Making. (Thèse de doctorat) University of Waterloo, Ontario. En ligne <https://uwspace.uwaterloo.ca/handle/10012/6484>

- Maxwell, A.L., Jeffrey, S.A. & Lévesque, M., (2011). Business angel early stage decision making. *Journal of Business Venturing* 26, 212–225. doi: 10.1016/j.jbusvent.2009.09.002
- Moritz, A., & Block, J. (2016). Crowdfunding: A literature review and research directions. *Crowdfunding in Europe. State of the Art in Theory and Practise*, 25-53. doi: 10.1007/978-3-319-18017-5_3
- Munck, C., & Saublens, C. (2006). Introduction to business angels and business angels network activities in Europe. EBAN TOOL KIT. En ligne http://www.eban.org/wp-content/uploads/2013/02/EBAN-ToolKit_EN-2009.pdf
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), 574-592. doi: 10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221. doi : 10.1016/0304-405X(84)90023-0
- Nemeth, C. J. (1995). Dissent as driving cognition, attitudes, and judgments. *Social Cognition*, 13(3), 273-291. doi:10.1521/soco.1995.13.3.273
- OCDE (2005), Manuel d’Oslo, Principes directeurs pour le recueil et l’interprétation des données sur l’innovation, 3ème édition, OCDE, Paris. En ligne <http://www.oecd.org/fr/sti/inno/2367523.pdf>
- Onnée, S., & Renault, S. (2013). Le financement participatif : atouts, risques et conditions de succès. *Gestion*, 38(3), 54-65. doi:10.3917/riges.383.0054
- Paul, S., Whittam, G. & Wyper, J. (2007). Towards a model of the business angel investment process. *Venture Capital* 9, 107–125. doi:10.1080/13691060601185425
- Politis, D. (2008). Business angels and value added: What do we know and where do we go? *Venture Capital*, 10(2), 127-147. doi:10.1080/13691060801946147
- Radu Lefebvre, M., & Lefebvre, V. (2013). Investir au capital d'un nouveau projet entrepreneurial: une histoire de confiance? Académie de l’entrepreneuriat, Suisse. En ligne <https://hal-audencia.archives-ouvertes.fr/hal-01017001>
- Ramadani, V. (2009). Business angels: who they really are. *Strategic Change*, 18(7-8), 249-258. doi:10.1002/jsc
- Rameau, C. (2007). Les business angels en France. *Le journal de l'école de Paris du management*, (1), 23-29. doi:10.3917/jepam.063.023

- Reitan, B., & Sorheim, R. (2000). The informal venture capital market in Norway? Investor characteristics, behaviour and investment preferences. *Venture Capital: An international journal of entrepreneurial finance*, 2(2), 129-141. doi: 10.1080/136910600295747
- Saetre, A.S., (2003). « Entrepreneurial perspectives on informal venture capital », *Venture Capital*, 5(1). doi:10.1080/ 1369106032000062731
- Savignac, F. (2006). Le financement des entreprises innovantes. (Thèse de doctorat) Université Panthéon, Paris. En ligne <https://halshs.archives-ouvertes.fr/tel-00140525/>
- Savignac, F. (2007). Quel mode de financement pour les jeunes entreprises innovantes ? *Revue économique*, 58(4), 863-889. doi:10.3917/reco.584.0863
- Schwiebacher, A., & Larralde, B. (2010). Crowdfunding of small entrepreneurial ventures. *Handbook of entrepreneurial finance*, Oxford University Press, Forthcoming. doi:10.2139/ssrn.1699183
- Shepherd, D. A., & Douglas, E. J. (1998). Attracting equity investors: positioning, preparing, and presenting the business plan. Sage Publications. En ligne <http://books.google.com>
- Shepherd, D. A., & Zacharakis, A. (2001). The venture capitalist-entrepreneur relationship: control, trust and confidence in co-operative behaviour. *Venture Capital: an international journal of entrepreneurial finance*, 3(2), 129-149. doi: 10.1080/13691060110042763
- Sieberath, R. (2016, 14 octobre). Lettre à un jeune entrepreneur #6: Les business angels viennent de Mars ?. *La Libre*. En ligne <http://www.lalibre.be/economie/digital/lettre-a-un-jeune-entrepreneur-6-les-business-angels-viennent-de-mars57fcde9dcd70cd5761c9124f>
- Solignac, M. (2008). Les business angels. Regards croisés sur l'économie, 3(1), 185-186. doi : 10.3917/rce.003.0185
- Startupshelter. (s.d.). Loi Tax Shelter. *Tax Shelter*. <http://startupshelter.be/start-up-tax-shelter-en-belgique/>, consulté le 13 juillet 2017.
- Suomi, M., & Lumme, A. (1994). *Yksityishenkilöiden pääomasijoittaminen Suomessa*. Sitra.
- Szirmai, A., Naudé, W., & Goedhuys, M. (2011). Entrepreneurship, innovation, and economic development. Oxford University Press. En ligne <http://books.google.com>

- Tashiro, Y. (1999). Business angels in Japan. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1(3), 259-273. doi:10.1080/136910699295893
- Van Osnabrugge, M., & Robinson, R. J. (2000). *Angel Investing: Matching Startup Funds with Startup Companies--The Guide for Entrepreneurs and Individual Investors*. John Wiley & Sons. En ligne <http://books.google.com>
- Wetzel, W. E. (1981). Informal risk capital in New England. In *Frontiers of entrepreneurship research*, ed. K. Vesper, 217-45. Wellesley, MA: Babson College.
- Wilson, K. E. (2011). *Financing high-growth firms: The role of angel investors*, OECD Publishing. doi:10.2139/ssrn.1983115
- Wiltbank, R., & Boeker, W. (2007). *Returns to angel investors in groups*. Ewing Marion Kauffman Foundation & Angel Capital Education Foundation. doi: 10.2139/ssrn.1028592
- Wiltbank, R. (2009), *Siding with the Angels: Business Angel Investing – Promising Outcomes and Effective Strategies*, BBAA and NESTA, London. En ligne https://www.nesta.org.uk/sites/default/files/siding_with_the_angels.pdf
- Wynant, L., Hatch, J., Shadbolt, J., & Thibeault, A. (1991). *Banks and Small Business Borrowers: A 1990 Research Study*. University of Western Ontario, Western Business School.

