

Louvain School of Management

Analyse des différentes méthodes de financement des startups et de la
relation entre investisseurs et entrepreneurs : étude de cas

Mémoire projet réalisé par
Astrid Cornelis

en vue de l'obtention du titre de
Master en ingénieur de gestion, à finalité spécialisée

Promoteur(s)
Philippe Grégoire

Année académique 2017-2018

Je souhaiterais remercier toutes les personnes ayant contribué à l'élaboration et à l'achèvement de mon mémoire.

En priorité, je remercie mon promoteur, Mr Philippe Grégoire, professeur à l'UCL, pour ses conseils, son temps et son encadrement.

Ensuite, je remercie mon maître de stage, Mr Corentin Poels, innovation synergist chez BNP Paribas Fortis, pour son esprit critique, ses conseils, son carnet d'adresses et son soutien. J'adresse aussi mes remerciements à Mr Joris Vanvolsem, innovation synergist chez BNP Paribas Fortis, qui m'a permis d'entrer en contact avec Cresco law, cabinet d'avocats d'affaires notamment pour les entrepreneurs et investisseurs.

Mes remerciements vont également à toutes les personnes que j'ai eu l'opportunité d'interviewer pour leur temps, leur gentillesse et leurs savoirs : Mr Jonathan Schockaert, Mr Thibaut Claes, Mr Adrien Roose, Mme Laura Rosseel, Mr Charles-Albert de Radzitzky, Mr Axel Funhoff et Mr Christophe Guisset.

Finalement, toute ma gratitude à mes proches pour leur soutien et leurs encouragements, et tout particulièrement à Stéphanie Van Parijs, Maxim Vanhenden, Morgane Borres, Stéphanie Vandermeulen et ma maman pour la relecture de mon mémoire.

Table des matières

1. Introduction.....	1
2. Les différentes méthodes de financement.....	4
2.1. Seed stage – phase de développement	6
2.1.1. Bootstrapping	6
2.1.2. Le financement participatif ou Crowdfunding.....	8
2.1.3. Les subsides, programmes et autres aides gouvernementales	12
2.1.4. Les incubateurs et accélérateurs	16
2.2. Startup Stage – phase de lancement ou d’amorçage.....	17
2.2.1. Business Angels.....	17
2.3. Early growth – Rapid growth stage – Croissance.....	19
2.3.1. Financement par dette	19
2.3.2. Venture Capital.....	20
2.3.3. Mezzanine financing	24
2.4. Maturity stage – Exit.....	25
2.4.1. Leveraged Buyout (LBO) and Management Buyout (MBO).....	25
2.4.2. Entrée en bourse ou Initial Public Offering (IPO)	26
2.5. Synthèse.....	27
3. Les problèmes entre investisseurs et entrepreneurs	30
3.1. Solutions possibles pour les asymétries d’informations	33
3.2. Solutions possibles pour les problèmes d’agence.....	34
3.2.1. Staged financing	34
3.3. Contrat : la protection des investisseurs via des clauses.....	36
3.4. Autres solutions.....	39
3.5. Différence entre la réalité et la théorie	40
3.5.1. Les problèmes d’information, d’agence et les clauses.....	41
3.5.2. Staged financing	47
3.5.3 La valorisation d’une startup et le prêt convertible.....	50
3.6 Synthèse et opinion	54
4. Comparaison entre différents types d’investisseurs.....	56
5. Gap de financement en Belgique	64
5.1. Jonathan Schockaert, ListMinut	64
5.2. Thibaut Claes, WING	66
5.3. Adrien Roose, Take Eat Easy – Cowboy	66
5.4. Charles-Albert de Radzitzky, Spreds	67
5.5. Axel Funhoff, Elypsion Capital	69
5.6. Christophe Guisset, Chroma Impact Investment.....	70
5.7 La presse.....	71
5.8 Synthèse et opinion	72
6. Conclusion.....	73
7. Bibliographie	76

Table des illustrations

Figure 1 : Les méthodes de financement en fonction des stades de la startup	5
Tableau 1 : Les stades de développement des startups et les sources de financement disponibles.....	27
Tableau 2 : Comparaison entre la théorie et la réalité.....	55

1. Introduction

En 2017, plus de 95.000 entreprises ont été lancées en Belgique, ce qui représente une augmentation de 5,91% par rapport à l'année précédente. Depuis 2013, le nombre d'entreprises créées ne cesse d'augmenter, notamment en 2016 où la Belgique a connu une croissance de 8,73% par rapport à 2015 (UNIZO, Graydon Belgium, & UCM, 2018, p.12). Cela pourrait signifier qu'un nombre croissant de personnes voient naître en elles une âme d'entrepreneur voulant dynamiser l'économie et impacter son environnement. Ainsi, des startups commencent de plus en plus à voir le jour et à croître.

Une startup, d'après Klacmer, Horvat et Lalic (2014, p.19), est « une entreprise nouvellement créée ou en phase de développement et d'étude de marché ». Selon Steve Blank, célèbre entrepreneur, « une startup est une organisation temporaire conçue pour rechercher un business model reproductible et évolutif » (Ready, 2012). Les auteurs du European Startup Monitor (2016, p.5) se montrent plus pointilleux en ajoutant qu'une entreprise doit répondre à trois caractéristiques afin d'être considérée comme une startup. Tout d'abord, celle-ci doit avoir moins de dix ans d'existence. Ensuite, elle doit proposer une technologie ou un modèle économique innovant. Enfin, l'entreprise doit montrer une augmentation importante d'employés ou de ventes afin d'être appelée startup.

Ainsi, selon un rapport de l'OECD (2017, p.18), la Belgique présenterait une augmentation du nombre d'entreprises créées, ce que confirme une étude menée par les organisations UNIZO, Gaydon Belgium et UCM (2018). Lorsqu'un entrepreneur se lance dans une telle aventure remplie de challenges, il se heurte à un premier obstacle non négligeable : le financement. A ce moment-là, différentes questions se posent. Où trouver les fonds ? A qui s'adresser ? Quels sont les avantages et les inconvénients de chaque méthode de financement ? Comment convaincre et rassurer les investisseurs ? En effet, ces derniers peuvent se montrer réticents, voire méfiants à l'égard de l'entrepreneur. Ainsi, certains problèmes peuvent survenir dans la relation qu'entretient l'entrepreneur avec ses investisseurs. Quelles sont alors les solutions possibles pour résoudre ces problèmes et convaincre les investisseurs d'investir dans la startup ? Il nous est alors paru important et intéressant de comprendre les implications de chaque source de

financement pour l'entrepreneur ainsi que d'analyser les solutions mises en place pour résoudre les problèmes entre investisseurs et entrepreneurs.

L'objectif de ce mémoire est d'analyser les différentes méthodes de financement des startups, leurs avantages et inconvénients ainsi que d'analyser la relation entre investisseurs et entrepreneurs. Cela sera notamment, réalisé à l'aide d'articles scientifiques, de sites d'organisations et d'interviews.

Dans le cadre de ce mémoire, nous avons eu l'occasion d'interviewer deux entrepreneurs et fondateurs de leur propre entreprise :

- Mr Jonathan Schockaert, CEO de ListMinut qui est une plateforme collaborative mettant en relation des demandeurs et pourvoyeurs de services
- et Mr Adrien Roose, ancien CEO de Take Eat Easy, entreprise s'occupant de la livraison de plats à domicile, ayant fait faillite récemment et actuellement CEO de Cowboy, entreprise vendant des vélos électriques.

Ensuite, nous avons eu l'opportunité d'interviewer :

- Mr Thibaut Claes, investment manager au fonds d'investissement public WING
- Mr Charles-Albert de Radzitzky, CEO et fondateur de Spreds, une plateforme d'investissement anciennement dénommée MyMicroInvest
- Mr Axel Funhoff, CEO d'Elysion Capital, société en Corporate Finance Advisory
- Mr Christophe Guisset, actuellement l'un des fondateurs du fonds d'investissement Chroma Impact Investment, ayant précédemment fondé et dirigé un réseau de business angels anciennement appelé BAMS, devenu Be Angels ainsi qu'un fonds appelé BAMS Angels fund
- et Mme Laura Rosseel, associate chez Cresco Law, cabinet d'avocats d'affaires notamment pour les entrepreneurs et investisseurs.

Ces interviews nous ont permis d'obtenir les points de vue de différents acteurs jouant ou pouvant jouer un rôle important lors du financement d'une start-up. Il faut cependant préciser que cet aperçu ne montre qu'une infime partie de la réalité. Nous avons décidé de suivre une méthode d'interview semi-directive avec des questions préparées à l'avance et suffisamment larges. Cela nous a permis de conduire l'interview tout en laissant les interviewés parler de leurs expériences nous permettant de rebondir

spontanément sur certains points. Notons qu'afin de respecter les règles du langage écrit, nous nous sommes permis de modifier certains mots utilisés par nos interviewés, se prêtant plus au langage oral. Nous nous sommes également permis de traduire les interviews de Mme Rosseel et de Mr Funhoff de l'anglais au français.

Tout d'abord, nous commencerons par décrire les différentes méthodes de financement à disposition des startups en fonction des stades de développement dans lesquelles celles-ci se trouvent. Cela nous permettra de mieux situer le contexte, de prendre connaissance des risques présents à chaque stade de développement et de connaître les avantages et inconvénients de chaque type de financement. Ensuite, nous définirons et analyserons les problèmes pouvant survenir entre les investisseurs et les entrepreneurs ainsi que les différentes solutions permettant de résoudre ceux-ci. A l'aide des différentes interviews menées, nous confronterons la théorie à la réalité, afin de vérifier que ces problèmes et solutions soient toujours d'actualité. Par la suite, nous ferons une comparaison entre venture capitalists et business angels et entre fonds publics et privés par rapport à l'implication dans l'entreprise et aux exigences. Ceci nous permettra de mieux comprendre les différences entre ces principales sources de financement notamment vis-à-vis de la relation avec le management de l'entreprise. Le dernier chapitre portera sur une question importante, pouvant mener à de futures recherches : Existe-t-il un gap de financement en Belgique ? Finalement, nous conclurons ce mémoire en énonçant les points essentiels de celui-ci, les limites de notre analyse et quelques propositions pouvant donner lieu à de futures recherches.

2. Les différentes méthodes de financement

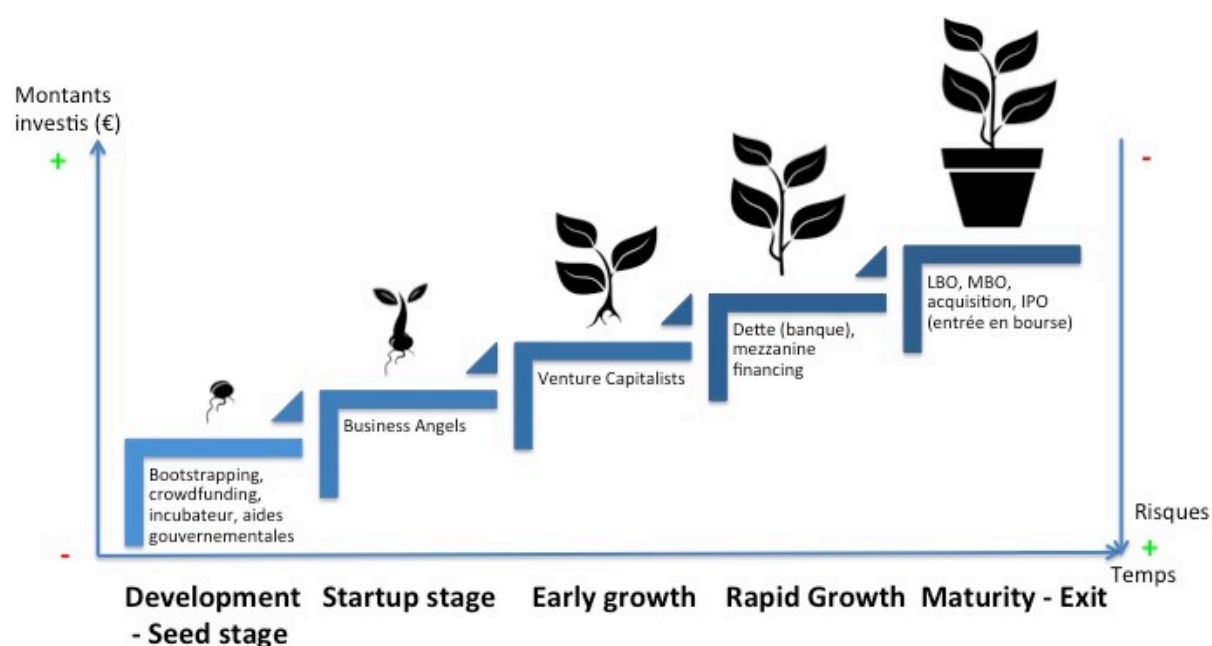
Lorsqu'un entrepreneur souhaite financer sa startup, il lui faut tout d'abord définir le montant qu'il souhaite lever, tout en restant raisonnable. Il ne s'agit pas de récolter l'entièreté des fonds dès le début, sous peine de perdre une importante part de propriété (Smith et al., 2011). Selon Maleki (2015), cela peut se faire progressivement, au fur et à mesure que la startup évolue et croît. Ainsi, l'entrepreneur doit faire attention à demander le montant nécessaire pour faire avancer sa startup au stade suivant.

Lorsqu'une entreprise est créée, elle se développe et passe par plusieurs étapes. De nombreux auteurs ont nommé et distingué ces étapes à leur manière. Dans le cadre de ce mémoire, nous retiendrons les cinq phases énoncées par les auteurs Smith et Bliss (2011, p.20) qui sont *development*, *start-up*, *early-growth*, *rapid-growth* et *exit*. Lors de la première étape, l'investissement est principalement axé sur la recherche et le développement du concept que dans les infrastructures nécessaires à la production. On parlera ensuite de startup une fois les investissements en termes d'équipements, d'installation et de capital humain réalisés. La production pourra ensuite commencer. Par la suite, l'entreprise atteindra l'étape d'*early-growth* quand son revenu commencera à croître. A ce moment-là, il est possible que l'entreprise ne survive pas malgré les ventes. Autrement, si celle-ci survit, générant suffisamment de ventes que pour se maintenir à flot, elle passera à l'étape de *rapid-growth*. Dans ce cas-là, le revenu net sera positif. Enfin, lors de la dernière phase, appelée *exit*, l'entreprise atteint petit à petit le summum de sa croissance. Il n'est, d'ailleurs, plus nécessaire de la renflouer par des financements externes. Comme l'ont si bien dit les auteurs Smith et Bliss (2011, p.21), « c'est le moment opportun pour les investisseurs de récolter et de réaliser le rendement de leurs investissements. »

Parmi ces différentes étapes de développement, différents acteurs et méthodes de financement interviennent. Nous allons expliquer brièvement chaque méthode de financement et énoncer les avantages et inconvénients de chacune d'entre elles selon le stade de développement des startups. Afin de permettre plus de clarté, la Figure 1 reprend les différentes méthodes de financement en fonction des différents stades de vie d'une startup. Comme nous pouvons le constater, plus l'entreprise évolue et croît,

plus les montants investis dans celle-ci sont élevés et plus les risques pour les investisseurs diminuent. En effet, plus l'entreprise évolue, plus elle fait ses preuves envers le marché et ses actionnaires. Les investisseurs arrivant à un stade plus avancé supportent moins de risques que les premiers.

Figure 1 : Les méthodes de financement en fonction des stades de la startup



NB : LBO et MBO signifient respectivement *Leveraged Buyout* et *Management Buyout*

Dans le cadre de ce mémoire, nous allons distinguer les sources de financement *internes* et les sources de financement *externes*. Par sources de financement internes, nous catégorisons les fonds venant de l'entrepreneur, de sa famille ou de ses amis. Nous considérons, par conséquent, les fonds venant de business angels, venture capitalists et autres investisseurs ou d'un prêt à la banque, i.e. la dette, comme étant des sources de financement externes.

2.1. Seed stage – phase de développement

Lors de cette phase, les fondateurs développent leur idée et investissent principalement en recherche et développement. Il est donc possible que la startup ne soit pas encore créée (Carmine Capital, 2017).

Il est généralement difficile, à ce stade, de trouver des investisseurs externes privés prêts à soutenir l'équipe fondatrice. L'incertitude dans laquelle baigne l'entreprise concernant le produit et le marché est trop importante et impliquerait de trop gros risques pour ces investisseurs. Par conséquent, l'entrepreneur doit souvent se résoudre à se débrouiller avec ce qu'il a. A ce stade, les méthodes de financement disponibles sont le bootstrapping avec les 3F, i.e. Friends, Family and Fools, le crowdfunding, les différentes aides gouvernementales et les incubateurs ou accélérateurs que nous développerons ci-dessous.

2.1.1. Bootstrapping

Lors du développement du projet de la startup, l'entrepreneur aura plutôt tendance à commencer par la subventionner par ses propres moyens, ce qu'on appelle le *bootstrapping*. L'entrepreneur utilisera, par exemple, ses économies, ses biens propres, une demande de crédit,... (Smith et al., 2011, p.22). Interviennent également dans cette catégorie de financement les amis et la famille, appelés les *Friends, Family and Fools* ou les 3F ou encore *love money*, investissant dans l'entreprise pour aider leur proche ou lui accordant une sorte de prêt (Smith et al., 2011, p.38). En Wallonie, il existe le *prêt coup de pouce* visant à « mobiliser l'épargne privée au profit du financement des PME en Wallonie via un crédit d'impôt sur un/plusieurs prêt(s) octroyé(s) par un contribuable, [i.e. les 3F], à une PME wallonne » (Prêt coup de pouce, n.d.).

Cette première méthode de financement permet à l'entrepreneur de garder la propriété exclusive de son entreprise, étant donné qu'il ne fait pas appel à un tiers (Lopac, 2007¹ cité par Klacmer Calopa et al., 2014, p.25 ; Smith, 2016). De plus, cela stimule la

¹ Lopac, B. (2007). *Kako financirati Web startup (How to fund a Web startup)*. En ligne sur <http://cromotion.net/76/kako-financirati-web-startup/>, consulté le 21 février 2013.

créativité de l'entrepreneur et peut lui révéler des talents non explorés (Smith, 2016). En effet, en finançant l'entreprise par ses propres moyens, il se doit de trouver des solutions par lui-même et de limiter les coûts. Enfin, selon Ryan Smith (2016), cela peut également permettre à l'entreprise d'attirer de jeunes talents croyant au potentiel du projet et prêts à sacrifier un salaire intéressant pour celui-ci.

Comme mentionné par Amar Bhidé (1992), plusieurs entrepreneurs trouvent que le bootstrapping permet d'éviter d'avoir recours à des investissements externes, notamment lorsque ceux-ci concernent des montants plus élevés que nécessaires. D'après cet auteur, nombreux sont les entrepreneurs dépensant des investissements « inutilement » ou de manière non efficace et demandant, par conséquent, plus de fonds. Ainsi, en utilisant au début le bootstrapping comme unique moyen de financement, les entrepreneurs distingueraient les priorités et arriveraient à déceler les véritables problèmes et à les résoudre. De plus, cela leur permettrait une certaine flexibilité dans leur choix de stratégie qu'ils n'auraient pas s'ils avaient des investisseurs à satisfaire et devant lesquels ils ne peuvent perdre leur crédibilité (Bhidé, 1992). Souvent, les investisseurs ne sont intéressés que par le rendement de leur investissement et cela peut poser problème avec la vision et la stratégie de l'entrepreneur qui peuvent évoluer au fur et à mesure de l'aventure. Comme conséquence, il arrive que l'entrepreneur ait peur de changer de direction ou de plan du fait de cette pression mise par les investisseurs, même si cela s'avère nécessaire pour la continuité et la prospérité de l'entreprise (Bhidé, 1992).

Dans le cadre de ce mémoire, nous avons interviewé Jonathan Schockaert, CEO de la startup ListMinut, qui nous a relaté tout le processus de financement que son entreprise a connu jusqu'à présent. Ainsi, il nous a expliqué qu'ils avaient eux aussi, i.e. les 5 fondateurs, commencé par faire du bootstrapping en demandant de l'aide à leurs familles.

« On a mis 20.000€ pour créer la SPRL. Grâce à l'aide de nos parents, nous avons investi environ 4.000€-5.000€ chacun. Ce ne sont pas les parents qui ont investi comme des investisseurs », c'est nous qui avons mis l'argent reçu pour créer la société. »

- Jonathan Schockaert, ListMinut

Cependant, le *bootstrapping* n'est malheureusement pas une source infinie et se contenter de celle-ci rend le processus de développement plus long. Si l'entrepreneur désire développer son entreprise rapidement, il conviendra alors de trouver une source de financement supplémentaire à celle-ci au fur et à mesure que l'entreprise grandit.

« Plus on bootstrappe, plus c'est lent, plus c'est difficile mais moins on perd en dilution et en contrôle. » - Adrien Roose, Cowboy

2.1.2. Le financement participatif ou Crowdfunding

D'après un article paru dans la Libre (Janssen et al., 2017, 4 mars), le crowdfunding « est une manière pour le porteur de projet d'être mis en relation avec une communauté d'apporteurs de capitaux (le *crowd* la foule) via une plateforme en ligne. » Ainsi, de nombreuses plateformes de financement participatif ont vu le jour telles que Indiegogo et Kickstarter, au niveau mondial, ou encore, en Belgique, Look&Fin et MyMicroInvest, récemment devenu Spreds.

« [...] le crowdfunding, moi je le définis toujours comme étant la forme de la démocratie qui est la plus parfaite parce que c'est directement de l'argent des gens qui va directement dans l'économie mais l'économie qu'eux ont choisie. » - Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

Jusqu'à présent, il existe quatre types de crowdfunding : le crowdfunding sous forme de don, le crowdfunding avec récompense, le crowdfunding sous forme de prêt ou *crowdlending* et enfin le crowdfunding en equity. Afin de définir le mieux possible chacune des quatre sortes de financement participatif, ont été pris en considération les éléments issus de l'article de la Libre écrit par les professeurs Janssen, Jacquemin et Guillaume (2017, 4 mars) ainsi que des sites MyMicroInvest (n.d.) et Look&Fin (n.d.).

Le crowdfunding sous forme de don implique une donation non remboursable dans le but de soutenir une cause ou un projet sans rien attendre en retour. Le crowdfunding avec récompense, quant à lui, consiste à obtenir une récompense telle qu'un cadeau, un produit en avant-première ou du moins, une contrepartie non financière en échange de

l'investissement. D'ailleurs, comme bel exemple de financement participatif avec récompense, l'entreprise Brussels Beer Project (n.d.) fait appel environ chaque année au crowdfunding en promettant à chaque investisseur douze bières par an à vie s'il investit un montant de 180€ dans l'entreprise (#BeerForLife). Concernant les deux dernières formes, soit l'investisseur fait un prêt à l'entreprise et attend son remboursement avec des intérêts, i.e. crowdlending, soit il investit dans l'entreprise et acquiert ainsi des actions dans celle-ci, i.e. crowdfunding en equity.

Par conséquent, en faisant appel au crowdfunding, l'entrepreneur a le choix parmi ces quatre propositions. A lui de décider s'il souhaite obtenir un prêt avec des intérêts à payer, perdre des parts dans son entreprise ou récompenser les investisseurs d'une quelconque manière, excepté financière. Cependant, concernant le financement par don, il sera généralement utilisé par des entreprises défendant une bonne cause ou du moins à but non-lucratif (Look&Fin, n.d.).

Nous avons eu l'opportunité d'interviewer Mr Charles-Albert de Radzitzky, CEO de Spreds, anciennement appelé MyMicroInvest. Celui-ci nous a expliqué le fonctionnement de sa plateforme qu'il ne décrit pas comme une plateforme de crowdfunding mais plutôt comme une plateforme d'investissement. Via cette plateforme, les investisseurs peuvent soit investir en equity soit accorder un prêt. Cependant, Spreds a une importante particularité.

« Les investisseurs investissent aux côtés d'investisseurs professionnels. [...] Cela veut dire que quand nos investisseurs investissent dans une startup en equity, ils investissent toujours aux côtés d'un ou plusieurs business angels ou fonds de venture capital aux mêmes conditions financières, exactement les mêmes. Au moment de la sortie, ils bénéficient d'un droit de sortie aux mêmes conditions financières que ces investisseurs. »

- Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

Dans leur idée, il y a à la fois une validation par le marché, i.e. les investisseurs venant de la foule, du concept de l'entreprise et une analyse faite par les investisseurs professionnels du rendement potentiel et des opportunités d'investissement de l'entreprise (Spreds, 2018a). C'est d'ailleurs le co-investisseur qui négociera la

valorisation de l'entreprise ainsi que les clauses du contrat. Cependant, si jamais Spreds ne trouve pas de co-investisseur professionnel, alors les investisseurs seront remboursés.

« [...] quand on fait une opération en disant qu'il y a un co-investisseur, si le co-investisseur n'apparaît pas, on rembourse tout le monde et donc les gens n'investissent pas dans la startup. Donc c'est vraiment une condition d'investissement. »

- Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

La deuxième grande particularité de Spreds est que, contrairement aux plateformes de crowdfunding dites classiques, les investisseurs n'ont pas de relation juridique et financière directe avec la société dans laquelle ils investissent.

« [...] pour] la plupart des plateformes de crowdfunding, les investisseurs [...] sont actionnaires ou sont prêteurs de la société dans laquelle ils investissent. Chez nous, ce n'est pas le cas. Une filiale a été créée, qui s'appelle Spreds Finance, et qui crée pour chaque financement qu'elle organise un compartiment. » - Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

Ce compartiment peut être interprété comme une cellule comptable hors bilan gérant la relation entre Spreds Finance et l'investisseur. Par conséquent, Spreds Finance se doit d'investir l'argent des investisseurs dans la startup choisie et d'en détenir les actions au nom de ces investisseurs. Ainsi, Spreds Finance apparaît comme actionnaire de la startup et est invitée aux assemblées générales, ce qui permet à l'entrepreneur d'éviter de contacter tous les investisseurs qu'elle représente. Généralement, la filiale donne une procuration au fameux co-investisseur professionnel afin qu'il vote pour les investisseurs de la même manière qu'il le ferait pour lui. Bien évidemment, lorsqu'il s'agit de décisions importantes pouvant avoir un impact sur le patrimoine des investisseurs de la startup, Spreds Finance organise de son côté une assemblée générale avec les investisseurs qu'elle représente pour connaître leur vote. Cependant, Charles-Albert de Radzitzky insiste sur le fait qu'ils ne demandent pas de siège au conseil d'administration.

Par an, Spreds reçoit environ 1.800 candidatures mais seulement une quarantaine sont retenues et financées. Ainsi, une grosse sélection est faite même pour une plateforme de crowdfunding ou d'investissement via des critères objectifs établis par Spreds qui peuvent varier selon que l'entreprise se trouve dans un tracer thématique, tax shelter ou non. Selon le site Spreds (2018b), « un tracer est un outil innovant vous permettant de vous créer un portefeuille diversifié de start-up, tout en minimisant votre exposition au risque. »

Quant au tax shelter, il s'agit d'un instrument fiscal permettant à quiconque de diminuer ses impôts en investissant dans des entreprises, afin de dynamiser l'entrepreneuriat (Spreds, n.d.). Grâce à celui-ci, les personnes peuvent bénéficier jusqu'à 45% du montant investi comme réduction d'impôts, sous certaines conditions. Tout d'abord, les investisseurs ne peuvent investir plus de 100.000€ par an, ils doivent garder les actions d'une entreprise pendant au moins quatre ans et doivent investir dans celle-ci par le biais d'une plateforme de crowdfunding agréée par la FSMA, l'autorité des services et marchés financiers. De plus, il faut que l'entreprise concernée soit une micro-entreprise ou PME, qu'elle ne demande pas plus de 250.000€, qu'elle ait moins de quatre ans d'existence et que son siège social soit en Belgique (Spreds, n.d.). Il s'agit des principales conditions pour bénéficier du tax shelter mais il en existe d'autres. Ainsi, seuls des investisseurs privés peuvent en bénéficier, les business angels faisant partie de cette catégorie. Cela favorise le financement de startups.

Selon Charles-Albert de Radzitzky, grâce au tax shelter de nombreuses personnes tendent à investir dans des startups. Selon lui, si un investisseur privé se diversifie et investit uniquement dans des startups avec tax shelter, il y a de grandes chances pour qu'il ait un très bon rendement.

« [...] on a 40 à 50% des startups qui vont tomber en faillite, 40% qui vont survivre et qui pour l'investisseur vont lui donner un petit rendement ou une petite perte, enfin lui, il va retrouver ses sous. Puis, on a 10 à 20% qui vont être des succès et qui vont faire que si on investit dans 10 sociétés, alors on aura un très bon rendement parce qu'on aura diversifié et on aura réussi à capter une ou deux startups qui font un super rendement. [...] Et donc si on combine cela avec le tax shelter, si on investit dans 10 sociétés tax shelter et qu'on a à

chaque fois 45% de réduction d'impôts, cela veut dire qu'en fait les sociétés qui vont tomber en faillite seront couvertes par nos réductions d'impôts et il ne nous reste plus que celles qui vont survivre et celles qui vont être un énorme succès. Et donc, on peut avoir un rendement vraiment très intéressant. » - Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

2.1.3. Les subsides, programmes et autres aides gouvernementales

De nos jours, de plus en plus d'aides et de programmes gouvernementaux existent afin d'aider de jeunes entreprises prometteuses à se développer. L'entrepreneur peut aussi faire une demande de subsides pour financer son projet. Cependant, comme l'a mentionné Wim Heyman, spécialiste des aides publiques chez BNP Paribas Fortis, il s'agit principalement d'« un coup de pouce », pour lequel il faut remplir certains critères variant d'une région à l'autre (Bizcover, 2016, 7 septembre).

Dans le cadre de ce mémoire, nous avons limité nos recherches à la Wallonie.

En Wallonie, il existe notamment l'Agence pour l'Entreprise & l'Innovation (AEI) qui propose une quantité d'aides et de conseils, que ce soit pour créer, gérer ou développer son entreprise. Si un entrepreneur souhaite lancer son entreprise en Wallonie, celui-ci peut faire une demande de *bourse préactivité*. Celle-ci s'élève à un montant de 12.500€ et permet à l'entrepreneur de faire les premières démarches avec la possibilité d'« être accompagné par une personne ou une structure agréée à l'AEI » (AEI, n.d.). L'équipe fondatrice de ListMinut a d'ailleurs pu bénéficier de celle-ci.

*« Ils finançaient 80% de l'étude juridique et selon les résultats de celle-ci, ils débloquaient le reste. [...] Cela nous a permis de faire d'autres choses, comme une étude du marché etc. »
- Jonathan Schockaert, ListMinut*

De plus, lorsqu'une personne lance une activité, elle peut également bénéficier de chèques-entreprises. Comme défini sur le site de l'AEI (2017a), « ces chèques permettent de financer des prestations liées au besoin de l'entreprise, à son degré de développement et de maturité ». L'AEI (2017b) offre également des incitants EC d'une

valeur maximale de 10.000€ aux entreprises déployant des projets tournés vers l'économie circulaire (EC).

Dans le cas où une entreprise doit investir en recherche et développement, celle-ci peut par exemple, bénéficier d'avantages fiscaux (Agence pour l'Entreprise & l'Innovation, 2018). Selon le site de l'AEI (2017c), « la Wallonie soutient la recherche et développement technologique en entreprise, que ce soit par des subventions ou par des avances récupérables, pour tout projet de recherche industrielle ou de développement expérimental (en ce compris le « prototyping »). Ces aides peuvent couvrir jusqu'à 40 à 70% des dépenses admissibles. »

La Wallonie a aussi développé de nombreux autres programmes, tel que le NCP Wallonie (2018), créé dans le but d'aider des entreprises à développer leur projet et à obtenir des financements européens. Il y a aussi les entreprises Solwafin et Novallia. Cette dernière propose de nombreux programmes pour le financement et le développement de projets innovants, tels que Easy'up finançant l'innovation (Novallia, n.d.). Quant à Solwafin, il s'agit d'un partenaire financier présent aux moments importants de l'entreprise, c'est-à-dire lors de la création, l'innovation, le développement, l'internationalisation et la reprise-transmission (Solwafin, 2018). Dès lors, des PME voient le jour grâce, par exemple, à l'obtention de prêts subordonnés (AEI, 2017d). La particularité de ces prêts est qu'ils ne sont remboursés qu'une fois les autres créanciers remboursés. Etant donné que cela représente un plus grand risque pour les prêteurs, le taux d'intérêt demandé est généralement plus élevé (Les Echo, 2017a).

Finalement, il y a également la Société Régionale d'Investissement de Wallonie (SRIW). La SRIW (2018) est un fonds d'investissement offrant une panoplie de solutions autant pour soutenir le projet que pour le financer. Elle vise les entreprises en Wallonie menant « des projets d'ampleur ou des services générateurs de valeur ajoutée et ce dans une perspective de développement économique durable » (AEI, 2017d). Elle intervient plus tard dans le cycle de développement, en compagnie de venture capitalists. Néanmoins, depuis février 2016, la SRIW gère un fonds d'investissement appelé le WING, i.e. Wallonia Innovation and Growth, par Digital Wallonia. Celui-ci se concentre particulièrement sur les startups dans le numérique (WING, 2016a). Suivant le stade de

la startup, la maturité de la proposition et le pitch, le comité d'investissement, composé de serial entrepreneurs et spécialistes en financement, peut décider d'investir dans le projet avec un montant allant de 50.000€ à 500.000€ (WING, 2016b). Ce fonds peut ainsi intervenir à trois moments : lors du préfinancement, i.e. le pré-seed ou pré-amorçage, juste avant le premier financement, ce qui généralement se fait en prêt convertible, lors du premier financement, i.e. l'amorçage, quand des premiers investisseurs sont déjà convaincus et enfin lors de la « série A », i.e. quand la startup cherche des fonds venant de venture capitalists (WING, 2016b). Un prêt convertible, également appelé obligation convertible et dette convertible, est un « prêt à une société à échéance et paiements prédéfinis à des dates prédéfinies donnant au détenteur le droit de le convertir en un nombre prédéterminé d'actions ordinaires » (Burchardt, Hommel, Kamurio, Billitteri, 2016, p.28).

Selon Thibaut Claes, un investment manager au WING que nous avons pu interviewer, ce fonds d'investissement a été lancé par la Région Wallonne dans le but de combler un gap de financement dans les premières étapes du cycle, i.e. durant le pré-amorçage et l'amorçage.

« Il y a quand même, et c'est toujours le cas, un manque de startups en région wallonne, ce qu'il y avait c'était un manque de financement pour les première étapes puisque les premiers 50.000 euros étaient difficiles à trouver. » - Thibaut Claes, WING

Ceci est d'ailleurs confirmé par Adrien Roose, CEO de Take Eat Easy ayant fait faillite en 2016 et actuellement CEO de Cowboy, une startup créée l'année passée. Nous avons eu l'opportunité de l'interviewer sur le processus de financement de ses deux entreprises.

*« [...] je pense qu'on a vraiment eu de la chance parce qu'en réalité, on ne savait et ne comprenait pas grand chose et c'est souvent cela le plus dur, c'est de lever les premiers fonds. Alors que justement, à ce moment-là, c'est un peu l'œuf ou la poule, on a besoin d'argent pour démarrer et, en même temps, il n'y a personne qui veut nous donner de l'argent tant qu'on n'a pas démarré. Le challenge est de réussir à construire avec des bouts de ficelles ce qu'on a besoin, et de faire ce qu'on peut pour convaincre quelqu'un. »
- Adrien Roose, Take Eat Easy*

Le but du WING est de dynamiser l'entrepreneuriat en Wallonie, principalement dans le secteur du numérique.

« Donc le but est de permettre plus de création, plus de lancement puisque les 50.000€ sont difficiles à trouver et aussi de donner des moyens plus importants à des startups en général dans le numérique. [...] Le numérique est un peu le parent faible depuis des années, en tout cas en terme de financement. » - Thibaut Claes, WING

Par an, ils reçoivent environ 200 demandes d'investissement. Sur les 400 demandes qu'ils ont reçues depuis leur création, ils en ont financé 40, soit environ 10%. Selon Thibaut Claes, le WING aurait un taux d'acceptation très élevé, ce qui peut s'expliquer par le fait qu'ils interviennent principalement lors du pré-amorçage et de l'amorçage.

« Je pense que le taux d'acceptation est entre 15-16%, ce qui est très élevé. Personnellement, je dirais que c'est beaucoup trop élevé. Si vous regardez le taux d'acceptation des fonds d'investissement publics par rapport au taux des fonds d'investissement privés, vous verrez que les fonds d'investissement privés investissent entre 0,1 et 1% des dossiers qu'ils reçoivent. Donc ils investissent entre 1 dossier sur 100 et 1 dossier sur 1000. Evidemment, les fonds d'investissement sont généralement un peu plus late-stage, donc généralement cela influence aussi. En moyenne, les fonds d'investissement publics investissent dans des projets avec un taux d'acceptation entre 6 à 7%, ici le WING est plus élevé. » - Thibaut Claes, WING

Comparé aux autres fonds d'investissement, Mr Claes considère que le WING a les mêmes critères de sélection, seulement avec un degré d'exigence plus faible.

« Les critères, on va toujours dire que c'est l'équipe, le marché, le produit, la concurrence etc sauf que là où un fonds d'investissement privé va peut-être être un peu plus pointilleux sur certains éléments, un fonds public va se dire « on va voir ». Nous, un des critères de refus ou d'acceptation minimum, c'est que ce soit numérique et en région wallonne avec au moins un siège d'exploitation ou un siège social. C'est le critère minimum d'éligibilité, de base. [...] Là où un fonds d'investissement privé dira « oui mais non cela ne passe pas, ce n'est pas assez », parfois un fonds public sera un peu plus laxiste. » - Thibaut, WING

2.1.4. Les incubateurs et accélérateurs

En Belgique, il existe également de nombreux incubateurs et accélérateurs à la recherche d'entreprises innovantes, tels que Cap Innove, CEI Louvain, Co-Station, Lean Studio, ... Ces incubateurs permettent aux startups de bénéficier de conseils de personnes qualifiées, d'hébergement mais aussi d'un réseau leur permettant de lever des ss et de lancer leur projet plus facilement.

Creative Wallonia Engine a également lancé un accélérateur de startups appelé précédemment Nest'up et devenu Startup Camp. La concurrence est cependant rude, car Nest'up n'accueille que 6 startups pendant 3 mois. Celles-ci doivent répondre à certains critères tels qu'avoir une équipe de 2 ou 3 fondateurs ayant des profils complémentaires et avoir un prototype ou au moins une étude de marché (Wallonie Design, n.d.).

Ces critères, Take Eat Easy les remplissait sans difficulté avec quatre fondateurs ayant fait des études différentes et avec déjà un prototype de la plateforme. Pendant que le CEO, Adrien Roose, faisait son stage en marketing chez Saatchi & Saatchi, l'idée donnant Take Eat Easy commençait déjà à prendre forme.

« [...] j'ai fait un stage de 6 mois chez Saatchi & Saatchi ici à Bruxelles. C'est une agence de pub. Et, en fait, en parallèle, je lançais Take Eat Easy. C'est comme ça que cela s'est fait. Une fois que j'ai été convaincu de lancer l'idée, j'ai convaincu un ami d'enfance, Jean-François Libbrecht, qui avait fait des études en ingénieur civil en informatique aussi à Louvain-La-Neuve et après, progressivement, Karim [Slaoui] et puis Chloé, ma sœur. »

Ensuite, ayant l'équipe et le prototype, ils ont décidé de tenter leurs chances auprès de Nest'up, qui, grâce à ses coachs et ses nombreux experts et mentors, les a aidés à développer leur entreprise. Ensuite, ils se sont dirigés vers les 3F.

« En étant sélectionné pour Nestup, on avait déjà un premier [...] prototype de la plateforme qui fonctionnait avec des restos partenaires, donc on avait déjà un service qui fonctionnait. Et vers la fin de Nestup, on a réussi à convaincre des Friends & Family d'investir dans Take Eat Easy à travers une obligation convertible. »

- Adrien Roose, Take Eat Easy

2.2. Startup Stage – phase de lancement ou d’amorçage

Lors de cette phase, il est toujours possible, voire même plus facile, d’avoir accès au crowdfunding ainsi qu’aux aides gouvernementales mais les besoins de la startup deviennent plus importants. Comme dit précédemment, la startup se crée et les investissements se font plutôt dans les infrastructures, les équipements, le prototypage, etc. afin de pouvoir générer les premières ventes et préparer la commercialisation du produit. Par conséquent, il devient intéressant de se tourner vers des investisseurs privés, prêts à mettre plus d’argent mais également à aider la startup d’un point de vue stratégique. C’est à ce moment-là, généralement, qu’interviennent les business angels. Néanmoins, à ce stade, le risque est encore très présent. L’entrepreneur et les investisseurs sont dans l’attente de savoir si le produit sera accepté par le marché.

2.2.1. Business Angels

L’une des premières sources de financement externes disponibles auxquelles l’entrepreneur peut faire appel est l’investissement que peut octroyer un business angel. Souvent, si le projet est jugé trop risqué, l’entrepreneur voit sa demande de prêt refusée par la banque. Cependant, selon Claire Munck, CEO et Administrateur Déléguée de Be Angels, faire appel à un business angel peut lui permettre d’obtenir ce prêt plus facilement. Ainsi, il faudrait voir ces deux méthodes de financement comme étant complémentaires (Bizcover, 2016, 2 Septembre). Faits que confirme Mr Christophe Guisset, l’un des fondateurs du fonds Chroma Impact Investment qui a investi en capital dans une startup :

« Cela lui permet de pouvoir discuter avec des banques, maintenant qu’ils ont un capital plus élevé, ils vont pouvoir emprunter plus facilement. »

Généralement, les business angels sont des investisseurs indépendants apportant au capital de l’entreprise des montants relativement petits comparés aux venture capitalists (Smith et al., 2011, p.39). Ces investisseurs sont souvent d’anciens entrepreneurs ayant revendu leur entreprise, d’entrepreneurs ayant pris du recul par rapport à leur parcours ou des cadres de haut niveau investissant une partie de leur

patrimoine dans des projets auxquels ils croient et voulant faire partager leur expérience (Manigart et al., 2014, p.8 ; Be Angels, 2013). Elitzur et Gaviols (2003) ajoutent qu'il s'agit de personnes aisées, pouvant être des connaissances de l'entrepreneur et souhaitant aider les startups avec leurs conseils et leurs fonds. Contrairement aux venture capitalists, les business angels souhaitent donner de leur personne pour le développement et la croissance de la startup, jouant ainsi un rôle de mentor, source d'informations, de connaissances et de contacts (Smith et al., 2011, p.40, Business Angels Europe, 2013). Ainsi, ce sont des investisseurs consacrant leur argent mais aussi leur temps aux startups (Maleki, 2015, p.115).

Selon Claire Munck, les entrepreneurs font appel aux business angels pour deux raisons : un besoin de financement et l'expérience ou la valeur que peuvent ajouter ces investisseurs à l'entreprise (Bizcover, 2016).

Malheureusement, comme dit précédemment, les montants investis, même s'ils sont déjà élevés, sont inférieurs à ceux fournis par les venture capitalists. Selon le site Be Angels (2013), les business angels investissent entre 5 et 10% de leur patrimoine privé qu'ils répartissent entre différents projets afin de diversifier le risque. Par conséquent, les business angels seront moins enclins à financer la startup lors des prochains rounds, contrairement aux venture capitalists qui, quant à eux, pourraient la financer à plusieurs reprises s'ils le voulaient (Kim et al., 2016, p.13).

Ainsi, il peut arriver que l'entrepreneur, à partir d'un certain moment, doive aller voir d'autres investisseurs ou organisations pouvant investir des quantités plus importantes. Cependant, cela n'est pas toujours facile et il est possible qu'il rencontre une situation d'*equity gap* (Manigart et al., 2014). Cette situation est aussi appelée la vallée de la mort et intervient généralement entre le lancement du produit et le décollage commercial (Van Rompay, 2017). Elle se caractérise par une période durant laquelle les startups éprouvent des difficultés à trouver de quoi financer les opérations en cours ou futures de l'entreprise (Investopedia, 2018a).

2.3. Early growth – Rapid growth stage – Croissance

Lors de ces phases de croissance, la startup a commercialisé son produit, généré des ventes et, si tout se passe bien, obtenu la validation du marché. Ainsi, le besoin de financement concerne principalement la croissance de l'entreprise qui reste à ce stade incertaine. Une fois que la société a commencé à faire ses preuves et a convaincu ses premiers investisseurs, le risque diminue, ce qui la rend plus attrayante aux yeux d'autres potentiels investisseurs ayant un budget à investir plus important.

Comme dit précédemment, les besoins de fonds deviennent souvent à ces stades trop importants pour les business angels, laissant, par conséquent, la place aux *venture capitalists*. Ceux-ci interviennent parfois dans les précédentes phases mais moins fréquemment étant donné que le risque y est plus important et que le montant demandé n'est pas assez élevé. Il se peut également que l'entreprise, une fois le risque diminué, puisse avoir accès au prêt bancaire.

2.3.1. Financement par dette

Dans le cas où l'entrepreneur décide de faire un emprunt, i.e. de financer sa startup par dettes, celui-ci s'assure de garder l'entière responsabilité de ses parts dans l'entreprise (Smith et al., 2011, p.52). Ainsi, si l'entrepreneur fait un emprunt à la banque, celle-ci ne peut siéger au conseil d'administration, ni avoir accès au droit de vote. Selon Myers et Majluf (1984), l'entrepreneur préférera avoir recours à la dette plutôt qu'au capital afin d'éviter le plus possible la perte de propriété. De plus, avec ce moyen de financement, les intérêts sont déductibles (Smith et al., 2011, p.52).

Cependant, étant donné qu'une dette est « une obligation contractuelle », elle sera remboursée en priorité en cas de liquidation ou de faillite (Smith et al., 2011, p.52). De plus, il n'est pas toujours possible pour les entrepreneurs de convaincre les banques de financer leur startup, notamment lors des premiers stades (Kim et al., 2016, p.13). L'entrepreneur doit également veiller à ne pas abuser de cette méthode sous peine de couler son entreprise.

Grâce aux plateformes d'investissement telles que Look&Fin et Spreds, les entrepreneurs peuvent obtenir des prêts via du crowdlending. Contrairement aux banques, les plateformes n'ont pas de contrainte bilantaire et ne demandent pas de garanties, comme le mentionne Mr Charles-Albert de Radzitzky, CEO de Spreds, dans son interview :

« Beaucoup de sociétés tombent hors du « filet » des banques et contrairement à ce qu'on dit, ce n'est pas parce que les banques sont mauvaises, c'est simplement parce qu'il y a des règlements visant à protéger les épargnants et qui les empêchent de faire tout ce business-là. Et, du coup, il y a pas mal de plateformes qui sont nées en se disant : « finalement, on peut parfaitement le faire et on va le faire très simplement sans garantie ». [...] Mais du coup, les taux d'intérêt sont évidemment beaucoup plus élevés que ce qu'une entreprise peut avoir auprès d'une banque. Ce qui est logique puisque le risque est pris par les investisseurs. [...] Nous, on n'a pas de limitation bilantaire, donc ça c'est la grosse différence. »

2.3.2. Venture Capital

Ensuite, une fois l'entreprise ayant dépassé le stade de démarrage et de commercialisation, quand les besoins en fonds deviennent plus importants, l'entrepreneur peut avoir recours au capital risque (i.e. *venture capital*). Les professeurs Manigart et Witmeur (2014, p.6) définissent ce terme comme « un financement en fonds propres destiné à faciliter le développement des jeunes entreprises non cotées en bourse qui poursuivent un projet de croissance sur un horizon de moyen terme, typiquement de 3 à 7 ans. »

On parle également de fonds de capital risque (i.e. *venture capital fund*), défini par Smith et Bliss (2011, p.41), comme étant « une société en commandite dans laquelle les commanditaires fournissent la quasi-totalité du capital et le commandité est responsable de la gestion du fonds, y compris de la sélection des investissements, de la collaboration avec les entrepreneurs et de la récolte des investissements. » Le commandité est appelé le *venture capitalist*, c'est donc lui qui représentera le fonds au conseil d'administration durant les réunions. Cela signifie donc qu'il peut « surveiller les

opérations, recruter les membres de l'équipe de management, arranger un financement supplémentaire [mais aussi] donner de l'expertise et des contacts » (Smith et al., 2011, p.115). Cependant, il ne supporte pas les conséquences de ces décisions. Ainsi, les commanditaires prennent un risque et peuvent rencontrer un problème d'agence que nous définirons prochainement.

Ces fonds de capital risque peuvent être répartis en trois catégories. Tout d'abord, nous avons les fonds liés à une banque ou autre grande entreprise, qu'on caractérise comme étant « captifs ». Ensuite, nous avons les fonds dits « isolés » car ils sont créés par une équipe de management et financés par des actionnaires. Finalement, nous avons les fonds liés aux pouvoirs publics appelés sociétés régionales d'investissement se concentrant sur une certaine localisation (Manigart et al., 2014, p.14).

Les professeurs Manigart et Witmeur (2014, p.6) insistent bien sur le fait que les venture capitalists investissent en capital, devenant ainsi actionnaires, et que par conséquent, ils partagent entièrement le risque de la société. Ce qui signifie que si le projet échoue, ils perdront leur investissement. Pour cette raison, notamment, les venture capitalists visent particulièrement les entreprises ayant un grand potentiel ainsi qu'une ambition de croissance (Smith et al., 2011, p.79 ; Manigart et al., 2014, p.6, 10) afin d'augmenter la valeur de leurs actions et ainsi de pouvoir faire une plus-value une fois leurs parts revendues. Plus il y a de risques, plus ils voudront obtenir un rendement élevé. Ce moyen de financement ne correspond donc pas à tout type de startups (Smith et al., 2011, p.79), d'autant plus que ces entreprises doivent également être innovantes afin de susciter l'intérêt des venture capitalists (Hellmann et al., 2000, p.980).

Les venture capitalists apportent quelques avantages. Dépendant de leur réputation, ils peuvent dégager une certaine image de confiance vis-à-vis de la startup, ce qui permet alors d'attirer d'autres investisseurs et d'augmenter les fonds levés (Denis, 2004, p.307). Ceci est d'ailleurs confirmé par les professeurs Manigart et Witmeur (2014, p.10), qui ajoutent que les venture capitalists sont perçus comme des « partenaires » rassurant les parties prenantes de la startup par leur capacité à financer l'entreprise en fonction de l'évolution de ses besoins. Dans certains cas, ils aident les startups à lancer leur produit plus rapidement sur le marché (Hellmann et al., 2000, pp. 979-980).

Il est également courant qu'un venture capitalist ramène d'autres venture capitalists afin d'investir ensemble, pouvant former ainsi une *syndication d'investisseurs* (Manigart et al., 2014, p.16). L'auteur Lerner (1994) confirme en soulignant que cela leur permettrait d'échanger des informations entre eux et de décider d'investir ou non. Comme l'a dit Charles-Albert de Radzitzky, CEO de Spreds, dans notre interview :

« [...] il y a très peu d'investisseurs qui vont oser prendre tout le risque seul [...] »

De plus, il ajoute qu'avoir plusieurs investisseurs autour de la table peut être un avantage pour l'entrepreneur. Etant donné que son entreprise aura besoin d'argent par la suite, plus il y a d'investisseurs, plus il y a d'argent et aussi, parfois, de compétences et de carnets d'adresses permettant de développer la société.

Axel Funhoff, CEO d'Elysion Capital, ajoute que faire une syndication d'investisseurs permet notamment de partager les risques et les informations entre investisseurs. De plus, selon lui, il y aurait un aspect psychologique derrière cela.

« Vous pensez que vous êtes plus fort en ayant des amis à bord, qui pensent de la même manière et avec qui vous partagez les risques et les revenus. »

- Axel Funhoff, Elysion Capital

Cependant, il met en avant qu'une syndication peut rendre la levée de fonds plus difficile. En effet, selon lui, certains investisseurs attendent avant d'investir qu'un plus gros investisseur se manifeste afin de prendre le lead, se voyant ainsi endosser le rôle de co-investisseurs.

Néanmoins, même si aborder un venture capitalist offre une opportunité pour lever des fonds, l'entrepreneur devrait y songer à deux fois avant de s'engager sur ce chemin. En effet, en acceptant l'investissement du venture capitalist, il perdra une partie de ses parts et ne détiendra plus 100% de son entreprise. Ceci pourrait représenter un risque pour l'entrepreneur étant donné que cela implique une perte de contrôle mais également, de prise de décision (Denis, 2004, p.307). Par exemple, les investisseurs

faisant partie du fonds pourraient exiger qu'il soit stipulé dans le contrat qu'ils ont le droit de demander un événement de liquidité tel qu'un IPO (Smith et al., 2011, pp.41-42). Ce risque de perte de propriété de l'entreprise augmentera avec le nombre de rounds de financement que l'entrepreneur lancera, diminuant ainsi à chaque fois le pourcentage de parts détenues par celui-ci. Pour cette raison, avant de recourir à cette méthode de financement, l'entrepreneur devrait se poser quelques questions. Tout d'abord, est-ce le bon moment ? L'entreprise est-elle dans un stade où le venture capitalist peut apporter quelque chose de plus que des fonds ? A-t-il de l'expérience dans ce domaine, dans ce secteur ou cette industrie ? (Smith et al., 2011, pp.42-44).

Lorsqu'une entreprise émet des actions, elle donne l'opportunité à de potentiels investisseurs d'obtenir des parts, ce qui implique également un droit de vote. En cas de mauvaises passes telles qu'une liquidation, si les actionnaires sont détenteurs d'actions ordinaires, ils ne pourront avoir un droit sur les actifs de la société (Investopedia, 2018c). Il existe alors d'autres types d'actions, telles que les actions préférentielles qui sont, selon le site Investopedia (2018b), « une catégorie d'actions d'une société dont le droit de réclamer des actifs et des bénéfices est supérieur à celui des actions ordinaires. » Dans le cas où ces actions sont convertibles, cela signifie que le détenteur a « une option pour convertir son action préférentielle en un nombre déterminé d'actions ordinaires » (Investopedia, 2018c).

De plus, étant donné que les fonds investissent dans plusieurs entreprises et que seulement 10 à 20% des projets réussissent vraiment, les ventures capitalists exigent des retours sur investissements importants afin d'obtenir une rentabilité nette de 15 à 20% sur le portefeuille. Il ne faut également pas oublier que chaque année, un *management fee* doit leur être versé par le fonds qu'ils gèrent afin de couvrir les frais de transaction et de suivi (Manigart et al., 2014, p.13). Ainsi, ils sont perçus comme étant des investisseurs exigeants. Propos que confirme Mr Christophe Guisset, un des fondateurs de Chroma Impact Investment, en insistant sur le fait que « cela n'est pas un métier facile ».

2.3.3. Mezzanine financing

Comme dit précédemment, après avoir dépassé le stade où l'entreprise commence enfin à obtenir un revenu net positif, l'entrepreneur peut décider de se financer autant via les dettes, telles que les dettes seniors, que via les actions, telles que les actions ordinaires. Ce financement hybride d'endettement est ce qu'on appelle le *mezzanine financing* et se situe entre le capital, qui est très risqué, et la dette senior, qui est moins risquée. Cela permet à l'entrepreneur de développer son entreprise en utilisant le moins possible son capital. Une autre manière de combiner le financement par dettes avec celui par titres est d'utiliser des dettes subordonnées avec des warrants (Smith et al., 2011, p.52).

Selon le site Finance de marché (2018a), une dette senior est une dette classique, comme celle octroyée par la banque, alors qu'une dette mezzanine, i.e. une dette subordonnée, est une dette présentant un plus grand risque, étant donné qu'elle ne sera remboursée qu'une fois toutes les dettes seniors remboursées (Les Echos, 2017a). Cependant, la dette subordonnée octroie un rendement plus attrayant, d'autant plus « lorsqu'elle se constitue de titres convertibles en actions » (Finance de marché, 2018a). En cas de défaut, le prêteur verra son prêt mezzanine converti en actions. Ainsi, il ne détient pas d'actifs réels de la société comme garantie de son prêt mais il a la possibilité de participer au capital (Bean, 2008).

D'après les auteurs Smith et Bliss (2011, p.52), « un warrant est une option d'achat en position d'acheteur, [i.e. *long call option*], émise par l'entreprise. Les warrants permettent au détenteur d'acheter des actions ordinaires de l'entreprise à un prix déterminé pendant une période donnée. »

Selon le site Euronext (2018), « un warrant donne à son porteur le droit, mais non l'obligation, d'acheter (warrant call) ou de vendre (warrant put) un actif sous-jacent à un prix déterminé à l'avance ou jusqu'à une date donnée. » Une fois cette date expirée, le porteur perd son droit en conséquence (Euronext, 2018).

Il arrive également qu'on utilise une dette mezzanine pour faire un LBO, Leveraged Buyout, que nous expliquerons dans la section suivante.

2.4. Maturity stage – Exit

Durant cette phase, l'entrepreneur peut encore faire appel à des Venture Capitalists ou à d'autres investisseurs mais généralement, à ce moment-là, l'entreprise génère un résultat opérationnel suffisant que pour subvenir à son besoin en fonds de roulement et à ses investissements. Par conséquent, l'entrepreneur préférera l'autofinancement comme méthode de financement (Manigart et al., 2014, p.8).

Une fois la maturité de l'entreprise atteinte, les investisseurs tels que les venture capitalists pourront envisager l'exit afin de récupérer leur investissement et feront en sorte d'obtenir le meilleur retour sur investissement possible. Différents cas de figures peuvent se poser : l'acquisition, le Leveraged Buyout (LBO), le Management Buyout (MBO) ou encore l'entrée en bourse (IPO) que nous développerons par la suite.

2.4.1. Leveraged Buyout (LBO) and Management Buyout (MBO)

Au fur et à mesure que l'entreprise évolue, il arrive que l'entrepreneur reçoive des propositions de rachat/acquisition, de *leveraged buyout* ou de *management buyout*. Ces propositions peuvent s'avérer être une belle opportunité pour le développement et la croissance de l'entreprise mais elles impliquent la perte de propriété. Ainsi, l'entrepreneur désirera avoir recours à celles-ci lorsqu'il se sera décidé de quitter le navire.

Dans le premier cas, i.e. *leveraged buyout*, il s'agit de l'acquisition d'une entreprise par une autre au moyen de dettes, avec les actifs de la société nouvellement achetée comme garants (Investopedia, 2018d). Dans le deuxième cas, il s'agit de l'acquisition d'une entreprise par son propre management, ce qui souvent facilite la transmission de pouvoir et la continuité des activités de l'entreprise (Trends-Tendances, 2013). Généralement, il s'agit « d'un rachat d'actions à l'aide d'un crédit (partiel) qui sera ensuite remboursé par les liquidités générées par l'entreprise » (Manigart et al., 2014, p.34). Il convient dès lors que l'entreprise soit capable de générer suffisamment de bénéfices afin de rembourser sa dette et de ne pas sombrer.

Souvent cette deuxième solution est préférée à la première étant donné que l'acquéreur connaît le business, sait dans quoi il s'implique mais est aussi connu par l'entrepreneur qui, normalement, a confiance en lui (Trends-Tendances, 2013).

2.4.2. Entrée en bourse ou Initial Public Offering (IPO)

Jusqu'à présent nous avons principalement parlé de placements privés, i.e. « toute vente d'actions ou de titres de créance à un nombre restreint d'investisseurs via des moyens autres que l'offre public » (Smith et al., 2011, p.53). L'un des plus grands avantages lorsqu'une émission de titres est réalisée de manière privée, est que la propriété de l'entreprise reste entre les mains d'un nombre déterminé d'investisseurs qui, généralement, se soucient de l'entreprise et de sa gestion. De plus, cela peut également comporter un avantage pour les actionnaires étant donné qu'il s'agit souvent d'actions préférentielles convertibles (Smith et al., 2011, p.53-54).

Cependant, l'entreprise peut également avoir l'opportunité de s'introduire en bourse, i.e. *initial public offering*. Dans ce cas, l'entreprise émet des titres qui pourront être achetés par un plus grand nombre d'investisseurs. Les entreprises ont généralement recours à cette source de financement pour obtenir plus de capital afin de subvenir aux besoins de croissance et de développement de la société (Smith et al., 2011, p.54 ; Binck.fr, 2013). Cela permet surtout aux venture capitalists et autres investisseurs d'obtenir de bons rendements sur leurs investissements initiaux (Smith et al., 2011, p.54 ; Manigart et al., 2014, p.6). De plus, grâce à une IPO, l'entreprise augmente sa visibilité (Manigart et al., 2014, p.34). Néanmoins, tout avantage est bien évidemment accompagné d'inconvénients. En entrant en bourse, l'entreprise perd une partie de sa confidentialité due à une obligation de transparence des comptes mais aussi de sa liberté, étant donné que celle-ci sera surveillée par les autorités de marché et devra donc dépenser de l'argent afin de respecter les régulations mises en place (Smith et al., 2011, p.54 ; Binck.fr, 2013). Heureusement, nous avons en Belgique le Marché Libre et Alternext qui ont moins d'exigences et régulations qu'Euronext concernant l'entrée en bourse de nos PME (Manigart et al., 2014, p.34). Enfin, il y a également un risque de changement de gestion mais aussi de fluctuation du cours de l'action (Binck.fr, 2013).

2.5. Synthèse

Afin de conclure ce chapitre portant sur les différentes méthodes de financement, nous proposons un tableau récapitulatif (Tableau 1) reprenant les stades de développement des startups et les sources de financement disponibles en fonction de ceux-ci. Comme expliqué précédemment, une startup passe par plusieurs stades, au fur et à mesure qu'elle croît. Plus celle-ci évolue, plus le besoin de financement devient important et ainsi plus les montants qu'elle souhaite lever deviennent élevés. Par conséquent, il existe différentes sources de financement accessibles à chaque stade de développement de la startup.

Tableau 1 : Les stades de développement des startups et les sources de financement disponibles

Seed stage	<u>But</u> : développement du concept et investissement en recherche et développement <u>Problème</u> : difficile de trouver des investisseurs privés, risques trop élevés (beaucoup d'incertitude concernant le marché et le produit, peu de faits concrets)
Sources de financement	▪ Bootstrapping : financement de la startup par ses propres moyens ou en faisant appel aux Friends Family and Fools + permet de garder la propriété exclusive de l'entreprise + favorise la débrouillardise et la créativité pour limiter les coûts - rend le processus de développement plus lent et plus difficile - n'est pas une source illimitée ▪ Crowdfunding : levée de fonds par la foule, i.e. apporteurs de capitaux, via une plateforme en ligne + permet d'obtenir une première validation par le marché + propose 4 sortes de crowdfunding + avec récompense : pas de perte d'actions ni d'intérêts à payer - en equity : actions détenues par plusieurs petits investisseurs rendant l'organisation d'assemblées générales plus complexe - en prêt : intérêts à payer - en don : pour des sociétés à but non lucratifs ou défendant une cause Ex : SPREDS

	▪ Aides gouvernementales : subsides, bourses, aides financières et programmes offerts par les régions et les gouvernements + <i>permettent de développer le concept (R&D) et offre du soutien public</i> - <i>requièrent certains critères pouvant varier d'une région à l'autre</i> <i>Ex : Bourse de préactivité et le fonds public WING</i> ▪ Incubateur : structure fournissant un hébergement, des conseils et un réseau à des startups + <i>offre conseils, hébergement et contacts pour lever des fonds</i> - <i>a des critères assez exigeants et la concurrence y est rude</i> <i>Ex : NEST'UP</i>
Startup stage	<u>But</u> : investissement en infrastructures et équipements, génération des premières ventes et préparation de la commercialisation du produit <u>Problème</u> : risques encore très élevés (le produit sera-t-il accepté par le marché ?)
Sources de financement	▪ Business angels : investisseurs indépendants, souvent d'anciens entrepreneurs investissant des montants relativement petits et voulant partager leur expérience et savoir + <i>partagent leurs expériences, conseils en stratégie, connaissances et contacts, endossant souvent le rôle de mentor</i> + <i>permettent d'obtenir plus facilement un prêt à la banque (crédibilité)</i> - <i>impliquent la perte d'une partie de la propriété et du contrôle de l'entreprise</i> - <i>investissent des montants trop faibles pour les stades ultérieurs</i> <i>Ex : BE ANGELS</i>
Early growth - Rapid growth	<u>But</u> : commercialisation du produit, génération de ventes et validation du produit par le marché <u>Problème</u> : early growth : risque que l'entreprise ne survive pas Rapid growth : incertitude par rapport à la croissance de l'entreprise
Sources de financement	▪ Financement par dette : emprunt à la banque ou autre organisation + <i>permet de garder la propriété de l'entreprise</i> - <i>implique des intérêts à payer</i> - <i>est difficile à obtenir via la banque</i> - <i>peut faire couler l'entreprise si on abuse de cette méthode</i>

	▪ Venture capital : financement en fonds propres dans de jeunes entreprises non cotées en bourse telles que les startups + offre des montants importants (possibilité d'intervenir dans plusieurs rounds) + offre de l'expérience, un carnet d'adresses et de la crédibilité - exige des rendements élevés pour compenser les risques pris - implique la perte de propriété et de contrôle (demande souvent des actions préférentielles convertibles) ▪ Mezzanine financing : financement hybride d'endettement se situant entre le capital et la dette senior + permet de développer l'entreprise sans trop toucher à son capital - implique une participation au capital de l'entreprise
Maturity stage - Exit	<u>But</u> : l'entreprise peut subvenir à son besoin en fond de roulement et à ses investissements <u>Problème</u> : les investisseurs tels que les venture capitalists souhaitent récupérer leur investissement, envisageant ainsi un exit
Sources de financement	▪ LBO/MBO : acquisition de l'entreprise soit par une autre au moyens de dettes (LBO) soit par son propre management (MBO) + permet la croissance et le développement de l'entreprise - implique la perte totale de la propriété - implique le risque que l'entreprise ne soit pas capable de rembourser la dette ▪ IPO : entrée en bourse, émission de titres via une offre publique + permet la croissance et le développement de l'entreprise + offre plus de visibilité à l'entreprise - implique une perte de confidentialité (obligation de transparence des comptes) - implique une perte de liberté (surveillance faite par l'autorité des marchés) - implique des dépenses pour respecter les régulations mises en place - implique un risque de changement de gestion - implique une possible fluctuation du cours de l'action

3. Les problèmes entre investisseurs et entrepreneurs

« Une des difficultés majeures d'investir dans une startup est que vous n'avez pas de certitude de sortie de votre investissement. Vous ne savez pas quand vous recevrez un rendement sur votre investissement. Vous n'investissez pas pour avoir des dividendes comme une société en bourse peut le faire, par exemple, parce que ce sont des boîtes qui généralement ne sont pas très rentables pendant très longtemps et qui, si elles génèrent de l'argent, vont plutôt investir dans la croissance plutôt que dans la rémunération des actionnaires. » - Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

« Investir dans les startups est extrêmement risqué et n'importe quel investisseur professionnel sait cela. » - Axel Funhoff, CEO d'Elysion Capital

Lorsqu'un investisseur se décide à financer une entreprise, il y a toujours une part de doute et d'inconnu qu'il cherchera à minimiser le plus possible. L'auteur Maleki (2015, p.111) énonce quatre problèmes qui peuvent semer le doute chez l'investisseur : l'incertitude par rapport au futur, le manque d'information, les soft assets dont on ne calcule pas toujours la valeur et la volatilité des conditions actuelles de marché. Ce ressenti est également partagé par l'entrepreneur qui cherchera, par conséquent, à négocier au mieux l'accord avec l'investisseur (Smith et al., 2011, p.64). Ce sentiment de doute qui sommeille en eux est dû principalement à un manque d'information, tant du côté de l'entrepreneur que du côté de l'investisseur.

Les auteurs Smith et Bliss (2011, p.64) quantifient au nombre de trois les problèmes d'information qui peuvent être rencontrés. Tout d'abord, l'entrepreneur pourrait ne pas être au courant de la réelle valeur de son entreprise. Or connaître la réelle valeur est essentielle afin de déterminer la part de propriété qu'il est prêt à donner aux investisseurs. De plus, il arrive fréquemment que les entrepreneurs soient trop optimistes par rapport à leur projet et vendent aux investisseurs monts et merveilles (Smith et al., 2011, p.65). Par conséquent, ces derniers se doivent d'être plus réalistes et prudents (Shane et al., 2002, p. 374). Néanmoins, certains entrepreneurs justifient cette vision optimiste par le fait que les investisseurs ont tendance, selon eux, à surestimer les risques. Comme l'ont dit Antonczyk et Salzmann (2012, p.395), « la perception du risque

est une évaluation subjective du risque qui entraîne une surestimation ou une sous-estimation du risque réel. » Par conséquent, de nombreux désaccords et conflits peuvent survenir.

Ensuite, l'entrepreneur peut très bien garder certaines informations pour lui, telles que les mérites et le potentiel du projet, ses propres compétences ou encore son engagement personnel (Smith et al., 2011, p.65). Ce problème d'information peut provoquer ce qu'on appelle l'*adverse selection*, ce que redoutent les investisseurs (Reid et al., 1997). Cela se produit lorsqu'un entrepreneur décide d'embellir ses capacités ou les opportunités pour son business, afin d'obtenir de meilleures conditions de financement (Amit et al., 1998; Christensen et al., 2009). Il peut ainsi y avoir des problèmes d'évaluation de l'entreprise et de la probabilité de réussite menant à des désaccords (Nofsinger et Wang, 2011).

Enfin, en communiquant trop d'informations à l'investisseur, l'entrepreneur risque de perdre la propriété intellectuelle, ce qui constitue le dernier problème d'information (Smith et al., 2011, p.65). Ainsi, d'autres entrepreneurs pourraient être au courant du projet et vouloir le copier ou solliciter les mêmes investisseurs. Ces derniers pourraient alors rehausser leurs exigences ou termes, diminuant ainsi la part de propriété et de profit de l'entrepreneur (Shane & Cable, 2002, p.365). Il règne donc une certaine asymétrie d'information qui doit être minimisée afin qu'une relation de confiance puisse exister.

Cependant, selon Manigart et Witmeur (2014), les investisseurs tels que des venture capitalists accordent beaucoup d'importance à leur réputation, ce qui les encourage à garder la confidentialité des projets. Ceux qui font partie de la Belgian Venture Capital & Private Equity Association ont un code de conduite à respecter, lequel leur interdit de divulguer certaines informations. Ainsi, l'entrepreneur devrait faire plus confiance aux investisseurs, sur ce point, tout en faisant bien évidemment attention avec qui il s'engage. Comme l'a dit Adrien Roose, CEO de Cowboy, lors de notre interview :

« La leçon numéro 1, c'est qu'on ne fait pas du business avec des gens en qui on n'a pas confiance. »

En plus d'avoir des asymétries d'information, il existe parfois un problème d'agence, lequel se produit lorsque les deux parties ont des visions par rapport aux risques et des objectifs différents (Christensen et al., 2009, p.369). Les auteurs Reid, Terry et Smith (1997, p.27) qualifient la relation d'agence de « contrat partageant les risques et mettant en relation un agent, i.e. l'entrepreneur, qui est réticent au risque mais relativement bien informé avec un principal, i.e. l'investisseur, qui est diversifié, neutre par rapport au risque mais relativement peu informé. » Selon Jensen et Meckling (1976, p.308), la relation d'agence est « un contrat en vertu duquel une personne, le principal, engage une autre personne, l'agent, à effectuer des services en son nom, ce qui implique la délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent. », définition qui rejoint celle de l'auteur Stephen A. Ross (1973).

Un des problèmes pouvant survenir dans cette relation d'agence est connu sous le nom de *moral hazard*. Une fois que l'entrepreneur a en sa possession l'argent investi par l'investisseur, celui-ci pourrait avoir des incitants à l'utiliser pour des fins autres, par exemple des fins personnelles, que celles initialement discutées avec l'investisseur (Denis, 2004, p.310 ; Nofsinger et al., 2011, p.2283 ; Bergemann, 1998, p.710), adoptant ainsi un comportement opportuniste (Elitzur et al., 2003). Cela signifie que l'entrepreneur ne suit pas les conseils, les directives ou n'agit pas dans l'intérêt de l'investisseur, préférant agir comme bon lui semble. Ou une fois le contrat signé, l'entrepreneur peut aussi tendre à ne pas prendre trop de risques et à lésiner sur ses efforts (Reid et al., 1997 ; Bergemann, 1998, p.710). Selon les auteurs Amit, Brander et Zott (1998), si un venture capitalist détient une part importante dans la société, les fondateurs pourraient diminuer leurs efforts à cause d'un manque de motivation, ce qui correspondrait également à un problème de moral hazard. D'après l'auteur Holmström (1979), les actions individuelles des agents ne peuvent pas toujours être observées, contrôlées ni prévues dans les contrats, ce qui crée une asymétrie d'information pouvant provoquer ce problème de moral hazard. Les auteurs Christensen, Wuebker et Wüstenhagen (2009) relèvent, cependant, le fait que les venture capitalists peuvent également adopter un comportement opportuniste, non seulement envers les entrepreneurs mais aussi envers les autres investisseurs. Selon eux, les venture capitalists sont tout aussi susceptibles d'être opportunistes que les entrepreneurs, que cela soit lors des négociations qu'ils entreprennent, lors de prises de décision par

rapport à un réinvestissement ou un exit ou lorsqu'il s'agit de faire du monitoring, du conseil, etc.

Par conséquent, suite à ces deux problèmes majeurs, les parties vont essayer d'obtenir le plus d'informations possible tout en se protégeant et vont ainsi ajouter des clauses dans le contrat, appelé *investment agreement*. Différentes solutions ont été mises en place afin de limiter, voire éliminer, les problèmes d'asymétrie d'information et d'agence.

3.1. Solutions possibles pour les asymétries d'informations

Comme dit précédemment, une asymétrie d'informations peut conduire au phénomène, appelé *adverse selection*. Pour rappel, cela se produit lorsqu'un entrepreneur embellit ses capacités ou les opportunités pour son business afin d'obtenir de meilleures conditions de financement (Amit et al., 1998; Christensen et al., 2009). On pourrait comparer cette situation à celle d'un marché de voitures d'occasion, dans lequel seules des voitures avec des défauts cachés sont présentes, comme l'a expliqué Akerlof dans son célèbre article *The Market for « Lemons » : Quality Uncertainty and the Market Mechanism* (1970). Dans cet exemple, l'acheteur ne sait pas si la voiture qu'il aimerait acheter est une voiture d'occasion sans défaut valant réellement son prix. On peut ainsi imaginer un investisseur voulant financer une startup mais ne sachant pas si cela sera une bonne affaire ou non.

Afin de résoudre ce problème d'*adverse selection*, l'investisseur peut opter pour deux méthodes : *screening* et *signaling* (Smith et al., 2011). Dans le premier cas, i.e. *screening*, étant donné que l'entrepreneur veut garder certaines informations pour lui, l'investisseur pourrait lui faire certaines propositions de telle sorte que le choix fait par l'entrepreneur révèle de l'information sur lui. Dans le deuxième cas, i.e. *signaling*, l'entrepreneur peut également décider de faire passer certaines informations via des signaux. Un signal, d'après les auteurs Smith et Bliss (2011), est « une démonstration crédible qui évite le besoin de transmettre l'information. » Ainsi, l'investisseur peut déduire grâce aux signaux quelques bribes d'information. Lerner (1994) ajoute à cela qu'une syndication d'investisseurs pourrait également permettre de réduire cette asymétrie d'informations.

3.2. Solutions possibles pour les problèmes d'agence

Pour rappel, le problème principal-agent se réfère à une situation où un principal, i.e. l'investisseur, donne certaines tâches à un agent, i.e. l'entrepreneur, mais que celui-ci ayant une vision ou des objectifs différents, décide de ne pas agir dans l'intérêt du principal.

D'après Kaplan et Strömberg (2001), afin de résoudre le problème dénommé principal-agent, l'investisseur peut structurer les contrats financiers, i.e. *structuring*, puis essayer de collecter des informations avant tout investissement afin de déceler les projets ne valant pas la peine, i.e. *screening*, et enfin, suivre et conseiller l'entreprise après avoir investi tout en récoltant d'autres informations, i.e. *monitoring*. Selon les auteurs Gompers et Lerner (2000², cité par Shane et al., 2002, p.364), il existe trois manières permettant de révéler certaines informations concernant l'entrepreneur : la répartition des droits contractuels, le *risk shifting*, i.e. le transfert des risques à l'entrepreneur, et le *staging of capital*, que nous aborderons dans le point suivant.

3.2.1. Staged financing

On parle de *staged financing* ou *staging of capital*, lorsque l'investisseur donne les fonds par étapes, c'est-à-dire lorsqu'il fait un étalement (Smith et al., 2011, p.65; Kaplan et al., 2003; Witt et al., 2006) au lieu de tout investir dès le début. Par exemple, l'investisseur pourrait demander à l'entrepreneur d'atteindre une certaine étape avant que celui-ci n'investisse dans la startup. Cette particularité est appelée *milestone* et permet à l'investisseur non seulement « de réduire l'incertitude [mais aussi] de s'assurer des compétences de l'entrepreneur » (Smith et al., 2011, p.65). Ceci permet d'un côté à l'investisseur de se protéger, comme expliqué précédemment, et d'un autre côté à l'entrepreneur de conserver une partie importante de ses parts.

En procédant ainsi, l'investisseur s'assure non seulement que l'entrepreneur utilisera les fonds uniquement dans le but d'atteindre le prochain *milestone* requis mais aussi qu'il

² Gompers, P. A., & Lerner, J. (2000). *The Venture Capital Cycle*. Cambridge (Massachusetts) : MIT Press.

puisse toujours cesser d'investir s'il ne voit plus de futur prometteur pour la startup (Denis, 2004, p.313 ; Witt et al., 2006, p.190, Sahlman, 1990). Witt et Brachtendorf (2006) confirment et ajoutent que si l'entreprise est affectée par un risque externe qu'elle ne peut contrôler, venant par exemple du marché, cette méthode donne la possibilité à l'investisseur d'arrêter d'investir.

Cette technique peut aussi être bénéfique pour l'entrepreneur. Si l'investisseur donnait l'entièreté des fonds dès le début, l'incertitude étant fortement présente, il demanderait une plus grande part de propriété afin de compenser le risque qu'il prend (Smith et al., 2011, p.65). Par conséquent, en ayant recours au staged financing, le coût du capital diminue étant donné qu'une partie du financement sera obtenue à un stade plus avancé de la startup et que le risque sera plus faible (Witt et al., 2006, p.188). Il est donc plus intéressant pour l'entrepreneur et l'investisseur d'accepter les fonds par étapes, d'autant plus si cela leur permet d'éviter d'investir plus d'argent et de temps dans une entreprise dont l'avenir est peu prometteur (Smith et al., 2011, p.66). D'ailleurs, selon David Denis (2004, p.306), les venture capitalists ont recours à cette méthode « afin de faciliter la surveillance et de réduire les potentiels problèmes d'agence ».

Selon une étude menée par Witt et Brachtendorf (2006) auprès de 89 start-ups allemandes, les investisseurs utiliseraient le staged of financing principalement pour déplacer une partie du risque de leur investissement sur les fondateurs des startups, i.e. risk shifting. De plus, il ressort de cette étude que cette méthode peut aider à diminuer les problèmes d'agence mais que d'autres outils tels que les systèmes de reporting et les sièges au conseil d'administration peuvent être plus efficaces. D'ailleurs, selon Thomas Hellmann (1998), en imposant des droits de conversion pour les actions, des droits de veto pour les décisions importantes d'investissement, des covenants ou des sièges au conseil d'administration, cela donnerait la possibilité à l'investisseur de limiter les comportements opportunistes des fondateurs et donc les problèmes d'agence, ce que confirme les auteurs Burchardt, Hommel, Kamuriwo et Billitteri (2016). Un covenant ou une clause de sauvegarde est une clause dans un contrat de prêt empêchant les dirigeants ou actionnaires d'exécuter certaines opérations sans l'accord préalable des créanciers, sous peine de devoir rembourser le prêt (Les Echos, 2018). « Un covenant est un accord contractuel entre un investisseur et l'entreprise [...] dressant soit une liste de

tâches que l'entreprise accepte de faire [...] soit une liste de restrictions limitant un comportement non désirable de l'entrepreneur. Certaines actions sont expressément interdites ou requièrent l'accord d'une majorité absolue des investisseurs. » (Grégoire, 2017, p.70).

Cela nous amène ainsi à analyser les différentes clauses que demandent et imposent les investisseurs dans leurs contrats.

3.3. Contrat : la protection des investisseurs via des clauses

Les auteurs, Wang, Zhou et An (2017) affirment que les attitudes des venture capitalists face aux risques impactent fortement leur désir d'acquérir des droits de contrôle afin de superviser les entrepreneurs et les empêcher de servir leurs propres intérêts, ce que confirment Kaplan et Strömberg (2004). Ainsi, les entrepreneurs se retrouvent souvent face à un dilemme : obtenir plus de fonds en capital ou garder des droits de contrôle (Wang et al., 2017, p.218).

En cas de grandes asymétries d'informations, les investisseurs pourraient exiger d'acquérir un certain type d'actions, telles que des actions préférentielles ou encore des **actions préférentielles convertibles**. Si l'entrepreneur accepte, il renverra aux investisseurs une image de pleine confiance en son entreprise et sa réussite, qu'on peut appeler un signal. Ceci les rassurera dans leur choix d'investir étant donné qu'en cas d'échec, ils pourront convertir leurs actions préférentielles en, environ, le double d'actions ordinaires, ce qui signifie que l'entrepreneur endosse le risque. Par conséquent, l'entrepreneur a tout intérêt à faire de son entreprise un réel succès (Denis, 2004, p.311). De ce qui ressort des interviews menées, les venture capitalists demandent souvent, voire toujours, des actions préférentielles convertibles.

Selon les auteurs Kaplan et Strömberg (2001), il est par ailleurs courant que les venture capitalists instaurent une certaine clause concernant les **droits de vote, les droits au conseil d'administration** (nombre de sièges) et **les droits de liquidation**. Etant donné que les investisseurs sont assez méfiants, la plupart demandent à avoir une place dans le conseil d'administration en échange de leur investissement. Cela leur permet ainsi de

garder un certain contrôle sur l'entreprise et la gestion de celle-ci (Denis, 2004, p.314). Plus l'entreprise performe bien, plus l'entrepreneur conserve ou acquiert les droits de contrôle. Dans le cas contraire, ce sont les venture capitalists qui obtiendront tout contrôle. Généralement, les investisseurs ont davantage tendance à acquérir un haut degré de contrôle lorsqu'il y a un risque avec le management (Kaplan et al., 2001). Moins ils ont confiance en l'entrepreneur, l'équipe et leurs motivations, plus ils exigeront des droits de contrôle. Il se peut également qu'ils décident de conserver un montant plus important que prévu en attendant qu'un certain *milestone* soit franchi (Kaplan et al., 2001). Dès lors, l'entrepreneur recevra moins de fonds à utiliser dans l'immédiat.

Certains investisseurs demandent également à ce qu'il y ait certaines dispositions dans le contrat, telles que des ***forfeiture provisions***, infligeant à l'entrepreneur la perte d'une partie de ses parts en cas de sous-performance (Shane et al., 2002, p. 366). Cela permet ainsi aux investisseurs d'une part de se protéger étant donné que le risque sera principalement supporté par l'entrepreneur et d'autre part de révéler les réelles motivations de l'entrepreneur et de s'assurer qu'il est confiant par rapport à son projet et est prêt à en faire une réussite. Néanmoins, Mme Laura Rosseel, associate chez Cresco law affirme n'avoir encore jamais rencontré cette clause dans les contrats et trouve qu'elle représente une épée de Damoclès pour les entrepreneurs et qu'il faudrait plutôt prévoir l'inverse afin de les motiver, ce qui reviendrait à faire du ***vesting schedule*** que nous définirons plus tard.

« [...] personnellement, je travaillerais dans l'autre direction : si vous performez bien, vous recevrez plus de parts, ce qui paraît être une meilleure incitation [pour les fondateurs] que si vous ne performez pas bien, nous vous prendrons des parts. » - Laura Rosseel, Cresco law

Quand bien même les investisseurs font tout pour se protéger en cas d'échec de l'entreprise, ils cherchent également à ne pas se faire avoir lorsque celle-ci s'avère être un franc succès. Pour ce faire, il arrive qu'ils demandent à avoir un droit préférentiel de souscription ou ***droit de préemption***, i.e. *pre-emptive right* (Denis, 2004, p.313). Ce droit leur permet de pouvoir acquérir de nouvelles actions émises en priorité, avant qu'elles ne soient vendues à de nouveaux investisseurs (Investopedia, 2018e). Ceci leur permet d'éviter une dilution et de conserver leur part de propriété (Burchardt et al.,

2016, p.28). Ils peuvent également demander un **droit de premier refus**, i.e. *right of first refusal*, leur permettant de cette manière d'acquérir les actions d'actionnaires désirant les vendre (Burchardt et al., 2016, p.28). Selon Laura Rosseel, associate chez Cresco law, cela permettrait à l'investisseur non seulement d'augmenter ses parts mais aussi d'empêcher l'entrée de nouveaux investisseurs qu'il n'aimerait pas avoir dans cette société.

Dans le cas où de nouveaux investisseurs pourraient acquérir des actions à moindre prix, entrant ainsi à une valorisation plus basse, les premiers investisseurs verraient leur participation diluée et perdraient ainsi une partie de leur contrôle (Zider, 1998). Par conséquent, il est courant que les investisseurs fassent appel à une **clause d'anti-dilution** leur permettant d'éviter de perdre ce contrôle. Soit celle-ci empêche l'émission de nouvelles actions sans en avertir les actuels investisseurs, ce qui rejoint le droit de préemption, soit elle permet à ceux-ci d'acquérir des actions afin de recouvrer leur niveau de participation et de contrôle qu'ils avaient avant la dilution (Les Echos, 2017b).

Les deux clauses les plus connues sont le **full ratchet** et le **weighted average ratchet**, qui selon Kaplan et Strömberg (2003) est la clause la plus répandue. Lorsque cette dernière est choisie, l'investisseur peut être assuré que « la réduction du prix de conversion (ou du cours de l'action ordinaire) de l'émission protégée est fonction du nombre d'actions émises et du prix de conversion de la nouvelle émission » (Kaplan et al., 2003). Tandis que lorsque la clause de **full ratchet** est appliquée, « le titre protégé obtient une réclamation d'un nombre suffisant d'actions ordinaires supplémentaires pour réduire efficacement le prix de l'émission protégée à celui de la nouvelle émission » (Kaplan et al., 2003).

Lorsqu'une startup s'avère être un succès, c'est notamment grâce à ses talents. Son capital humain étant par conséquent très précieux, il serait ennuyeux que l'entrepreneur décide de démissionner. Les investisseurs ont ainsi tout intérêt à inclure une **clause de non-concurrence** afin d'éviter tout problème de *hold-up* (Denis, 2004, p.315). L'entrepreneur se verra soit interdit de travailler pour une autre entreprise du même secteur d'industrie et ce, pour une période déterminée, soit imposé de recevoir ses parts au fur et à mesure (Denis, 2004, p.315). Cette dernière proposition est appelée **vesting** et est destinée à encourager la loyauté des employés (Investopedia, 2018f) ou, dans ce

cas-ci, de l'entrepreneur vis-à-vis de son engagement par rapport aux venture capitalists. Les auteurs Kaplan et Strömberg (2001) confirment ceci en ajoutant que ces clauses sont fréquemment incluses dans les contrats avec les venture capitalists. Laura Rosseel, associate chez Cresco law, ajoute que ces clauses sont courantes et qu'elles sont également une manière pour les investisseurs de voir s'ils peuvent faire confiance aux fondateurs.

« C'est très courant. [...] c'est une clause que nous incluons dans les contrats limités et favorables aux fondateurs parce que nous savons que c'est « market practice » et que cela est attendu par les investisseurs. » - Laura Rosseel, Cresco law

3.4. Autres solutions

Néanmoins, selon les auteurs Nofsinger et Wang (2011), les clauses dans les contrats ne sont pas les seules manières de protéger les investisseurs. Tout dépend du lien qu'ils entretiennent avec l'entrepreneur, ce que confirment Shane et Cable (2002). Celui-ci aura tout intérêt à maintenir sa réputation et à bien agir vis-à-vis de ses investisseurs s'ils font partis de son réseau, i.e. collègues, amis, connaissances, ... Par conséquent, le problème de moral hazard peut être limité. De plus, s'il s'agit de personnes faisant partie du réseau de l'entrepreneur, elles peuvent obtenir plus facilement certaines informations concernant son caractère et ses compétences, diminuant ainsi l'asymétrie qui pourrait exister (Nofsinger et al., 2011; Shane et al., 2002).

D'après leur étude (Nofsinger et al., 2011, p.2291), l'expérience de l'entrepreneur peut avoir un impact positif sur les décisions des investisseurs. En effet, il s'agirait d'un bon signal, permettant à l'investisseur d'avoir une confiance accrue dans les capacités de l'entrepreneur et ses intérêts par rapport à la startup et le rassurant à investir dans celle-ci. D'ailleurs, Adrien Roose, fondateur de Take Eat Easy qui a malheureusement fait faillite, a relancé une startup, Cowboy et confirme ceci.

« Les gens qui ont investi dans Cowboy, il y a un an, faisaient simplement confiance à l'équipe de par ce qui avait déjà été accompli dans le passé. Donc même si nos sociétés ont fait faillite de manière plutôt dramatique, on a quand même réussi à se créer une

réputation d'entrepreneurs dans lesquels les gens ont envie d'investir. Et cela change tout. » - Adrien Roose, Cowboy

A cela, Mr Christophe Guisset, l'un des fondateurs de Chroma Impact Investment, ajoute que la participation financière des fondateurs dans le capital de la startup est un très bon incitant pour les investisseurs et que cela est peu fréquent. Cela représente ainsi un autre signal positif que peut envoyer l'entrepreneur à l'investisseur. D'ailleurs, selon lui, si l'un des fondateurs est issu d'une famille aisée et n'investit pas dans l'entreprise, ça pourrait représenter un deal-breaker car cela poserait question sur la réussite du projet.

Cependant, si jamais un précédent investisseur, tel qu'un venture capitalist ou autre investisseur ayant les moyens, refuse d'investir pour soutenir la croissance d'une startup, cela peut envoyer un mauvais signal aux autres investisseurs (Kim et al., 2016, p.13).

3.5. Différence entre la réalité et la théorie

Dans les points précédents, nous avons expliqué les principaux problèmes que pouvaient rencontrer les investisseurs lorsqu'ils investissent dans une startup. Nous avons également énoncé les différentes méthodes et clauses pouvant être mises en place afin de se protéger ou d'éviter ces fameux problèmes. Cependant, la question suivante se pose : la réalité correspond-elle à la théorie ? Les investisseurs utilisent-ils réellement ces clauses et méthodes ? Sont-elles souvent appliquées ? Nous avons interrogé des entrepreneurs et investisseurs à ce propos et avons rassemblé leurs avis et expériences.

Lors de l'interview, Axel Funhoff, CEO d'Elysion Capital, affirme qu'il y a beaucoup de problèmes avec les startups. En premier, il trouve qu'elles sont difficiles à gérer, qu'elles n'ont, pour la plupart, pas encore d'argent ni de plan bien concret et qu'il est très risqué pour un conseiller en finance d'entreprise de travailler avec elles étant donné qu'elles peuvent encore partir dans tous les sens. Ensuite, il soulève un problème majeur des startups qui est la communication. Selon lui, en raison du manque d'expérience, les entrepreneurs ne connaissent pas les « meilleures pratiques ». Ils ne savent pas

comment traiter et communiquer avec leurs investisseurs et, parfois, ils ne savent pas qu'il faut les tenir informés, qu'importe le montant de leur investissement.

3.5.1. Les problèmes d'information, d'agence et les clauses

Christophe Guisset, un des fondateurs de Chroma Impact Investment, affirme que plus un investisseur rentre tôt dans une startup, moins il aura de facilité de se protéger car, selon lui, les clauses sont modifiées, adaptées, ajoutées ou retirées à chaque tour d'investissement laissant entrer de nouveaux investisseurs. Ceux-ci peuvent avoir des vues différentes, ainsi il faut aligner les intérêts en prenant en compte la capacité de négociation de chacun. Selon Mr Guisset, l'investisseur mettant le plus gros ticket aura une capacité de négociation plus élevée et pourra ainsi imposer certaines conditions. Néanmoins, bien que les clauses évolueront dans le futur, il affirme qu'il faut les utiliser pour se protéger et qu'il faut faire attention à ce qu'elles soient clairement formulées ne laissant place à aucune autre interprétation possible. Ce que confirme Laura Rosseel, associate chez Cresco law.

« [...] nous croyons sincèrement qu'une clause selon laquelle personne ne sait vraiment ce qui va se passer et que tout le monde interprète différemment est pire qu'une clause qui est à votre désavantage. » - Laura Rosseel, Cresco law

De nos différentes interviews, il ressort qu'il y avait des clauses considérées comme étant standards et que les venture capitalists, notamment, avaient des contrats assez standards également.

« [...] de manière générale, les clauses sont assez standard. A partir du moment où vous travaillez avec des gens corrects, les clauses sont presque partout assez standard. [...] Des modèles ont été écrits par les plus gros incubateurs, par exemple Y Combinator. [...] Des term sheets ont été écrits par des partners de Y Combinator et de Techstars que tout le monde respecte plus ou moins. Et donc dès que vous voyez des choses qui sortent un peu de ces chemins-là, cela pose question. En réalité, il n'y a que les mauvais VC qui poussent à cela. » - Adrien Roose, Cowboy

Ce que confirment Axel Funhoff, Christophe Guisset ainsi que Laura Rosseel qui ajoute que, concernant Cresco law, ils ont des contrats standards qui leur servent de point de départ. Ils modifient ensuite les clauses pour qu'elles soient plus favorables soit à l'entrepreneur soit à l'investisseur, en fonction de qui ils représentent. Ainsi, il y a des clauses standard qui ne changeront généralement pas ou très peu et d'autres qui varieront selon les cas.

« [...] les investisseurs professionnels comme les venture capitalists typiquement ont leurs propres standards, donc leurs propres exigences. » - Axel Funhoff, Elysion Capital

« La plupart des clauses sont a priori standard donc si on ne les a pas, c'est normalement un peu un deal-breaker. » - Christophe Guisset, Chroma Impact Investment

Laura Rosseel nous a communiqué les clauses qui, selon elle, sont standard. Tout d'abord, elle a mentionné que les clauses comme le droit de premier refus et **les droits de tag-along et drag-along**, ne changeaient pas énormément et qu'elles étaient « market practice ». Grâce au droit de *tag-along*, des investisseurs possédant des actions minoritaires peuvent vendre celles-ci aux côtés d'actionnaires majoritaires tandis qu'avec le droit de *drag-along*, il s'agit d'une vente forcée des actions d'actionnaires minoritaires aux côtés d'actionnaires majoritaires (Burchardt et al., 20A6, p.28). Selon Mme Rosseel, le droit de *drag-along* est le plus important pour les actionnaires désireux de faire un profit en vendant leurs actions et d'éviter que cette opportunité de vente disparaisse à cause du refus d'actionnaires minoritaires. Ensuite, les clauses d'anti-dilution seront généralement présentes dans les contrats mais ce qui peut varier dans ce cas-ci, c'est la manière de les calculer. Néanmoins, selon Laura Rosseel, le *weighted average ratchet* est le mécanisme le plus équitable et le plus utilisé, ce qui rejoint les dires des auteurs Kaplan et Strömberg (2003). Concernant le *full ratchet*, elle ne conseillerait jamais cela dans un contrat pour une entreprise. Enfin, les clauses qui sont souvent dans les contrats mais qui varient énormément sont les clauses de préférence de liquidation dont il existe trois sortes : ***non-participating preferred***, ***capped non-participating preferred*** et ***participating preferred***. Cependant, Mme Rosseel déconseille vivement d'accepter ce dernier car cela signifie que l'investisseur obtient le droit de récupérer son investissement ainsi que de partager au prorata ce qui reste avec

les autres actionnaires. A cette liste s'ajoute les discussions concernant les membres du conseil d'administration, la liste des droits de veto que possèdent les membres par rapport à certaines décisions, les droits d'information, ...

Selon Charles-Albert de Radzitzky, CEO de Spreds, les clauses telles que les *warrants*, clauses d'anti-dilution ou encore droit de liquidation préférentielle existent bel et bien mais sont, dans la pratique, rarement appliquées.

« Ce genre de clauses existe mais c'est pas hyper fréquent non plus, et dans la pratique, il y en a très peu qui sont réellement appliquées. Les cas d'application sont très rares, c'est plutôt un cas de protection qui permet un peu de chatouiller l'entrepreneur et de dire « Attention, si vous faites des bêtises ou si vous ne faites pas bien attention, ces clauses-là seront appliquées. ». » - Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

Thibaut Claes de Wing ajoute que leurs contrats contiennent également les clauses énoncées précédemment telles que liquidation, anti-dilution, droits du board et qu'ils demandent également des clauses de non-concurrence, de protection au niveau de la propriété intellectuelle étant donné qu'ils investissent dans les startups dans le numérique, de droit de préemption, de *leaver arrangement*, ... Enfin, depuis 2018, le fonds WING a ajouté une nouvelle clause qui est un droit de retrait afin de pouvoir se retirer en cas de difficultés rencontrées par la startup.

« Cela ne sert à rien de faire du sauvetage absolu. » - Thibaut Claes, WING

Axel Funhoff confirme qu'afin de se protéger, les investisseurs prévoient des clauses telles que les droits de liquidation préférentiels, *drag-along*, *tag-along*, ... Il ajoute que parfois, ils proposent un prêt convertible en actions au lieu d'investir directement en equity. De plus, selon lui, le monitoring et le screening sont souvent utilisés pour avoir un siège au conseil d'administration, leur permettant d'exercer une certaine influence et un certain contrôle sur le management. En outre, il estime important que le budget pour l'année suivante soit validé par les investisseurs à l'assemblée générale annuelle et que toute déviation de celui-ci, dépassant un certain montant, doive également être

approuvée. Selon lui, il est indispensable de bien se protéger quand on investit dans une start-up.

« [...] avec mon expérience personnelle, je n'investirais jamais dans une start-up sans avoir un siège au conseil, i.e. board seat. Et je n'investirais jamais dans une start-up sans être protégé par un cadre contractuel relativement complet. C'est très souvent un deal-breaker. [...] Je dois avoir le contrôle, je dois être proche du management parce que je ne peux pas prendre le risque que certaines personnes fassent un bon pitch, je contribue avec mon argent et qu'ensuite ils ne délivrent pas. Je veux dire, c'est juste impossible. »

- Axel Funhoff, CEO d'Elysion Capital

Il ajoute que, lorsque les choses tournent mal, il serait logique d'en informer les investisseurs, ce que ne font pas toujours les entrepreneurs. De plus, lorsqu'ils reçoivent l'argent, certains pensent pouvoir faire ce qu'ils veulent. Ces deux situations représentent bien les problèmes d'agence et d'asymétrie d'informations expliqués précédemment par les auteurs Christensen et al. (2009) et Smith et al. (2011).

« Les gens pensent que « Ah, il y a de l'argent, et bien génial, on peut enfin faire ce que l'on veut ! » mais cela n'est pas juste. Je veux dire, l'argent est là avec un mandat et c'est justement ce que les gens ne comprennent pas. Du coup, je n'investirais jamais dans quelque chose qui ne me protège pas contractuellement de ce genre de problèmes. »

- Axel Funhoff, CEO d'Elysion Capital

Christophe Guisset, un des fondateurs de Chroma Impact Investment, ajoute que selon lui, toute nouvelle, bonne ou mauvaise, doit être communiquée aux investisseurs. Il faut être transparent pour créer une relation de confiance.

« [...] j'ai connu pas mal de sociétés qui, les mauvaises nouvelles, on les cache, on les transforme. Je ne trouve pas cela une bonne idée mais cela reste fréquent. [...] On l'apprend trop tard, on l'apprend par la suite. » - Christophe Guisset, Chroma Impact Investment

Mr Guisset a par ailleurs vécu une situation où l'un des fondateurs avait déjà créé une société auparavant, ayant la même activité que l'actuelle, et avec laquelle il était en

procès contre un des investisseurs. Cette nouvelle avait été cachée aux investisseurs de la nouvelle entreprise.

« Si on l'avait su, on se serait peut-être dit « C'est quelqu'un de très conflictuel qui aime bien les procès, ça le nourrit. ». » - Christophe Guisset, Chroma Impact Investment

Il ajoute que cette même personne a causé encore bien d'autres soucis, tels que l'augmentation de son salaire sans en avertir les investisseurs alors que les conditions lui permettant de le faire n'étaient pas respectées, ainsi que la non divulgation d'informations confidentielles nécessaires tant aux investisseurs qu'au reste de l'équipe, le rendant ainsi indéboulonnable. Ces mauvaises expériences lui ont permis d'apprendre énormément et de faire plus attention à certaines choses. Cela nous montre également que les problèmes d'asymétrie d'information et d'agence existent bel et bien.

Ainsi, selon Mr Guisset, en investissant dans une startup, les investisseurs tels que les business angels risquent tout d'abord de perdre leur investissement mais aussi d'entrer dans des conflits soit internes à l'entreprise, où l'investisseur peut se voir impliqué malgré lui, soit survenant entre le management et les investisseurs. Ceux-ci peuvent, par exemple, venir d'un différend par rapport au salaire qui est généralement payé par les investisseurs ou par rapport au licenciement d'une partie des fondateurs, selon le souhait des investisseurs. Il ajoute que tout ceci peut avoir un impact négatif sur la réputation et la tranquillité de vie de l'investisseur.

« Il peut y avoir la frustration, si on se fait un peu arnaquer, ce n'est pas agréable à vivre. Si on se fait rincer, complètement diluer, on en retire un sentiment un peu amer. Ce sont des choses qui peuvent arriver et qui arrivent parfois. »

- Christophe Guisset, Chroma Impact Investment

Cependant, il appuie sur le fait que trop de contrôle sur le management ne fonctionne pas. En effet, il faut atteindre un juste milieu afin d'obtenir les informations nécessaires. Néanmoins, il insiste sur le fait qu'un reporting régulier, par exemple mensuel, est important pour voir l'évolution de la société afin de mieux la conseiller et de gérer la situation du mieux possible.

Selon Laura Rosseel, associate chez Cresco law, les problèmes que peuvent rencontrer les investisseurs peuvent être factuels et empêcher l'entreprise de réaliser tout son potentiel car certaines choses n'ont pas été réglées, comme le non-transfert de la propriété intellectuelle. Un second problème soulevé est le management ou le CEO qui n'est pas toujours apte à mener l'entreprise aussi loin que possible et à en faire un réel succès. Selon elle, il s'agit d'un problème plus important car il faut alors convaincre le management de remplacer une personne ou de se faire assister. Cependant, Mme Rosseel pense que si le management est trop contraint dans ce qu'il peut faire, il pourrait y avoir un manque de motivation. Concernant les problèmes d'agence, cela dépendra principalement de l'implication des investisseurs dans le management. Si ces derniers ne s'impliquent pas, les fondateurs continueront de gérer l'entreprise comme bon leur semble, ce qui pourra mener à une incompatibilité des attentes de chacun. De plus, Laura Rosseel ajoute que si les investisseurs veulent obtenir des informations, ils doivent s'impliquer activement et établir une liste de décisions qui doivent être prises avec l'accord des investisseurs, tout en restant raisonnable. Cela leur permettra d'être tenu informés. A cela Adrien Roose, CEO de Cowboy, ajoute qu'un manque de motivation peut survenir dans le management si les fondateurs n'ont plus une part significative du business au début de l'aventure, ce qui comme mentionné par Amit, Brander et Zott (1998), pourrait mener à un problème de moral hazard.

De plus, pendant notre interview, Mme Laura Rosseel nous a expliqué la clause de ***leaver arrangement***, aussi appelée ***dead leaver***, qui nous était jusque là inconnue, mais qui serait souvent appliquée en pratique, notamment dans les premiers stades de développement. Etant donné que les investisseurs investissent dans l'entreprise et l'équipe, ils aimeraient que les fondateurs restent pour faire de la startup une réussite, notamment au début de l'aventure où les fondateurs sont d'une grande importance pour le développement de leur idée. Afin d'empêcher un départ précoce de ceux-ci, certains investisseurs essaient d'imposer une clause de ***leaver arrangement***. Selon Laura Rosseel, cette clause propose trois scénarios : *bad leaver*, *early leaver* et *good leaver*. Chaque scénario avec la résultante liée à celui-ci sera défini dans le contrat afin de dissuader les fondateurs de commettre des fraudes ou de partir avant la fin de leur engagement, par exemple. La sanction encourue sera généralement la vente obligatoire des actions possédées par le fondateur quittant l'entreprise et ce à un prix qui varie en

fonction du scénario. Cela permettrait de récupérer les parts du fondateur quittant l'entreprise pour les donner à un nouveau talent par exemple.

« S'il n'y a pas de leaver arrangement, et qu'un fondateur quitte l'entreprise, pour quelque raison que ce soit, il reste actionnaire. Cela signifie également que si d'autres fondateurs ou employés clés réussissent à faire prospérer l'entreprise, sans l'aide du fondateur sortant, ce dernier peut tout de même bénéficier de profits élevés lorsque l'entreprise est vendue. De plus, une start-up n'a généralement pas les fonds pour attirer les talents qui attendent un salaire élevé. Cela signifie que si un fondateur quitte, par exemple avec un profil technique, et que l'entreprise souhaite attirer un nouveau profil technique pour agir en tant que fondateur « de remplacement », ils ont besoin d'actions pour inciter le nouveau fondateur. Pour cette raison, il est plus commode de pouvoir « prendre » les actions du fondateur sortant et de laisser le nouveau fondateur les acquérir, avec une perspective de profits élevés en cas de sortie réussie. » - Laura Rosseel, Cresco law

Cependant, Mme Rosseel nous a informé que bien que cette clause faisait l'objet de nombreuses discussions, elle n'était que rarement appliquée, laissant plutôt place à des arrangements à l'amiable étant donné que cette clause donne le droit mais non l'obligation à l'entreprise ou au conseil de racheter les parts. Elle permettrait néanmoins, selon elle, de révéler à l'investisseur à quelle personne il a affaire.

« [...] un fondateur engagé dans sa société n'a aucun problème à signer un engagement de quatre ans et n'a aucun problème à signer un contrat qui stipule: « Si vous commettez une fraude, vous perdez toutes vos actions. ». [...] Si vous avez un fondateur qui dit « Je ne signerai pas ce contrat qui me punit si je commets une fraude, il sonne cette grosse cloche comme un énorme drapeau rouge. » - Laura Rosseel, Cresco law

3.5.2. Staged financing

Concernant le staged financing, autant Mr Funhoff que Mr de Radzitzky ajoutent que cela est typique des fonds de venture capital et que c'est plutôt rare pour les business angels et les plateformes d'investissement, ce qui rejoint les propos de l'auteur Denis (2004).

« Staged financing est très typique. [...] Il faut mettre les choses en perspective. Un venture capitalist investit 1 million ou au moins 500.000€. Si vous avez disons 15 millions d'euros à gérer et que vous en perdez 1 million, ce n'est pas agréable. Si vous avez 15 millions d'euros à gérer et que vous en perdez 200.000 parce que c'était vraiment votre premier transfert d'argent, cela reste facile à digérer. Et c'est vraiment la raison pour laquelle ils utilisent le staged financing car ils doivent se développer [...] parallèlement aux promesses tenues par le management et les KPIs [i.e. Key Performance Indicators]. »

- Axel Funhoff, CEO d'Elysion Capital

« Pour un particulier, c'est plus compliqué de mettre cet argent de côté et pour l'entrepreneur, c'est un peu risqué de se dire « Est-ce qu'il va vraiment honorer sa parole ou pas ? Est-ce qu'il aura cet argent à ce moment-là ou pas ? ». [...] [Quant à Spreds], on ne peut pas. Ça veut dire qu'on est une banque, on gère des dépôts et on ne peut pas gérer des dépôts. » - Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

Pour une plateforme d'investissement ou de crowdfunding, cela n'est pas possible de demander à autant d'investisseurs de donner une certaine somme et d'en investir que la moitié. Néanmoins, ils ont pensé à une alternative qu'ils vont essayer d'appliquer prochainement : demander aux investisseurs d'investir une certaine somme maintenant et de faire une promesse d'investissement si un certain milestone est atteint, faisant ainsi deux opérations. A ce moment-là, si les investisseurs investissent les deux fois, on en revient au concept de staged financing.

Thibaut Claes affirme qu'au fonds WING, ils font du staged financing notamment parce qu'ils ne savent pas comment l'entreprise évoluera et qu'ils préfèrent ne pas investir une somme importante, par sécurité.

« On n'a pas envie de libérer de l'argent trop vite. [...] En tant qu'investment managers, on essaie quand même d'étudier le projet, on fait 2-3 calls avec les gens, 2-3 rencontres mais on ne connaît pas les gens en profondeur. [...] si on leur donne trop d'argent trop vite, ils peuvent le dilapider, tandis qu'en limitant le montant, en mettant des milestones, cela permet de se dire que si cela rate complètement, on aura perdu moins d'argent et cela

permet aussi de donner des objectifs. [...] une fois cet objectif-là atteint, cela a plus de sens d'investir plus d'argent. » - Thibaut Claes, Wing

Christophe Guisset affirme qu'ils prévoient généralement d'investir dans plusieurs rounds mais que parfois, il leur arrive de verser leur investissement en fonction de l'accomplissement de certains milestones. Notamment, lorsque l'entreprise n'a pas réellement besoin de l'entièreté de la somme.

Finalement, Laura Rosseel trouve cela une bonne méthode autant pour les investisseurs que pour les entrepreneurs et la voit régulièrement dans les contrats. Cela permet aux fondateurs d'obtenir le montant dont ils ont réellement besoin et non une somme plus importante les obligeant à donner des actions inutilement. De plus, cela leur assure de recevoir du financement une fois le milestone atteint, qui généralement demandera plus de fonds. Concernant les investisseurs, cette méthode leur permet de s'assurer que l'investissement soit utilisé à bon escient, pour relever les objectifs. Tout ceci rejoint bien les pensées des auteurs Witt et Brachtendorf (2006). Cependant, Laura Rosseel insiste sur le fait que les milestones doivent être clairs et objectifs sinon cela pourrait détériorer la relation entre l'investisseur et le management.

« Donc l'approche staged financing, pour résumer, je pense que c'est une bonne approche dépendant de ce que l'entreprise a besoin et si les milestones fixés sont objectivement établis. » - Laura Rosseel, Cresco law

Elle ajoute que cette méthode peut également aider à solutionner le problème de valorisation, permettant à l'investisseur de n'investir qu'une partie de la somme au début et de s'assurer que l'entreprise vaille bien la valorisation initialement donnée par la suite. Si tel est le cas, l'investisseur investira la deuxième partie du financement.

Pour conclure, nos interviewés utilisent ou voient cette méthode régulièrement à l'exception des deux entrepreneurs qui n'ont pour le moment jamais reçu d'investissement par milestones.

3.5.3 La valorisation d'une startup et le prêt convertible

Un autre problème important que les différents intervenants nous ont permis de soulever est la définition de la valorisation d'une startup. Selon Christophe Guisset, il n'est pas facile de définir la valorisation d'une startup. Pour des entreprises plus matures, un multiple comme celui de l'EBITDA de l'entreprise, i.e. bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements, sera généralement utilisé. Or pour les startups, jeunes entreprises venant de se lancer et ayant très souvent un EBITDA négatif, cela devient compliqué. Ainsi, la discussion sur la valorisation pour ce type d'entreprises peut être très longue et subjective, donnant lieu à des négociations, ce que confirment Laura Rosseel, Axel Funhoff et Adrien Roose.

« [...] cela dépend de combien vous parvenez à valoriser votre société, ce qui au début est une négociation assez subjective vu que c'est une promesse sur le futur avec peu de choses qui prouvent le sens de l'autre, c'est plus une question d'un rapport de forces qu'autre chose. » - Adrien Roose, Cowboy

« Je pense qu'en pratique, les valorisations ne sont pas très souvent basées sur des calculs exacts et qu'elles devraient l'être plus mais il s'agit souvent plus d'une comparaison [...] Les attentes par rapport à la valorisation d'une entreprise ne reposent en réalité sur aucun chiffre. [...] C'est tellement hypothétique que les attentes sont complètement différentes parce que si vous faites une valorisation qui est basée sur le futur, tout le monde a une vision différente de ce que le futur sera et de ce que la valeur de ce futur sera. Et c'est très souvent juste une négociation entre « Ok si vous nous donnez ce point, nous augmenterons un peu la valorisation. ». » - Laura Rosseel, Cresco law

« Alors très, très souvent, vous avez des entrepreneurs qui veulent une valorisation élevée bien sûr et vous avez des investisseurs qui ne sont pas tout à fait d'accord avec cette valorisation élevée. Et pour obtenir une valorisation aussi élevée, vous devez négocier certaines clauses, par exemple des clauses de préférence en matière de liquidation, et ainsi de suite, pour montrer que vous faites une faveur à l'investisseur pour obtenir la valorisation prévue ou espérée. » - Axel Funhoff, Elysion Capital

« Il y en a une là en Afrique, on rentre avec une valorisation très élevée pour une startup mais le potentiel est important. Et donc c'est aussi cet espèce de ratio entre la crédibilité que l'entreprise a pour lever un certain montant [et le montant qu'elle demande]. [...] Donc là c'est très subjectif mais on accepte une valorisation très importante parce qu'on trouve que cette entreprise a vraiment du potentiel et alors on le corrige aussi par certaines mesures dans les pactes d'actionnaires. Donc typiquement, il y a deux grandes protections que l'on met dans ces cas-là et qu'on a mis, c'est des préférences à l'exit donc si la société se revend, nous, on récupère d'abord notre mise avec un rendement prédéfini. [...] Ou alors, il y a d'autres clauses qu'on appelle de ratchet, donc d'anti-dilution [...]. »

- Christophe Guisset, Chroma Impact Investment

En plus de ces deux clauses permettant de protéger les investisseurs, les différents intervenants nous ont également proposé une autre méthode permettant de postposer la discussion sur la valorisation : le prêt convertible. Comme défini précédemment, il s'agit d'un prêt pouvant se convertir en actions dans une période déterminée et à un taux de conversion déterminé (Finance de marché, 2018b). Par conséquent, la valorisation de l'entreprise doit normalement être définie pour connaître le taux de conversion. Néanmoins, il existe des variantes à ce mécanisme, notamment le billet à ordre convertible ou *convertible note*, comme l'explique Mr Guisset dans son interview.

« [...] on a fait une partie de prêt convertible parce que c'est une technique qui est assez souvent utilisée dans les pays anglo-saxons, cela a permis justement de ne pas valoriser la boîte au moment de notre intervention. [...] on a utilisé la technique de convertible note, comme on dit en anglais, en français c'est billet à ordre convertible [...] cela revient un peu au même qu'un prêt convertible. La nuance importante, c'est que le prix de départ n'est pas déterminé. » - Christophe Guisset, Chroma Impact Investment

« Parfois, l'avantage de la dette convertible en pré-amorçage ou en amorçage, c'est que s'il y a un conflit au niveau de la valorisation, cela peut permettre parfois de mettre cette question sur le côté. Ce n'est pas toujours intelligent mais cela permet d'avancer [...] Et ce sera rediscuté au tour suivant, avec des investisseurs du type VC etc qui auront peut-être un pouvoir de négociation plus important. » - Thibaut Claes, WING

Ainsi, un **convertible note** est principalement un prêt, ne nécessitant pas la valorisation de la startup et permettant de postposer la discussion à un round ultérieur (Contributor, 2012, 4 mars). Cependant, cela représente un certain risque pour les investisseurs qui ne savent pas lors de la souscription combien d'actions ils recevront à la conversion. Par conséquent, on pourrait se demander pourquoi certains investisseurs décident de prendre autant de risques. Selon le lexique du Financial Times, certains investisseurs, tels que les business angels, préfèrent postposer la discussion sur la valorisation de l'entreprise à un stade ultérieur où d'autres investisseurs plus expérimentés pourront entrer (Financial Times Lexicon, n.d.), ce que confirme Mr Guisset.

« [...] il peut y avoir un intérêt à postposer la discussion car une valorisation pour une société qui fait très peu de chiffre est très subjective et se résume souvent au pourcentage que les entreprises sont d'accord de donner aux investisseurs. En plus les premiers investisseurs n'ont parfois pas la compétence de négocier une valorisation et acceptent d'attendre que des fonds d'investissements le fassent ultérieurement. »

- Christophe Guisset, Chroma Impact Investment

De plus, tout comme pour le prêt convertible, afin de compenser le risque pris par les investisseurs, ceux-ci peuvent bénéficier de plus de parts grâce à un **discount** et/ou un **cap** sur la valorisation (FundersClub, 2018). Comme expliqués par Mr Guisset et Mr Claes, un discount permet de diminuer la valorisation d'un certain pourcentage défini lors de la souscription du prêt alors qu'un cap permet de fixer une limite maximale de la valorisation à laquelle le prêt sera converti. Ce type de financement permet de clore un accord rapidement. Enfin, il convient également de rappeler que tant que le prêt n'est pas converti en actions, les investisseurs sont des créanciers de la société. Cela signifie que si les choses tournent mal et que la société en a la capacité, ils seront les premiers à être remboursés. Néanmoins, cela n'est pas autant apprécié par les investisseurs que par les entrepreneurs.

« C'est une technique utile mais je trouve qu'elle ne rémunère pas assez le risque pris en entrant plus tôt. Il faudrait un discount plus important mais pas évident d'obtenir 50% par exemple. Un discount trop important peut aussi être mal accepté par les investisseurs du tour ultérieur... » - Christophe Guisset, Chroma Impact Investment

« Beaucoup d'investisseurs n'aiment pas cette technique car, lors de leur prêt, ils ne savent pas de combien d'actions ils disposeront à la conversion. » - Thibaut Claes, WING

« Je pense que c'est un très bon outil parce qu'on peut conclure un prêt convertible très rapidement, ce n'est pas un document complexe. [...] cela peut être conclu en quelques semaines [...] Cela prend donc moins de temps, ce qui signifie qu'il y a plus de temps pour se concentrer sur le business en lui-même. [...] C'est un très bon outil, mais il ne faut pas l'utiliser pour de très grandes sommes et la deuxième chose est que si le prêt convertible est conclu avec plusieurs prêteurs, il devrait y avoir un mécanisme en place où la majorité des prêteurs peuvent décider de convertir ou de ne pas convertir, afin de ne pas donner à chaque personne qui prête de l'argent à la société, le droit de bloquer une conversion des actions [...]. » - Laura Rosseel, Cresco law

« La dette convertible pour des petits montants est intéressante car cela permet d'alléger les frais juridiques.[...] L'avantage aussi de faire une première levée de fonds avec une dette convertible est que tu ne dois pas négocier toutes ces conditions-là. [...] on a fait une dette convertible pour que ce soit facile et là on fait avec des documents standards [...] ce sont des clauses assez simples à comprendre et à faire passer. » - Adrien Roose, Cowboy

Ainsi, il y a des avantages et inconvénients avec le prêt convertible. Nos deux entrepreneurs, Adrien Roose et Jonathan Schockaert, en ont bénéficié et conseillent d'y recourir au début de l'aventure, afin de limiter les frais juridiques et les longues négociations avec les investisseurs. Néanmoins, Laura Rosseel et Adrien Roose insistent sur le fait qu'il ne faut pas utiliser cette technique pour de gros montants. En effet, plus les montants des prêts convertibles sont élevés, plus il sera difficile de convaincre de nouveaux investisseurs, étant donné que les premiers auront des avantages sur la valorisation, tels que les discounts. Selon Laura Rosseel, ce genre de prêt est principalement proposé par des business angels, des petits investisseurs privés ou des fonds par exemple publics intervenant dans les premiers stades de développement des startups et non par des venture capitalists.

3.6 Synthèse et opinion

Dans ce chapitre portant sur les problèmes entre investisseurs et entrepreneurs, nous avons eu l'occasion de comparer la théorie avec la réalité à l'aide des différentes interviews menées, dont les principaux éléments sont repris dans le Tableau 2 ci-dessous. Il convient de rappeler que cela ne représente qu'une infime partie de la réalité et qu'il faut garder un esprit critique.

Tout d'abord, nous avons abordé les deux principaux problèmes pouvant survenir dans la relation investisseur-entrepreneur : les problèmes d'asymétrie d'information avec le problème d'adverse selection, et les problèmes d'agence avec le problème de moral hazard. Afin de solutionner, de réduire ou d'éviter ceux-ci, différentes méthodes furent proposées par les auteurs Smith et Bliss (2011), Kaplan et Strömberg (2001) ainsi que Gompers et Lerner (2000), telles que le screening, le signaling, le monitoring, le risk shifting et le staged financing, ainsi que des clauses à inclure dans les contrats d'investissement.

Par la suite, les personnes interviewées ont confirmé l'utilisation de ces méthodes et ont affirmé que certaines clauses étaient standards, que certaines étaient même très souvent, voire toujours, reprises dans les contrats, bien que peu appliquées. Par conséquent, nous concluons que ces clauses, si souvent reprises mais peu appliquées, jouent bel et bien un rôle de protection pour l'investisseur et de dissuasion pour l'entrepreneur. Néanmoins, ils ont relevé d'autres problèmes que ceux précédemment mentionnés : la communication avec les investisseurs, le management qui n'est pas toujours apte à gérer et développer une entreprise ainsi que la difficulté de gérer et valoriser une startup, ce qui peut être dû à un manque de fonds, à un business plan un peu brouillon et à l'incertitude assez présente.

Ainsi, nous pensons qu'il est important pour l'investisseur d'utiliser ces clauses afin d'assurer ses arrières et d'exercer un certain contrôle sur le management. Il devra être tenu informé le plus possible de la situation de l'entreprise et des décisions prises par le management à l'aide d'un reporting régulier et d'un plan communiquant les projets et le budget alloué. Nous pensons également que dresser une liste de décisions importantes

pour lesquelles ils ont un droit de veto ou pour lesquelles l'obtention de leur accord est obligatoire, serait une bonne manière de rester informés sur la gestion de l'entreprise. Néanmoins, nous sommes d'accord avec Mr Guisset et Mme Rosseel sur le fait qu'exercer un contrôle trop présent avec des restrictions très contraignantes risqueraient de démotiver les fondateurs. Il conviendrait ainsi de trouver un juste milieu entre opérer un suivi assez rigoureux de la gestion de l'entreprise et donner une certaine liberté aux fondateurs.

Tableau 2 : Comparaison entre la théorie et la réalité

	Théorie	Réalité
Problème d'asymétrie d'information		
- <i>Adverse selection</i>	▪ Screening ▪ Signaling <i>Action préférentielle convertible</i> <i>Vesting schedule</i> <i>Expérience de l'entrepreneur</i> <i>Clause de non-concurrence</i> ▪ Syndication des investisseurs	▪ Monitoring <i>Implication active des investisseurs</i> <i>Liste de décisions requérant l'accord des investisseurs</i> ▪ Signaling <i>Expérience/réputation</i> <i>Participation au capital</i>
- <i>Valorisation</i>		▪ Convertible note ▪ Staged Financing ▪ Risk shifting <i>Droit de liquidation préférentielle</i> <i>Clause d'anti-dilution</i>
Problème d'agence		
- <i>Moral Hazard</i>	▪ Structuring <i>Répartition de droit contractuel</i> <i>Covenants</i> ▪ Screening <i>Vesting schedule</i> ▪ Monitoring <i>Reporting</i> <i>Sièges au conseil + droits de veto</i> ▪ Staged Financing ▪ Risk shifting <i>Staged financing</i> <i>Action préférentielle convertible</i> <i>Droit de liquidation préférentielle</i> <i>Clause d'anti-dilution</i>	▪ Monitoring <i>Validation du budget</i> <i>Reporting régulier</i> <i>Sièges au conseil + droit de veto</i> <i>Droits d'information</i> ▪ Screening <i>Vesting schedule</i> ▪ Staged Financing ▪ Risk shifting <i>Staged financing</i> <i>Action préférentielle convertible</i> <i>Droit de liquidation préférentielle</i> <i>Clause d'anti-dilution</i>

4. Comparaison entre différents types d'investisseurs

Dans ce chapitre, une comparaison sera faite entre un venture capitalist et un business angel ainsi qu'entre un fonds d'investissement privé et un fonds d'investissement public. Nous ferons cette distinction sur base de leurs critères de sélection et leur implication dans la gestion de l'entreprise. Cela sera étayé à l'aide des interviews que nous avons menées.

Selon les auteurs Nofsinger et Wang (2011, p.2284), les ventures capitalists ont un avantage par rapport aux business angels étant donné qu'ils interviennent généralement plus tard dans le cycle de financement. A ce stade-là, l'entrepreneur a déjà dû gérer des fonds et faire ses preuves auprès de précédents investisseurs. Par conséquent, ils ont moins d'asymétries d'information et de moral hazard. Les auteurs Kim et Wagman (2016, p.14) ajoutent que si de potentiels investisseurs voient d'autres venture capitalists continuer à participer au capital de la startup, cela les rassure par rapport à la probabilité de réussite de l'entreprise et les incite à faire une offre de financement. Généralement, les business angels n'interviendront pas lors de futurs tours de financement, en raison des montants demandés, qui sont trop élevés. Il convient en effet, de rappeler qu'investir dans les startups n'est pas leur principale activité (Elitzur et al., 2003) et qu'ils investissent une partie de leur patrimoine (Manigart et al., 2014, p.8 ; Be Angels, 2013). Ce qui peut présenter un certain souci pour la startup. En effet, selon Axel Funhoff, CEO d'Elysion Capital, étant donné que les business angels ne font souvent qu'un seul investissement, une fois que la startup évolue et croît, et qu'elle a besoin de plus de financement, elle n'a plus les bons investisseurs à bord et doit chercher ailleurs. Cela peut mener à des conflits.

« Le problème est que l'industrie dans son entièreté n'est pas suffisamment professionnelle et que les business angels investissent parce qu'ils ont l'argent, parce qu'ils font confiance et parce qu'ils veulent donner une chance à quelqu'un etc. [...] Le problème avec les business angels est que typiquement, ils ne peuvent financer un autre round et plus. [...] Et très souvent, vous vous retrouvez en conflit d'intérêt parce que si vous avez vraiment besoin de nouveaux investisseurs pour investir plus, alors les business angels se retrouvent dilués et ils vont penser : « Oh mon dieu, je dois vraiment décider : est-ce que je veux être

dilué et croître plus vite ou que ça aille plus lentement, pas de dilution mais toujours un bon rendement ? ». » - Axel Funhoff, Elysion Capital

A cela, Laura Rosseel ajoute que les business angels peuvent se montrer très interventionnistes et que bien que leur expérience et leurs conseils se montrent souvent utiles, il y a malgré tout des désavantages à leur intervention.

« Parce qu'il s'agit [...] très souvent d'hommes d'affaires qui ont bien réussi, qui ont un point de vue particulier sur comment une entreprise doit être gérée et qui ont plus tendance à intervenir dans le business alors qu'un fonds de capital à risque investit plus avec une perspective de croyance dans l'entreprise et avec une intention d'assister l'entreprise à devenir une entreprise plus professionnelle, tandis qu'un business angel veut très souvent guider, presque cogérer l'entreprise. »

Christophe Guisset ajoute qu'il est toujours intéressant d'avoir un conseil d'administration avec différents types d'investisseurs afin d'obtenir un bon feedback. Selon lui, les gestionnaires de fonds, tels que les venture capitalists et les business angels ont chacun leurs propres expériences qui ne sont pas les mêmes et qui sont toujours très utiles, dépendant bien évidemment des compétences et des domaines d'expertise des fondateurs et des investisseurs. Avec le fonds Chroma Impact Investment, il s'implique dans les sociétés et affirme qu'ils sont là pour aider celles-ci et les conseiller. Par exemple, une des sociétés dans lesquelles le fonds a investi leur demande régulièrement des conseils, des avis, ce qui crée une relation de confiance et un lien entre les investisseurs et le management.

Bien que les venture capitalists interviennent à un stade plus avancé de la startup et qu'ils prennent moins de risques, cela ne signifie pas pour autant qu'ils seront moins stricts que les business angels. Au contraire, ils sont plutôt connus pour être plus difficiles à convaincre et exigeants, notamment avec les clauses. Ce que confirment Thibaut Claes de WING, Axel Funhoff d'Elysion Capital, et Christophe Guisset de Chroma Impact Investment, tandis que Laura Rosseel est plus partagée, affirmant que si on compare un contrat avec un business angel avec un contrat avec un venture capitalist, il

n'y aura pas beaucoup de différences, notamment concernant la représentation au conseil d'administration et les droits de véto.

« Un business angel, il peut aussi investir avec son cœur, ses tripes et ne pas négocier assidûment, alors qu'un VC c'est son métier au quotidien. » - Thibaut Claes, WING

« Typiquement, les business angels n'ont pas de contrats standards. Donc c'est l'avocat de l'entreprise qui rédige quelque chose pour les business angels, qui est vraiment dans l'intérêt de l'entrepreneur, donc très vague, pas restrictif, ouvert et qui typiquement donne tout pouvoir à l'entrepreneur. [...] les venture capitalists ont leurs propres modèles de contrat, leurs propres avocats parfois et donc c'est plus conseillé. [...] En général, les business angels demandent moins que les venture capitalists juste parce qu'ils ont moins d'expérience. » - Axel Fungoff, Elysion Capital

« Généralement, les VC vont mettre plus d'exigences sur une série de clauses qui leur sont propres et auxquelles ils ne vont pas déroger et donc le document sera plus proche de ce que veut le fonds. Un business angel peut être plus souple, peut le faire de manière plus informelle [...] C'est normal puisque les gestionnaires de fonds, c'est leur métier. [...] c'est la différence d'informations du côté des business angels et [...] s'ils mettent de l'argent dans une startup [...] cela peut être pour d'autres raisons que le gestionnaire de fonds [...] la plupart d'entre eux [i.e. les gestionnaires de fonds] ont des critères de rentabilité assez élevés ou assez présents, les business angels pas spécialement. »

- Christophe Guisset, Chroma Impact Investment

« Ils seront moins institutionnalisés. Je pense donc qu'un venture capitalist aura plus de critères financiers. [Les business angels] diront plutôt : « cela a l'air d'être une bonne idée, il y a de bons fondateurs. Vous m'envoyez votre business plan. ». Les exigences techniques et financières seront donc beaucoup plus faibles. Cependant, proportionnellement à la somme d'argent qu'ils investissent, ils auront, parfois, plus de demandes. »

- Laura Rosseel, Cresco law

Jonathan Schockaert, fondateur de la startup ListMinut confirme que pour les venture capitalists il y a plusieurs critères à satisfaire, contrairement aux business angels.

« Déjà, il faut faire un minimum soit de chiffre d'affaires, soit de volume de business généré. Il y a des critères qui sont clairement plus élevés que pour les business angels. A un business angel on lui vend une histoire, une équipe. Alors qu'aux fonds d'investissement, on leur vend des chiffres. Après je dis qu'à un business angel, on lui vend une histoire, je le pense mais c'est parce qu'ils sont plus dans l'émotion. Vont-ils croire en l'équipe ? Vont-ils croire au projet ? Quant aux fonds d'investissement, ils ont des comptes à rendre et il y a des process bien mis en place. Il faut d'abord rentrer dans les critères. Ensuite, le reste jouera aussi. »
 - Jonathan Schockaert, ListMinut

Les auteurs Reid, Terry et Smith (1997) ajoutent que le projet devrait au moins pouvoir atteindre un certain taux de rendement (environ 25%) pour que les ventures capitalists puissent trouver un intérêt à y investir. De plus, étant donné qu'ils veulent limiter le plus possible l'*adverse selection*, ils font une due diligence et un screening très pointilleux. Ceci est une des raisons pour lesquelles le taux d'acceptation avec les venture capitalists est très faible. Selon Axel Funhoff, CEO d'Elysion Capital, étant donné que les venture capitalists sont chargés de rapporter un bon rendement aux personnes ayant investi dans le fonds, il est normal que ceux-ci s'appliquent à trouver les bonnes startups ou les bons investissements dans lesquels investir et qu'ainsi, ceux-ci soient plus exigeants.

« Vous voulez que ce fonds vous rapporte un rendement d'environ 15 à 25% chaque année et c'est le mandat des investment managers de choisir leurs investissements et c'est automatiquement traduit en des valorisations raisonnables ou en des clauses comme les droits de liquidation préférentielle etc., tous les moyens possibles de protéger leurs intérêts. » - Axel Funhoff, Elysion Capital

D'ailleurs, Mr Funhoff pense que l'avantage pour un entrepreneur d'avoir un venture capitalist qui investit dans sa startup est que ce dernier est professionnel et que, par conséquent, il a les compétences pour conseiller et aider la startup. Néanmoins, le principal inconvénient, selon lui, est sans doute cette exigence très élevée par rapport au rendement. De plus, il ajoute qu'il faut faire attention au nombre d'années d'existence du fonds de venture capital.

« Si vous avez un venture capitalist intéressé, vous devriez vraiment vous assurer qu'il soit toujours dans la première moitié de sa période d'investissement. »

- Axel Funhoff, Elysion Capital

Il faut également mentionner qu'il y a quelques différences entre un fonds d'investissement public et un fonds d'investissement privé. Comme l'a expliqué Thibaut Claes, les buts de ces deux types de fonds diffèrent dans le sens où, pour le public, il s'agit plutôt de dynamiser l'entrepreneuriat et l'activité économique d'une région alors que pour le privé, il s'agit principalement d'obtenir le meilleur ROI, i.e. retour sur investissement, possible.

« Le premier objectif n'est pas tout à fait le même. [...] Quand on investit avec un fonds d'investissement public, ce n'est pas le ROI, le return uniquement. On a un fonds de 60 millions d'euros, notre mission est de ramener au moins les 60 millions alors qu'un VC classique, s'il a 60 millions d'euros, il doit en ramener 180. » - Thibaut Claes, WING

Selon Thibaut Claes, les critères de sélection sont les mêmes mais le degré d'exigence est moins élevé et le processus de sélection et de financement est plus rapide. Cependant, il tient à insister que cela ne veut pas dire, que par la suite, ils demanderont des conditions plus laxistes que les autres investisseurs. D'ailleurs, il affirme même que le fonds public WING est plus exigeant que la plupart des business angels.

« Ce n'est pas parce qu'on est public, qu'on se dit qu'on va investir avec des valorisations plus élevées, qu'on va avoir des clauses plus faibles etc. Si c'est en capital, on le fait aux mêmes conditions que le privé. Après, on voit effectivement que quand c'est avec des business angels, eux sont moins exigeants que nous. La particularité du WING c'est que c'est géré par la SRIW qui est un fonds d'investissement. Et souvent, un fonds d'investissement est plus exigeant qu'un business angel privé. [...] ce qui ressort de plus en plus des avocats, c'est qu'on n'est pas moins exigeant que le privé, pour l'instant, ce qui peut parfois surprendre. [...] Je pense qu'on est plus agressif que les business angels mais un peu moins que des VC. [...] on essaie de ne pas se faire avoir à ce niveau-là pour pas qu'il y ait de la négligence car cela reste de l'argent public. » - Thibaut Claes, WING

Il y a également une certaine connotation négative liée à la caractéristique publique du fonds. D'après Mr Claes, les entrepreneurs agissent différemment lorsqu'il s'agit d'un fonds privé.

« [...] en tant que fonds public, on est un peu vu comme un gentil qui est obligé de dire oui à tout, ce qui est aussi un peu particulier. [...] Le rôle du conseil d'administration est de définir la stratégie donc on y participe, après ce n'est pas pour autant qu'on va nous écouter plus que les autres. J'ai même souvent l'impression qu'on se dit « c'est du public, on va moins les écouter » [...].[...] Par rapport à tous les autres investisseurs, avec les business angels à côté etc, ce n'est pas notre propre argent qu'on a investi, donc il y a déjà cette perception-là qui est différente et puis, il y a la vision un peu de « on est des fonctionnaires ». » - Thibaut, WING

D'ailleurs, cette caractéristique leur cause également d'autres soucis.

«La question la plus compliquée c'est quand la société va moins bien. En tant qu'acteur public qu'est-ce qu'on doit faire ? [...] les gens se disent « allez c'est bon vous êtes là pour soutenir les entrepreneurs, les sociétés donc faites-le ! » Mais d'un autre côté, si on commence à trop mettre d'argent dans les sociétés qui vont mal, on va dire qu'on a mal géré l'argent public. C'est donc un gros dilemme. » - Thibaut Claes, WING

Une autre différence entre les fonds d'investissement et les business angels qui a son importance, est le degré d'implication de l'investisseur par rapport à la startup. Comme dit précédemment, les business angels sont souvent d'anciens entrepreneurs ayant bien réussi et voulant consacrer une partie de leur patrimoine dans des startups ainsi que faire part de leur expérience afin de les aider à se développer. Ainsi, les business angels s'impliquent souvent dans la gestion ou au niveau de la stratégie de l'entreprise. Comme l'a dit Jonathan Schockaert lors de l'interview concernant ses investisseurs, i.e. les business angels, *« ce sont des machines de guerre »*. Cependant, cette forte implication dans l'entreprise peut être aussi bien positive que négative. Dans le cas de ListMinut, les fondateurs ont principalement eu une expérience positive avec leurs investisseurs.

« Ils ont une valeur ajoutée, ils ont une expérience qui est différente de la nôtre. [...] Au niveau du business en règle générale et de comment il faut gérer les affaires, ils s'y connaissent mieux que nous. » - Jonathan Schockaert, ListMinut

Jonathan Schockaert rajoute qu'il a beaucoup de chance avec ses investisseurs car ils challengent leurs idées, font du brainstorming avec eux et les remettent en question afin de s'améliorer mais si les fondateurs ont pris une décision, ils la respectent. Par exemple, les fondateurs de Listminut voulaient s'installer à Paris mais les business angels leur conseillaient plutôt de se rendre sur Anvers et Gand. Ils ont décidé d'aller à Paris, ils ont malheureusement échoué et sont partis sur Anvers et Gand comme conseillé. Cependant, les business angels les ont laissé faire et ont respecté leur décision.

« [...] ce qui est génial c'est qu'à partir du moment où on a pris la décision, on est tous à fonds dedans. Je veux dire que s'ils nous font confiance pour faire cela, on y va et puis on se moque de ce qui a été dit avant. [...] Si vous considérez que c'est la bonne décision pour la société, on y va et on passe à autre chose. » - Jonathan Schockaert, ListMinut

Néanmoins, il peut arriver que cela ne se passe pas aussi bien avec les business angels, qui parfois peuvent s'avérer trop interventionnistes. Comme Mr Guisset l'a soulevé, il arrive que les membres du conseil d'administration ne situent pas toujours bien leur rôle et empiètent sur le rôle du CEO et du management, ce qui peut créer des conflits avec ceux-ci. Concernant les fonds d'investissement, généralement ils donnent moins de leur personne. Au fonds WING, par exemple, étant donné qu'ils ont un portefeuille de 40 entreprises et qu'ils ne sont que trois investment managers, ils ont peu de temps à consacrer aux startups. Cependant, si elles demandent de l'aide, ils n'hésitent pas à mettre la main à la pâte.

« [...] il y a une grosse différence entre si on est en capital ou en prêt. Si on est en capital, comme je l'ai dit, on est au conseil d'administration ou observateur [...] On essaie d'être effectivement plus dans le matchmaking, à la demande. [...] On ne va pas survendre la chose, en disant qu'on change les entreprises des gens, mais, quand on nous demande de l'aide, on les aide. Cependant, on ne le fera pas de manière proactive. »

- Thibaut Claes, Wing

Thibaut Claes ajoute que de plus en plus, ils ne demandent plus à être administrateurs mais observateurs car, selon lui, cela ne change pas grand-chose en pre-seed et seed, étant donné qu'ils n'ont de toute manière peu, voire aucun contrôle sur les entreprises et leur réussite. Néanmoins, il ajoute que leur implication au sein de celles-ci dépend également du montant investi. Selon lui, un investisseur devrait idéalement être chaque semaine en contact avec la startup. Cependant, cela devient compliqué lorsque l'investisseur possède un portefeuille assez rempli. D'après lui, le fait d'être un fonds public aurait également une influence.

«Je crois qu'en tant que fonds d'investissement public, la perception qu'ont les entrepreneurs du fonds est quand même aussi différente dans le sens où ce n'est pas le fonds public qu'ils vont appeler en premier. [...] Je pense qu'on les suit de près, autant que possible et autant qu'ils le veulent. Mais c'est vrai que personnellement, je n'ai pas encore trouvé l'alchimie à ce niveau-là. [...] L'humain est super important dans le VC. Et c'est cela qui est parfois difficile à mettre en place surtout que là [un investment manager chez WING] suit 15 sociétés, [...] ce n'est pas la même chose qu'un business angel qui a 2-3 participations et qui a un peu plus de temps etc. Cela joue aussi.» - Thibaut Claes, WING

De ces interviews, nous pouvons conclure que la relation entre un entrepreneur et un investisseur peut varier selon qu'il s'agisse d'un business angel, d'un venture capitalist ou d'un fonds public. Les business angels seront probablement plus disponibles, présents et impliqués dans l'entreprise, prêts à donner leurs conseils avisés. Néanmoins, bien qu'investir dans les startups ne soit pas leur principale activité, nous pensons qu'il s'agit malgré tout de personnes ayant de l'expérience et des critères et exigences suffisamment élevés par rapport aux stades des entreprises dans lesquelles ils investissent. Il nous paraît ainsi normal que des venture capitalists, intervenant généralement à des stades plus avancés, soient plus rigoureux et exigeants et qu'ils consacrent moins de leur temps aux entreprises, vu le nombre de participations. Enfin, nous concluons également que les fonds publics, bien que leur objectif principal est de dynamiser l'entrepreneuriat, gardent des critères de sélection élevés proches du privé et sont parfois plus exigeants que des business angels. Concernant l'implication dans l'entreprise, cela dépend principalement du nombre de participations, du nombre d'investment managers et de la demande de l'entreprise.

5. Gap de financement en Belgique

Trouver des fonds, comme dit précédemment, n'est pas chose facile. Beaucoup d'entrepreneurs perdent un temps précieux à chercher des investisseurs intéressés et convaincus par leur projet mais il arrive qu'ils n'en trouvent pas. Souvent il s'agit d'une question de timing, d'une mauvaise estimation des besoins, d'un manque de préparation ou encore de mauvais choix par rapport aux personnes interpellées. La question que nous nous posons est donc la suivante : Y aurait-il un gap de financement en Belgique ?

Nous avons posé cette question aux différentes personnes interviewées, entrepreneurs et investisseurs, qui nous ont fait part de leurs opinions et de leurs propres expériences dans le but d'ouvrir à la discussion et de trouver une possible réponse à la question.

5.1. Jonathan Schockaert, ListMinut

Après avoir investi 20.000€ pour lancer et créer la société, puis reçu une bourse de préactivité de 12.000€ pour faire une étude juridique et quelques frais en marketing, les fondateurs de la société ListMinut devaient trouver des fonds rapidement.

« On a cherché un peu partout et en quelques mots, on s'est lancé trop tôt dans la recherche de fonds. Je ne vais pas dire parce que c'était à la mode mais on avait besoin de capitaux. On n'était pas prêt car on n'avait pas les chiffres qui nous permettaient de connaître assez bien notre marché etc et donc on a eu pas mal de portes qui se sont fermées. Cela a pris presque un an avant d'obtenir notre première levée de fonds, ce qui est long. Cela prend énormément de ressources et du temps qu'on ne passe pas sur notre business. On a été au Luxembourg, à Paris et même à Gibraltar pour lever des fonds mais sans succès à ce moment-là. » - Jonathan Schockaert, ListMinut

Ainsi, Jonathan Schockaert nous fait comprendre que le timing est très important pour lever des fonds, qu'il faut se préparer correctement, démontrer la solidité et le potentiel du projet et surtout, que c'est un processus qui peut durer longtemps. Cela peut malheureusement, mener à la fin de l'aventure si la startup ne trouve pas d'investisseurs. Ce fut une année très intense pour ListMinut. Finalement, ils ont pu

trouver du financement en Belgique, grâce à BAN Vlaanderen (n.d.), qui est une plateforme mettant en lien des entrepreneurs et des business angels. C'est en parlant avec différentes personnes, en se créant un réseau qu'ils ont pu s'en sortir. Après avoir fait deux levées de fonds, une à 200.000€ et une autre à 300.000€, ListMinut comptait lever 1 million d'euros pour s'étendre internationalement. Seulement, cela se révélait tout aussi difficile.

« [...] lever 1 million d'euros n'est pas facile. Ce sont des fonds d'investissements donc c'est un autre niveau professionnel. Toutes les discussions qu'on a eues furent un échec et beaucoup de portes se sont fermées. [...] on a rencontré des investisseurs belges avec qui le courant est bien passé [...] ils nous ont dit : « Est-ce que vous avez vraiment besoin de lever ce million d'euros ? » Et on disait : « Oui, on en a besoin pour réaliser tout cela ». [...] « Alors ce que vous faites là c'est payer 100\$ pour en gagner 80, tout le monde sait le faire. » »

- Jonathan Schockaert, ListMinut

Après avoir échangé avec les investisseurs, les fondateurs de ListMinut se sont rendus compte qu'ils avaient eu les yeux plus gros que le ventre et ont revu leurs besoins à la baisse. Ils en ont conclu qu'ils avaient réellement besoin de 850.000€ pour mener à bien leur projet, ce qu'ils reçurent en mai 2017. Pour le moment, ils ont uniquement demandé de l'argent à des business angels et au fonds WING. Néanmoins, à l'avenir, ils se dirigeront en priorité vers les Ventures Capitalists et fonds d'investissement privés afin de lever des sommes plus importantes.

« [...] si on lève des fonds, ce seront des montants plus conséquents. Je pense qu'il y a beaucoup d'argent en Belgique et plus d'investisseurs que de projets ou que de bons projets en tout cas. Ce n'est pas un souci mais cela le devient dans l'avenir et ce sera des montants trop conséquents pour des business angels. Ils ne vont pas mettre des tickets d'un million. »

- Jonathan Schockaert, ListMinut

Ainsi, selon Jonathan Schockaert, il y aurait suffisamment d'investisseurs et d'argent en Belgique. Avoir un bon réseau pourrait aider à trouver du financement mais il faut aussi que le projet soit estimé comme étant intéressant et bon par les investisseurs et que le montant souhaité soit justifié par les besoins de l'entreprise.

5.2. Thibaut Claes, WING

Le WING a lui-même été fondé pour combler un gap de financement dans les phases de pre-seed et de seed. Comme dit précédemment, les entrepreneurs éprouvaient des difficultés à trouver les premiers 50.000€. Ainsi, afin de stimuler l'entrepreneuriat en Wallonie, notamment dans le numérique, la région a décidé de créer le fonds WING qui est géré actuellement par un autre fonds public, la SRIW. Selon Thibaut Claes, il y aurait un gap de financement en Wallonie mais pas spécialement dans le reste de la Belgique étant donné que la Flandre accueille plusieurs fonds et des business angels ayant de plus gros moyens.

«[...] il y a une différence entre les régions.[...] La différence entre un business angel chez BAN Vlaanderen et chez Be Angels est un facteur x3 par personne. » - Thibaut Claes, WING

Ensuite, il ajoute que souvent les entreprises voulant lever des fonds importants y arrivent mais pas spécialement en Belgique et qu'elles les trouvent à l'étranger.

« Si on regarde toutes les sociétés qui sont passées par la SRIW, pour une série A et qui étaient en mesure de la lever, l'ont levé mais pas en Belgique. Donc, une intervention de la SRIW est possible mais les investisseurs sont soit belges, notamment flamands, soit européens. [...] » - Thibaut Claes, WING

5.3. Adrien Roose, Take Eat Easy – Cowboy

Selon Adrien Roose, précédemment CEO de Take Eat Easy et actuellement CEO de Cowboy, il y a en effet un gap de financement en Belgique.

« Il n'y a pas de fonds seed, pas du tout ce qu'il faut. Il n'y a pas suffisamment de business angels. Maintenant que ce soit Amsterdam, Berlin ou encore plus facile, Paris et Londres, c'est à côté. Cela ne devrait pas être une excuse pour un entrepreneur bruxellois d'aller chercher des fonds à Paris, à Londres ou ailleurs. » - Adrien Roose, Cowboy

Sur ce dernier point, il rejoint Thibaut Claes du fonds WING. Si les entrepreneurs ne trouvent pas de fonds en Belgique, il leur est toujours possible d'aller voir ailleurs en Europe, bien que cela ne soit pas toujours facile. Dans leur cas, ils ont souvent reçu des fonds d'investisseurs étrangers. Par exemple, pour Take Eat Easy, deux fonds anglais, appelés DN Capital et Piton Capital, ont investi en plus de Rocket Internet, qui est un fonds allemand. Pour Cowboy, ils ont réussi à faire une levée de fonds avec Index Ventures, qui est un venture capital international localisé à San Francisco et à Londres. Ainsi, il est sûrement possible de trouver des fonds, peu importe le stade dans lequel la startup se trouve mais pas forcément en Belgique.

5.4. Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

Selon Mr de Radzitzky, lancer sa startup en Belgique est facile et difficile à la fois.

« Je pense que ce n'est pas plus difficile qu'ailleurs en Europe et que la Belgique a une très belle scène startups et beaucoup de structures d'accompagnement. [...] il y a énormément de structures d'accompagnement et de fonds publics, ainsi que de subsides [...] »

- Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

Selon lui, il y a beaucoup d'argent en Belgique, il faut juste que les entrepreneurs se motivent, agissent et se battent, même si administrativement cela peut être un travail lourd et conséquent.

« [...] un entrepreneur, il est là pour résoudre des problèmes, c'est son métier de tous les jours et donc s'il n'est pas capable d'un peu trouver son chemin là-dedans etc. alors je ne donne pas cher pour sa peau pour lancer sa startup. » - Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

Cependant, quand bien même il y a beaucoup d'argent en Belgique selon lui, il souligne le fait qu'il est normal que certains projets ne trouvent pas d'investisseurs.

« [...] vous pouvez avoir de très mauvaises idées, de très mauvais business models etc et bon voilà, ceux-là ne trouveront jamais d'argent et cela fait partie du processus naturel de

sélection et c'est tout aussi bien. Il ne faut pas non plus jeter de l'argent à la figure de n'importe quel entrepreneur qui débarque. [...] il n'y a rien de plus facile que de ne pas croire dans une startup parce que, par définition, tout ce qu'on vous raconte, tout ce que l'entrepreneur vous explique, ce sont toutes des hypothèses, il n'y a rien qui est vérifié ou quasi rien. » - Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

Néanmoins, il précise que lever des fonds, que cela soit en Belgique ou en Europe, peut prendre un certain temps ainsi que de nombreuses ressources, parfois au détriment de l'entreprise, ce qui rejoint les propos de Jonathan Schockaert, CEO de ListMinut.

« Maintenant, ceci dit, il y a beaucoup de concurrence, il y a beaucoup d'entrepreneurs, beaucoup de startups, et avant de leur faire confiance etc cela prend du temps et donc il faut savoir que lever de l'argent en Belgique, mais c'est la même chose partout en Europe, cela peut prendre entre 6 et 18, voire 24 mois, cela prend beaucoup de temps. [...] Je pense qu'en tant qu'entrepreneur, ce qui est très frustrant, c'est que non seulement c'est très long en durée mais qu'en plus c'est extrêmement chronophage au quotidien et donc le temps qu'il passe à lever des fonds, il ne le passe pas à développer son business [...] »

- Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

Il ajoute à cela que l'investisseur, voulant vérifier que l'entreprise dans laquelle il aimerait investir se développe favorablement, empêche parfois indirectement l'entrepreneur de la faire croître.

« [...] l'investisseur, lui, veut regarder, il essaie de passer un peu de temps, notamment parce qu'il aimerait bien voir si le business prend. Et évidemment, il ne prend pas parce que l'entrepreneur passe du temps avec lui, à répondre à ses questions et donc c'est un peu un cercle vicieux. » - Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

Ainsi, des plateformes de crowdfunding et d'investissement ont commencé à voir le jour notamment pour répondre à ce problème de financement lié au temps. D'ailleurs, selon lui, le fait que Spreds intervienne dans la phase d'amorçage permet souvent à la startup de sortir de la vallée de la mort, notamment grâce à leur campagne de levée de fonds

mais également grâce à l'engouement créé auprès des investisseurs professionnels et à la visibilité donnée à la startup par la plateforme.

« Le fait que nous participions fait un peu une émulation notamment auprès des investisseurs professionnels. Cela crée de la visibilité pour la société. Cela fait un complément de moyens financiers, qui permet à l'investisseur plus professionnel de se dire « Je ne dois pas mettre un trop gros ticket, je ne dois pas prendre trop de risques dans la société, j'ai quelqu'un d'autre qui met de l'argent. » [...] Lorsqu'une startup se trouve dans la vallée de la mort ou equity gap, ce n'est pas uniquement notre apport financier qui fait qu'elle passe ce gap-là. C'est notamment notre apport financier mais aussi notre présence qui crée un engouement un peu plus grand dans le monde des investisseurs. »

- Charles-Albert de Radzitzky, Spreds

5.5. Axel Funhoff, Elypsion Capital

Selon Mr Axel Funhoff, il y a effectivement un gap de financement en Belgique et trouver du financement n'est pas évident surtout si l'entrepreneur n'a pas les bonnes personnes de contact. Selon lui, avoir un bon réseau en Belgique est la clé.

« Vous savez beaucoup de gens disent que le financement est vraiment facile mais ce n'est pas vrai. Le financement est très facile pour les personnes qui ont les bonnes relations ou pour les personnes qui ont déjà réalisé des choses auparavant. [...] Et oui, la Belgique a un problème par rapport à d'autres pays dans une certaine mesure parce que la Belgique est un pays extrêmement relationnel, vous devez vraiment connaître les gens personnellement. [...] tout se résume à avoir les bonnes relations ou être vraiment très très bon. »

- Axel Funhoff, Elypsion Capital

Il ajoute que cela est plus facile pour une entreprise ayant déjà fait ses preuves sur le marché que pour une startup se lançant tout juste.

« Plus vous êtes loin dans le processus, plus cela devient facile. Si vous avez une entreprise établie, 50 ans, 100 millions de revenus, 10 millions d'EBITDA, aucun problème à se vendre à une très bonne valorisation. Si vous avez une scale-up avec 1 ou 2 millions de revenus,

EBITDA au seuil de rentabilité mais une très bonne proposition, pas de problème pour obtenir du financement. Si vous avez juste une bonne promesse et une bonne idée, et une bonne équipe, alors c'est beaucoup plus difficile. Donc avoir des performances antérieures rend les choses plus faciles. » - Axel Funhoff, Elysion Capital

Par scale-up, Mr Funhoff entend toute entreprise ayant une attraction commerciale, un product market fit, i.e. une preuve que le marché apprécie leur offre et qui peut croître très rapidement.

5.6. Christophe Guisset, Chroma Impact Investment

Mr Christophe Guisset insiste sur le fait que sa position actuelle lui donne une vue moins globale que lorsqu'il dirigeait Be Angels. Selon lui, la possible existence d'un gap de financement reste une éternelle question. Néanmoins, il confie sa conviction qu'il y aurait plus de capitaux en Belgique que de bons dossiers et que, par conséquent, un bon dossier n'éprouverait aucune difficulté à trouver des fonds.

« Quand on est un investisseur, cela reste difficile de trouver des bons dossiers parce qu'il faut tellement de critères. Il faut que ce soit un bon produit, sur un vrai bon marché, avec un bon management, avec aussi un certain potentiel d'exit, avec une valorisation pas trop élevée, il faut que tout soit très bon mais que le prix ne soit pas trop cher. [...] Moi, comme investisseur, je trouvais que c'était difficile de trouver assez de dossiers. »

- Christophe Guisset, Chroma Impact Investment

Ainsi, il tourne la question autrement :

« Est-ce qu'il y a un gap sur le financement ou sur le nombre de projets ? »

De plus, Christophe Guisset rejoint Axel Funhoff sur le fait que le relationnel est important. Que cela soit au temps de BAMS Angels Fund ou actuellement avec Chroma Impact Investment, Mr Guisset est très souvent contacté par des entrepreneurs qui ont entendu parler de lui ou à qui on a conseillé de le contacter. Il ajoute également qu'il arrive à Chroma Impact Investment de demander à d'autres fonds ou connaissances dans le métier quels sont les dossiers qui pourraient être intéressants.

« On crée un gros réseau de relations pour faire des projets dans notre métier de base sinon, pour trouver de bons dossiers, c'est du relationnel. Ce sont des entreprises qui nous trouvent mais même du temps de BAMS Angel Fund, j'étais toujours contacté par quelqu'un à qui on avait dit de me contacter ou parce qu'il m'avait vu dans la presse ou dans les journaux ou la télé ou ce genre de choses. » - Christophe Guisset

5.7 La presse

Dans les journaux, nous retrouvons souvent cette question liée aux scale-ups, qui, selon Jurgen Ingels, sont des entreprises en croissance ayant un chiffre d'affaires de 3 millions d'euros (EY, 2018). Il s'agit ainsi de start-ups entamant une belle croissance et cherchant des fonds assez importants. Selon Claire Munck, CEO de Be Angels, il est délicat pour les entrepreneurs et actuels investisseurs d'aborder un deuxième ou troisième tour de financement (Lovens, 2017, 29 mai). A ce stade, les montants sont parfois trop élevés pour les fonds d'investissement belges et les scales-ups vont souvent les chercher à l'étranger (EY, 2018), ce que regrette le ministre des finances, Mr Johan Van Overtveldt.

Par conséquent, afin de garder ces scale-ups en Belgique, Mr Van Overtveldt aimerait créer un fonds, disposant entre 200 et 400 millions d'euros pour investir dans les fonds de venture capital et leur permettre de soutenir ces scale-ups (De Preter, Sephiha, 2018, 17 janvier). D'autres initiatives ont également été prises, telles que l'élargissement du tax shelter (De Preter et al., 2018, 17 janvier), la création d'un écosystème grâce à l'ASBL Scale-Ups.eu et l'organisation d'un festival pour les scale-ups appelé SuperNova (EY, 2018).

Ainsi, il s'avère qu'un gap de financement existe bel et bien en Belgique pour les entreprises désireuses de lever plusieurs millions d'euros. Néanmoins, il semblerait que plusieurs mesures seraient prises pour combler celui-ci.

5.8 Synthèse et opinion

La question sur l'existence d'un gap de financement reste toujours d'actualité. Trouver des fonds est un parcours semé d'embûches qui peut prendre beaucoup de temps, temps que l'entrepreneur ne consacre pas au développement de son business et qui peut s'avérer coûteux. Selon la majorité des interviewés, il y aurait suffisamment d'argent en Belgique. Néanmoins, certaines personnes estiment qu'il n'y en a pas suffisamment lors des premières étapes de développement. Cela pourrait être dû au fait que le risque et l'incertitude y sont trop importants pour les investisseurs. Ou alors, comme mentionné par Mr Schockaert, Mr Funhoff et Mr Guisset, il faudrait avoir un bon réseau et utiliser son carnet d'adresses pour trouver des fonds. Cependant, un autre point, qui est probablement une raison plus vraisemblable selon nous, fut soulevé : la qualité des projets. Comme l'ont mentionné Mr de Radzitzky et Mr Guisset, certains projets ne sont pas suffisamment bons ou aboutis et, par conséquent, ils ne convainquent pas les investisseurs. Il se peut également que les entrepreneurs n'aient pas assez de crédibilité avec leur projet pour obtenir le montant qu'ils souhaitent lever. Une autre possibilité est que les entrepreneurs ne s'adressent pas aux bonnes personnes aux bons moments. Comme nous l'avons expliqué précédemment, il existe différentes sources de financement disponibles en fonction des stades de développement des startups. Ainsi, il serait peu utile de s'adresser à un venture capitalist alors que la startup est encore en pleine phase de développement, sans un prototype concret, sans une belle équipe ayant de l'expérience ni quelques partenaires ou validations par le marché pour donner de la consistance et de la crédibilité au projet. Par conséquent, la question soulevée par Mr Guisset est fort intéressante. Y a-t-il, en Belgique, un manque de financement ou un manque de bons projets ? Malheureusement, nous n'avons pas trouvé de réponse à donner. Néanmoins, nous rejoignons Mr Claes et Mr Roose et pensons que les frontières de la Belgique ne devraient pas empêcher un entrepreneur de trouver des fonds ailleurs, par exemple en Europe. Il faut cependant reconnaître que la Belgique essaie de trouver des solutions pour combler les possibles gaps de financement et garder les entreprises dans le pays, par exemple en créant un fonds public pour dynamiser l'entrepreneuriat et aider les entreprises à démarrer ou en créant un fonds pouvant investir dans d'autres fonds d'investissement afin de soutenir les scale-ups.

6. Conclusion

Lancer une startup est une aventure remplie d'obstacles dont un concerne le financement. Nous avons ainsi décidé d'analyser les différentes méthodes de financement disponibles aux startups en fonction des stades de développement de celles-ci. Lorsqu'un entrepreneur souhaite lever des fonds, il est important de s'adresser aux bonnes personnes au bon moment mais aussi de bien prendre en compte les avantages et inconvénients de chaque méthode de financement. Plus la startup évolue et croît, plus les montants investis dans celle-ci deviennent élevés. Par conséquent, l'entrepreneur se doit de contacter les investisseurs capables de répondre à sa demande mais aussi de les convaincre et de les rassurer.

Cela nous amène au deuxième aspect que nous voulions analyser : la relation entre investisseurs et entrepreneurs. La littérature nous réfère principalement à deux problèmes pouvant survenir dans la relation, qui sont l'asymétrie d'information avec l'*adverse selection* et le problème d'agence avec le *moral hazard*. Afin de réduire et d'éviter ces problèmes, des méthodes et clauses ont été établies et mises en place. A l'aide des interviews que nous avons menées, nous avons pu confirmer l'existence de ces deux problèmes ainsi que l'utilisation des méthodes et clauses pour remédier à ceux-ci. Les interviewés ont, par ailleurs, affirmé que certaines clauses étaient considérées comme standard et que l'absence de celles-ci pouvaient présenter un deal-breaker. Néanmoins, d'autres, bien qu'inclues dans les contrats, ne sont pas toujours appliquées. Ainsi, nous en concluons qu'elles protègent bel et bien les investisseurs, principalement en dissuadant l'entrepreneur et en l'avertissant des conséquences que pourraient avoir certains de ses actes.

Ses interviews nous ont également permis de soulever d'autres problèmes, telles que la communication avec les investisseurs, le management qui n'est pas toujours apte à gérer une jeune entreprise et la valorisation d'une startup. Ce problème de communication peut s'avérer très problématique et créer des conflits entre entrepreneurs et investisseurs. De là, peuvent émaner des problèmes d'asymétrie d'information plongeant l'investisseur dans le doute et la méfiance. Il paraît alors crucial pour les entrepreneurs d'établir une relation de confiance avec les investisseurs et d'être le plus

transparent possible avec ceux-ci, quand bien même les nouvelles ne sont pas toujours bonnes. Selon nous, il est préférable d'aborder ces problèmes avec les investisseurs que de les cacher ou de les embellir. Ainsi, nous conseillons aux entrepreneurs de confier aux investisseurs les informations dont ils doivent être tenus au courant et de se tourner vers eux quand ils sont face à certains problèmes car ils sont également là pour conseiller les startups et les aider à croître. Par conséquent, ils ne doivent pas être uniquement vus comme des machines à sous mais comme des partenaires voulant la réussite de la société.

De nos interviews, nous avons relevé que cette relation entre entrepreneurs et investisseurs pouvait varier selon le type d'investisseurs. En effet, il semblerait que les business angels consacraient plus de leur temps aux entreprises, prêts à les conseiller et à les aider tandis que les venture capitalists et les fonds publics seraient moins disponibles, notamment à cause de l'étendue de leur portefeuille. Néanmoins, cette implication de la part des investisseurs pourrait dans certains cas être trop présente et interventionniste. Ainsi, il conviendrait de trouver le juste équilibre et de bien positionner son rôle par rapport à la société. Concernant les critères de sélection et les exigences, les venture capitalists seraient les plus sévères, suivi par les fonds publics et ensuite par les business angels.

Nous avons décidé de terminer ce mémoire sur une dernière question portant sur l'existence d'un possible gap de financement en Belgique. Il arrive que les entrepreneurs ne trouvent pas de fonds ou d'investisseurs pour financer leur projet. Cette question fut abordée dans le but d'ouvrir la discussion, de recueillir les avis de nos interviewés et de conduire à de futures recherches. Nous n'avons cependant, pas trouvé de réponse à cette question. Néanmoins, cela a permis de soulever quelques hypothèses, telles que le manque de projets de qualité, les risques trop élevés en début d'aventure, l'importance d'avoir un bon réseau, ... et de mettre en avant la volonté de la Belgique de trouver des solutions pour combler les gaps de financement et aider les entreprises à se développer.

Comme mentionné précédemment, nous avons interviewé sept personnes qui nous ont permis de confronter la théorie à la réalité et d'obtenir un aperçu de cette réalité. Néanmoins, bien que ces personnes aient des positions et emplois différents, il convient

de garder un esprit critique dû au nombre d'interviews. Malheureusement, dans le cadre de ce mémoire, nous n'avons pas eu l'occasion d'interviewer plus de personnes du métier, telles que des venture capitalists et business angels. Cela aurait permis d'obtenir une vue plus complète du terrain. Aussi, nous avons dû parfois limiter nos recherches. En effet, nous avons parlé des principales sources de financement et n'avons abordé que certaines aides publiques disponibles en Wallonie. Ensuite, nous avons parlé des deux principaux problèmes survenant dans la relation entrepreneurs et investisseurs mais il en existe d'autres comme nous l'avons relevé de nos interviews.

Finalement, nous avons pensé à d'autres pistes pouvant conduire à de futures recherches. Par exemple, il serait intéressant d'interviewer un plus grand nombre d'entrepreneurs afin d'obtenir leur vision sur la relation qu'ils entretiennent avec les investisseurs et de comprendre comment eux perçoivent les choses. Il serait également intéressant d'analyser le pouvoir de négociation de l'entrepreneur face à celui de l'investisseur et de découvrir comment il pourrait augmenter celui-ci ou se protéger de certaines décisions prises par les investisseurs. Enfin, une analyse sur le nombre de bons projets par rapport aux capitaux disponibles en Belgique pourrait peut-être répondre à notre question abordée précédemment dans le chapitre 5.

7. Bibliographie

- Agence pour l'Entreprise & l'Innovation (2017a). *Les chèques-entreprises*. En ligne sur <https://infos-entreprises.be/new-home/creer/aides-et-soutiens/aides-financieres/les-cheques-entreprises/>, consulté le 22 janvier 2018.
- Agence pour l'Entreprise & l'Innovation (2017b). *Des incitants financiers pour vous soutenir dans vos projets d'économie circulaire*. En ligne sur <https://infos-entreprises.be/new-home/creer/aides-et-soutiens/aides-financieres/des-incitants-financiers-pour-vous-soutenir-dans-vos-projets-deconomie-circulaire/>, consulté le 22 janvier 2018.
- Agence pour l'Entreprise & l'Innovation (2017c). *Bénéficiaire d'aides à la recherche et développement*. En ligne sur <https://infos-entreprises.be/new-home/developper/investir-en-rd-et-innover/aides-recherche-et-developpement/>, consulté le 22 janvier 2018.
- Agence pour l'Entreprise & l'Innovation (2017d). *Financement*. En ligne sur <https://infos-entreprises.be/new-home/creer/aides-et-soutiens/aides-financieres/financement/>, consulté le 22 janvier 2018.
- Agence pour l'Entreprise & l'Innovation (n.d.). *Bourse préactivité*. En ligne sur <http://www.aidesdirectes.be/bourse-preactivite/index.html>, consulté le 22 janvier 2018.
- Akerlof, G.A. (1970). The Market for « Lemons » : Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Amit, R., Brander, J., & Zott, C. (1998). Why do venture capital firms exist ? Theory and Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, 13(6), 441-466.
- Antonczyk, R.C., & Salzmann, A.J. (2012). Venture Capital and risk perception. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 82(4), 389-416.
- BAN Vlaanderen (n.d.). *Wie we zijn*. En ligne sur <https://www.ban.be/over-ban>, consulté le 1^{er} mai 2018.
- Be Angels (2013). *Profit et rôle du business angel*. En ligne sur <http://www.beangels.eu/investir/profil-et-role-du-business-angel/>, consulté le 14 mars 2018.
- Bean, L.A. (2008). Mezzanine Financing : Is It For You ? *Corporate Accounting & Finance*, 19(2), 33-35.
- Bergemann, D., & Hege, U. (1998). Venture capital financing, moral hazard and learning. *Journal of Banking & Finance*, 22(6-8), 703-735.
- Bhide, A. (1992). Bootstrap Finance : The Art of Start-ups. *Harvard Business Review*, 70(6), 109-117. En ligne sur <https://hbr.org/1992/11/bootstrap-finance-the-art-of-start-ups>, consulté le 24 janvier 2018.
- Binck.fr (2013). *Comprendre la Bourse : L'introduction en Bourse*. En ligne sur <https://www.binck.fr/formations/espace-bourse-pratique/l-introduction-en-bourse>, consulté le 20 janvier 2018.
- Bizcover (2016, 2 septembre). *Les opportunités d'une collaboration avec un business angel*. En ligne sur https://bizcover.bnpparibasfortis.be/on-en-parle/entrepreneuriat/les-opportunites-d-une-collaboration-avec-un-business-angel?ns_campaign=C3002S6201P5720F1109A0000M27B0&SOURCETAG=C3002S6201P5720F1109A0000M27B0, consulté le 14 mars 2018.
- Bizcover (2016, 7 septembre). *Les subsides : un réel coup de pouce ?*. En Ligne sur

- <https://bizcover.bnpparibasfortis.be/fr/on-en-parle/economie/les-subsides-un-reel-coup-de-pouce>, consulté le 14 mars 2018.
- Brussels Beer Project (n.d.). *Beer for Life : des bières, tous les ans, à vie !*. En ligne sur <http://www.beerproject.be/fr/pages/2091-beer-for-life-des-bieres-tous-les-ans-a-vie>, consulté le 24 janvier 2018.
- Burchardt, J., Hommel, U., Kamuriwo, D.S., & Billitteri, C. (2016). Venture Capital Contracting in Theory and Practice : Implications for Entrepreneurship Research. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 40(1), 25-48.
- Business Angels Europe (2013). *BAE's statement on Business Angels and Equity Crowdfunding*. En ligne sur <http://www.businessangelseurope.com/news/Pagine/BAE%27s-statement-on-Business-Angels-and-Equity-Crowdfunding.aspx>, consulté le 22 janvier 2018.
- Carmin Capital (2017). *Les stades de développement d'une entreprise*. En ligne sur <https://carmincapital.com/faq-items/les-stades-de-developpement-dune-entreprise/>, consulté le 16 avril 2018.
- Christensen, E., Wuebker, R., & Wüstenhagen, R. (2009). Of acting principals and principal agents : goal incongruence in the venture capitalist-entrepreneur relationship. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 7(3), 367-388.
- Contributor (2012, 7 avril). *Everything you wanted to know about convertible note seed financings (but were afraid to ask)*. En ligne sur <https://techcrunch.com/2012/04/07/convertible-note-seed-financings/>, consulté le 19 juillet 2018.
- Denis, D.J. (2004). Entrepreneurial Finance : An Overview of the Issues and Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 10(2), 301-326.
- De Preter, W., & Sephiha, M. (2018, 17 janvier). *Des centaines de millions d'euros pour nos entreprises en croissance*. En ligne sur <https://www.lecho.be/dossier/startups/des-centaines-de-millions-d-euros-pour-nos-entreprises-en-croissance/9972762.html>, consulté le 4 août 2018.
- Elitzur, R., & Gaviols, A. (2003). Contracting, signaling, and moral hazard : a model of entrepreneurs, « angels », and venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 709-725.
- Euronext (2018). *Les warrants*. En ligne sur <https://www.bourse.be/centre-d-apprentissage/les-warrants>, consulté le 19 janvier 2018.
- EY (2018). *De la start-up à la scale-up*. En ligne sur <https://www.ey.com/be/en/newsroom/pr-activities/ey-impulse-fr-mrt-2018-de-la-start-up-a-la-scale-up>, consulté le 4 août 2018.
- Finance de marché (2018a). *Dette Mezzanine*. En ligne sur <http://financedemarche.fr/definition/dette-mezzanine>, consulté le 19 janvier 2018.
- Finance de marché (2018b). *Qu'est-ce qu'une Obligation Convertible (Convertible Bond) ? Définition et Fonctionnement*. En ligne sur <http://financedemarche.fr/finance/quest-ce-quune-obligation-convertible-convertible-bond-definition-fonctionnement>, consulté le 19 juillet 2018.
- Financial Times Lexicon (n.d.). *Definition of convertible note*. En ligne sur <http://lexicon.ft.com/Term?term=convertible-note>, consulté le 19 juillet 2018.
- FundersClub (2018). *What is a convertible note*. En ligne sur <https://fundersclub.com/learn/convertible-notes/convertible-notes-overview/what-is-convertible-note/>, consulté le 19 juillet 2018.

- Grégoire, P. (2017). *Entrepreneurial Finance*. LLSMS2014. Document non publié, Louvain School of Management - Université Catholique de Louvain, Louvain-La-Neuve.
- Hellmann, T. (1998). The allocation of control rights in venture capital contracts. *The Rand Journal of Economics*, 29(1), 57-76.
- Hellmann, T., & Puri, M. (2000). The Interaction between Product Market and Financing Strategy : The Role of Venture Capital. *The Review of Financial Studies*, 13(4), 959-984.
- Holmström, B. (1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74-91.
- Investopedia (2018a). *Funding Gap*. En ligne sur <https://www.investopedia.com/terms/f/funding-gap.asp>, consulté le 24 avril 2018.
- Investopedia (2018b). *Preferred Stock*. En ligne sur <https://www.investopedia.com/terms/p/preferredstock.asp>, consulté le 19 janvier 2018.
- Investopedia (2018c). *Convertible Preferred Stock*. En ligne sur <https://www.investopedia.com/terms/c/convertiblepreferredstock.asp>, consulté le 19 janvier 2018.
- Investopedia (2018d). *Leveraged Buyout – LBO*. En ligne sur <https://www.investopedia.com/terms/l/leveragedbuyout.asp>, consulté 20 janvier 2018.
- Investopedia (2018e). *Preemptive Right*. En ligne sur <https://www.investopedia.com/terms/p/preemptiveright.asp>, consulté le 26 janvier 2018.
- Investopedia (2018f). *Vesting*. En ligne sur <https://www.investopedia.com/terms/v/vesting.asp>, consulté le 30 janvier 2018.
- Janssen, F., Jacquemin, A., & Wuillaume, A. (2017, 4 mars). Crowdfunder? Une histoire de mots. *La Libre*, 11.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm : Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2001). Venture Capitalists as Principals : Contracting, Screening, and Monitoring. *American Economic Review*, 91(2), 426-430.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2003). Financial Contracting Theory Meets the Real World : an Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies*, 70(2), 281-315.
- Kaplan, S. N., & Strömberg, P. (2004). Characteristics, Contracts, and Actions : Evidence from Venture Capitalist Analyses. *The Journal of Finance*, 59(5), 2177-2210.
- Kim, J.H., Wagman, L. (2016). Early-stage entrepreneurial financing ; A signalling perspective. *Journal of Banking & Finance* 67(6), 12-22.
- Klacmer Calopa, M., Horvat, J., & Lalic, M. (2014). Analysis of financing sources for start-up companies. *Management*, 19(2), 19-44.
- Kollmann, T., Stöckmann, C., Hensellek, S., & Kensbock, J. (2016). *European Startup Monitor*. En ligne sur <http://europeanstartupmonitor.com/esm/esm-2016/>, consulté le 25 février 2018.
- Lerner, J. (1994). The Syndication of Venture Capital Investments. *Financial Management*, 23(3), 16-27.
- Les Echos (2017a). *Dettes subordonnées*. En ligne sur <https://www.lesechos.fr/finance->

- marches/vernimmen/definition_dette-subordonnee.html, consulté le 13 mars 2018.
- Les Echos (2017b). *Clause antidilution*. En ligne sur https://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_clause-antidilution.html, consulté le 30 janvier 2018.
- Les Echos (2018). *Clauses de sauvegarde ou covenants*. En ligne sur https://www.lesechos.fr/finance-marches/vernimmen/definition_clauses-de-sauvegarde-ou-covenants.html#xtor=SEC-3168, consulté le 10 juillet 2018.
- Look&Fin (n.d.). *Crowdlending*. En ligne sur <https://www.lookandfin.com/fr/crowdlending/crowdlending>, consulté le 24 janvier 2018.
- Lovens, P.F., (2017, 29 mai). *Be Angels va accélérer ses start-ups grâce à un nouveau fonds d'investissement de 2,5 millions d'euros*. En ligne sur <http://www.lalibre.be/economie/digital/be-angels-va-acceler-er-ses-start-up-grace-a-un-nouveau-fonds-d-investissement-de-2-5-millions-d-euros-592c4b7ecd700225431cb8e9>, consulté le 4 août 2018.
- Maleki, A. (2015). Entrepreneurial Finance: A Review of the Domain. *Journal of Entrepreneurship, Business and Economics*, 3(2), 110–120.
- Manigart, S., & Witmeur, O. (2014). *Guide du Venture Capital en Belgique*. En ligne sur <http://www.bva.be/wp-content/uploads/2014/12/Venture-Capital-Belgium-FR.pdf>, consulté le 09 mars 2018.
- 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.
- MyMicroInvest (n.d.). *MyMicroInvest est une plateforme leader du crowdfunding en Europe*. En ligne sur <https://www.mymicroinvest.com/fr/about>, consulté le 24 janvier 2018.
- NCP Wallonie (2018). *Partenaires de vos ambitieux européennes*. En ligne sur <http://www.ncpwallonie.be/fr/ncp-wallonie>, consulté le 22 janvier 2018.
- Nofsinger, J.R., & Wang, W. (2011). Determinants of start-up firm external financing worldwide. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2282–2294.
- Novallia (n.d.). *Easy'up c'est quoi?*. En ligne sur <http://www.novallia.be/financer-mon-projet-innovant/easyup-cest-quoi>, consulté le 22 janvier 2018.
- OECD (2017). *Entrepreneurship at a Glance 2017*. Paris : OECD Publishing. En ligne sur http://www.oecd-ilibrary.org/employment/entrepreneurship-at-a-glance-2017_entrepreneur_aag-2017-en, consulté le 18 janvier 2018.
- Prêt coup de pouce (n.d.). *Le prêt coup de pouce : vos proche (s) investissent*. En ligne sur <http://www.pretcoupdepouce.be/qu-est-ce-c-est>, consulté le 22 janvier 2018.
- Ready, K. (2012). *A startup conversation with Steve Blank*. En ligne sur <https://www.forbes.com/sites/kevinready/2012/08/28/a-startup-conversation-with-steve-blank/#7f423bf0dbaa>, consulté le 25 février 2018, mis à jour le 28 août 2012 à 11h04.
- Reid, G.C., Terry, N.G., & Smith, J.A. (1997). Risk Management in Venture Capital Investor-Investee Relations. *The European Journal of Finance, Taylor & Francis Journals*, 3(1), 27–27.
- Ross, S.A. (1973). The Economic Theory of Agency : The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134–139.
- Sahlman, W. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473–521.

- Shane, S., & Cable, D. (2002). Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures. *Management Science*, 48(3), 364-381.
- Smith, R. (2016). Why Every Startup Should Bootstrap. En ligne sur *Harvard Business Review* : <https://hbr.org/2016/03/why-every-startup-should-bootstrap>, consulté le 24 janvier 2018.
- Smith, J. K., Smith, R. L., & Bliss, R. T. (2011). *Entrepreneurial Finance : strategy, valuation and deal structure*. Stanford (California) : Stanford Economics and Finance.
- Société Régionale d'Investissement de Wallonie (2018). *Quel est votre projet?*. En ligne sur <http://www.sriw.be/fr/votre-projet>, consulté le 22 janvier 2018.
- Solwafin (2018). *Notre mission*. En ligne sur http://www.sowalfin.be/sowalfin/sowalfin_fr/notre-mission/index.html, consulté le 22 janvier 2018.
- Spreds (2018a). *Spreds est une plateforme leader du crowdfunding en Europe*. En ligne sur <https://www.spreds.com/fr/about>, consulté le 20 avril 2018.
- Spreds (2018b). *Tracers : créez-vous un portefeuille en investissant dans plusieurs startups*. En ligne sur <https://www.spreds.com/fr/tracers>, consulté le 17 mai 2018.
- Spreds (n.d.). *Réduisez vos impôts en investissant dans des start-up*. E-book en ligne sur <https://www.spreds.com/fr/tax-shelter>, consulté le 20 avril 2018.
- Trends-Tendances (2013). *Comment réussir son "management buyout"?*. En ligne sur <http://trends.levif.be/economie/entreprises/comment-reussir-son-management-buy-out/article-normal-173657.html>, consulté le 20 janvier 2018, mis-à-jour le 24 juin 2013 à 10h18.
- UNIZO, Graydon Belgium, & UCM (2018). *2018, Atlas du créateur*. En ligne sur <https://graydon.be/fr/downloads/report-atlas-du-createur-2018>, consulté le 24 avril 2018.
- Van Rompay, E. (2017). *Comment éviter la vallée de la mort pour ma startup !*. En ligne sur <https://www.forbes.fr/entrepreneurs/comment-eviter-la-vallee-de-la-mort-pour-ma-start-up/>, consulté le 24 avril 2018.
- Wallonie Design (n.d.). *Nest'up*. En ligne sur http://www.walloniedesign.be/nest-up_aides_14.html, consulté le 24 avril 2018.
- Wang, L., Zhou, F. & An, Y. (2017). Determinants of control structure choice between entrepreneurs and investors in venture capital-backed startups. *Economic Modelling*, 63(2017), 215-225.
- WING (2016a). *Mission*. En ligne sur <http://www.wing-digitalwallonia.be/a-propos/mission.htm?lng=fr>, consulté le 28 février 2018.
- WING (2016b). *Votre Financement*. En ligne sur <http://www.wing-digitalwallonia.be/votre-financement.htm?lng=fr>, consulté le 28 février 2018.
- Witt, P., & Brachtendorf, G. (2006). Staged financing of start-ups. *Financial Markets and Portfolio Management*, 20(2), 185-203.
- Zider, B. (1998). How Venture Capital Works. *Harvard Business Review*. 76(6), 131-139. En ligne sur <https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>, consulté le 10 juillet 2018.

