



HAL
open science

Les relations entre investisseurs

Stéphane Koffel, Jonathan Labbé

► **To cite this version:**

Stéphane Koffel, Jonathan Labbé. Les relations entre investisseurs. Congrès RRI – VIII Forum innovation “ Les nouveaux modes d’organisation des processus d’innovation ”, Université de Montpellier; Institut Universitaire de Technologie de Nîmes; Réseau de Recherche sur l’Innovation, Jun 2018, Nîmes, France. hal-03556014

HAL Id: hal-03556014

<https://hal.science/hal-03556014v1>

Submitted on 3 Feb 2022

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L’archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d’enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Les relations entre investisseurs : Un premier pas vers l'innovation ?

Cet article vise à étudier les relations entre investisseurs dans les nouveaux modes de financements tels que le financement par Capital-Investissement ou par Equity-Crowdfunding. La littérature identifie une variété d'investisseurs et « d'entrepreneurs qui peuvent influencer le degré et la nature de l'innovation » (Wright, 2017). Si les principales études concernent la relation investisseurs/dirigeants (Charreaux et Desbrières, 1998 ; Dubocage, 2016 ; Stévenot-Guéry, 2006), les relations entre investisseurs restent peu étudiées et présentent un caractère original. Pour cela nous proposons au travers d'une méthodologie qualitative de conduire des entretiens semi-directifs auprès de différents types d'investisseurs en France. Les interactions entre investisseurs pourraient permettre la création de ressources financières et cognitives accordant un avantage compétitif durable à l'entreprise financée.

This study examines investors' relationships in new ways of innovation funding as Venture Capital or Equity Crowdfunding. The literature recognizes a variety of investors and "ownerships who may influence the extent and nature of innovation" (Wright, 2017). If most of the studies relate to relationships between investors/ownerships (Charreaux et Desbrières, 1998; Dubocage, 2016; Stévenot-Guéry, 2005; 2006), investors' relationships remain few studied and present original aspects to examine. For this purpose, we use a qualitative approach and semi-structured interviews conducted with different types of investors in France. Interactions between investors may highlight the creation of financial and cognitive resources given a sustainable and competitive advantage to the funded company.

Mots clés : Capital-investissement, Business Angels, Crowdfunding, Innovation, Gouvernance.

Classification JEL : G23, G24, G32, G39.

Stéphane KOFFEL.

Doctorant en Sciences de Gestion.

Laboratoire CEREFIGE – EA3942

Université de Lorraine.

Stéphane.koffel@univ-lorraine.fr

Jonathan LABBE.

Doctorant en Sciences de Gestion.

Laboratoire CEREFIGE – EA3942

Université de Lorraine.

Jonathan.labbe@univ-lorraine.fr

Introduction :

Les véhicules et modèles bancaires traditionnels ne permettent pas de financer la totalité des projets des P.M.E. ou d'investir dans l'ensemble des programmes d'innovation des Start-ups. Pour « combler » ces besoins financiers, les nouveaux modes de financements sont souvent préférés par les entrepreneurs. De nombreuses études identifient et comparent trois principaux « contributeurs » au « seed capital » (Stéphany, 2015) : Les Capital-Investisseurs (C.I.), Business Angels (B.A.), et plateformes d'Equity Crowdfunding (ECF) (Cf. Tableau 1 en annexes). Ils possèdent des spécificités propres à leurs métiers qui permettent de les qualifier à la fois d'acteurs « indépendants », « collaboratifs » et/ou « participatifs ».

Le principal intermédiaire du financement de l'innovation est le Capital-Investissement. Il se définit comme « un investissement à long terme, réalisé par des professionnels dans les fonds propres de firmes nouvelles en contrepartie d'un gain en capital aléatoire ou d'un rendement en dividende » (Wright, 2002). Avec 16,5 milliards de fonds levés en 2017 (France Invest), la France se situe parmi les « leaders » de cette industrie en Europe. Les investissements y sont réalisés par des acteurs publics, privés ou en syndication à un niveau local, régional, national et international. Cette diversité de capital-investisseurs et son développement s'est effectué grâce à l'impulsion du gouvernement et sous une logique d'innovation (Stévenot-Guéry, 2005). L'étude de ce pays présente un intérêt particulier où les disparités entre C.I. peuvent être à l'origine d'effets directs ou indirects sur l'innovation.

D'autres acteurs ont une importance majeure dans le financement des entreprises innovantes : ce sont les Business Angels. Un B.A. « c'est une personne physique qui investit une partie de son patrimoine personnel directement dans une entreprise souvent en phase d'amorçage. Elle met fréquemment à la disposition de l'entrepreneur ses compétences, son expérience et son réseau relationnel. Elle n'a pas de liens familiaux avec le (s) créateur(s)-dirigeant(s) de cette entreprise » (Certhoux et Zenou, 2006). Moins nombreux que dans les pays Anglo-saxons, la France compte environ 4500 B.A. actifs (France Angels) pour 43 Millions d'euros investis en 2016. L'indépendance, l'expérience et le financement de ces investisseurs lui confèrent un rôle « central » dans les relations avec les capital-investisseurs et les plateformes d'E.C.F.

Le Crowdfunding (CF) est le mode de financement le plus récent apparu au milieu des années 2000. Ce terme est dérivé de la notion de Crowdsourcing, défini par Jeff Howe et Mark Robinson dans un article publié en 2006 dans Wired Magazine intitulé « The rise of crowdsourcing ». Le CF peut être vu comme le financement de projet par la foule (« the crowd »). Différentes formes de CF se sont développées. Parmi celles-ci, l'Equity-Crowdfunding (ECF) vise à regrouper ensemble des entrepreneurs et des investisseurs potentiels au sein d'une plateforme internet de CF, en vue d'aider au financement d'une entreprise. Les investisseurs, aussi appelés contributeurs, qui ont investi dans un projet deviennent actionnaires de l'entreprise ainsi financée. Cette forme semble particulièrement

adaptée au financement des entreprises de type start-ups. Le montant des financements investis en E.C.F représente 68,6 millions d'euros en France en 2016.

La littérature tente de comprendre comment le financement des entreprises et les relations entre « actionnaires et dirigeants peuvent influencer le degré et la nature de l'innovation » (Wright, 2017). Toutefois, les relations et des interactions entre « investisseurs » et ses effets sur l'innovation des entreprises restent une question peu étudiée. Cet article ne cherche pas uniquement à caractériser le rôle et la dynamique des gouvernances entre acteurs mais il vise à comprendre :

Quels sont les enjeux des relations entre investisseurs en ce qui concerne la création de ressources cognitives et leurs effets sur l'innovation des entreprises ?

Nous proposons d'utiliser dans cet article, une approche basée sur les ressources (Resource based-view) pour souligner l'importance des effets sur l'innovation issus des relations entre investisseurs. Cette recherche présente un aspect original par l'utilisation d'une méthodologie qualitative et la réalisation d'entretiens semi-directifs conduits en France. Dans cet article, l'étude de la dynamique des rôles et des relations entre différents « contributeurs » peut constituer un apport d'un point de vue managérial, de gouvernance des entreprises mais aussi pour la littérature existante. Dans un premier temps, une revue de la littérature présentera l'étude de la gouvernance des entreprises financées par C.I., B.A. et ECF. Puis nous exposerons les choix de l'utilisation d'une méthodologie qualitative. Enfin nous présenterons l'ensemble des résultats obtenus lors des entretiens.

1. Analyse des entreprises financées par Capital-Investissement, Business Angels et Equity-Crowdfunding dans la littérature : une dynamique de la gouvernance du financement de l'innovation.

Au sein de la littérature les études concernant le financement de l'innovation des entreprises permettent d'observer une dynamique des gouvernances entre les différents acteurs et leurs rôles joués auprès des dirigeants. Une revue des recherches qui s'intéressent aux dimensions disciplinaires et aux théories cognitives de la gouvernance des entreprises financées par C.I., B.A. et ECF vont mettre en évidence les spécificités de chacun de ces investisseurs (1.1). Cependant, les fondements des conditions de la coopération entre investisseurs et dirigeants ne sont peut-être pas similaires aux relations entre investisseurs (1.2). Dans ce cadre, l'importance des ressources apportées à l'entreprise et à son dirigeant peut être reconsidérée par l'étude de la dynamique des rôles joués par les investisseurs au travers de leurs interactions (2). Tout comme pour la relation investisseurs-dirigeants nous pouvons supposer que la force du lien qui se définit selon Granovetter (1973) « comme étant une combinaison de quantité de temps, d'intensité, d'intimité émotionnelle et des services réciproques » caractérise la relation entre investisseurs. Cette situation permettrait de prendre en compte le rôle cognitif des investisseurs et d'analyser l'entreprise comme « un répertoire de connaissances » (Charreaux, 2002).

1.1. Du cadre disciplinaire à une gouvernance élargie aux théories cognitives :

La littérature identifie plusieurs conditions de la relation entre investisseurs et dirigeants. Elles peuvent s'établir à différents « moments clés » situés en amont des financements, durant les phases d'investissements ou d'accompagnements. La sélection de projet est l'une d'entre elles. Pour les entreprises innovantes cette phase représente une situation caractéristique non seulement liée au risque mais à l'évaluation de l'incertain (Knight, 1921). Pour Berle et Means (1932), cette fonction d'assomption du risque est l'unique rôle supporté par les investisseurs. Cependant, cette vision traditionnelle de la gouvernance « occulte le rôle cognitif des actionnaires » (Charreaux, 2002). Cette étape pourrait constituer une première phase de la relation entre investisseurs où les échanges cognitifs permettraient de diminuer les risques liés à l'incertitude.

Dans l'étude de la relation investisseur-dirigeant la littérature tend à montrer des différences et des similitudes entre B.A., C.I. et ECF. Par exemple, le Business Angel va adopter une attitude intuitive pour la sélection du projet et une relation « proche » de l'entrepreneur lors de son accompagnement. Alors que des processus structurés et formalisés (Due diligence) et l'utilisation d'un comportement professionnel seront mis en place par le C.I. (Bonnet et Wirtz, 2011) et l'ECF. Ces nuances peuvent également s'expliquer par la volonté du dirigeant qui souhaite faire appel à l'expérience et l'expertise technique ou technologique du B.A. Pour Certoux et Zenou (2006), « le modèle de gouvernance des C.I. peut s'appliquer aux B.A. à des degrés divers ». Nous pouvons retrouver chez ces acteurs des compétences managériales ou organisationnelles similaires (Certoux et Zenou, 2006). Néanmoins quand les C.I. et B.A. peuvent avoir une logique d'investissement locale ou régionale, l'E.C.F., offre une vision « plus élargie ». De manière générale, la position commune adoptée par ces trois acteurs concerne la démarche de financement centrée sur la performance (Stéphany, 2015). Cette phase d'ouverture du capital est créatrice de la relation d'agence où la structure « optimale » de l'entreprise doit permettre de diminuer les coûts d'agence liés à l'asymétrie d'information et aux conflits d'intérêts (Jensen et Meckling, 1976). Ces différents investisseurs vont donc mettre en place des mécanismes disciplinaires dans le but de contrôler l'action du dirigeant.

Les théories cognitives de la gouvernance (Charreaux, 2002) proposent une vision complémentaire de cette démarche où l'enjeu est la création de connaissances à la base de l'innovation et de nouvelles opportunités d'investissement (Desbrières, 2005). Par exemple dans sa relation avec le dirigeant, le B.A. va être fortement impliqué et va favoriser le sentiment de « confiance » et le partage des compétences. En ce qui concerne les C.I., le recours au financement et « au processus contractuel de la syndication rend également possible le processus d'apprentissage et d'échange d'informations » (Ferrary, 2006). Pour l'ECF, la mise en relation du dirigeant avec la plateforme participative va constituer une première étape « d'échanges d'informations ». Ainsi certaines études identifient la relation C.I. - dirigeant comme une perspective cognitive de la gouvernance qui vise à limiter les conflits cognitifs et à maximiser la création de valeur grâce à « l'alignement des modèles cognitifs des acteurs » (Stévenot-Guéry, 2007).

Toutefois, cette phase peut présenter des différences avec le financement par ECF, en particulier quand les investissements sont effectués par la foule, moins spécialisée et où la dimension financière peut apparaître secondaire (Stéphany, 2015). Les phases d'accompagnements peuvent également mettre en évidence des comportements stratégiques dans la relation dirigeant-actionnaire selon que l'actionnaire soit majoritaire ou minoritaire (Stévenot-Guéry, 2007).

La littérature montre l'importance des ressources financières et cognitives au travers du lien dans la relation investisseur-entrepreneur (Dubocage, 2016). Cependant, l'avantage compétitif et durable que peuvent attribuer ces ressources (Barney, 1991) à l'entreprise et à son dirigeant peuvent également provenir des relations entre investisseurs. Il apparaît alors intéressant d'étudier les conditions de ces relations pour observer si la création de ressources cognitives issues de ces coopérations favorise l'effet sur l'innovation des entreprises.

1.2. Le choix d'une étude de cas.

Une analyse quantitative ne semble pas suffisante pour caractériser la dynamique des rôles joués par les différents acteurs que sont les investisseurs. Pour expliquer et comprendre les phénomènes étudiés nous avons retenu une méthodologie qualitative d'étude de cas multi-sites. Cette approche est utilisée pour appréhender les représentations des C.I., des B.A. et des chargés de missions d'ECF au cours de leurs interactions. L'utilisation de cette démarche de nature exploratoire et longitudinale, semble appropriée pour identifier les fondements de la coopération entre investisseurs et leurs conséquences sur l'innovation des entreprises. L'objectif est d'observer dans plusieurs situations données, la répétition et la régularité de phénomènes alors identifiés.

Afin de présenter « une population théorique identique et une grande diversité du contexte environnemental » (Rispaal, 2015) les critères d'échantillonnage et de saturation théorique (Glaser et Strauss, 1967 ; Yin, 1990) ont été retenus pour les cas sélectionnés. Dans notre échantillon, nous analysons les cas des entreprises financées aux premiers tours Seed et Early. La situation de ces entreprises peut mettre en évidence la mobilisation des réseaux des investisseurs dans l'évaluation de l'incertain ou du risque financier que représente le projet à financer et l'accompagnement du dirigeant. Cette étape nous mène jusqu'à la phase d'investissement où l'investisseur peut choisir de financer l'entreprise seul, en syndication ou en co-investissement. Ces premiers tours correspondent principalement au financement de l'innovation et justifie le lien avec notre problématique. Des effets d'isomorphismes mimétiques ou d'apprentissages collaboratifs peuvent également apparaître dans ses premiers stades où les interactions entre investisseurs seront toutes autant nombreuses que durant d'autres phases (développement, transmission).

Afin de respecter les critères de variabilité et d'équilibre, trois types d'investisseurs seront considérés : Capital-investisseurs, Business Angels et Equity Crowdfunding. Ces investisseurs pourront être classifiés et répartis en catégories : publics, privés, parapublics, semi-publics, semi-privés. A ces critères nous ajouterons leurs situations géographiques, les montants de financements minimum et

maximum et leurs caractéristiques d'intervention. Pour répondre à notre problématique en lien avec les dynamiques d'innovation, des entretiens semi-directifs seront également conduits avec des dirigeants qui concernent principalement les entreprises du secteur des nouvelles technologies, industriel et financier. En effet, les innovations sont présentes dans de nombreuses Start-ups, P.M.E et E.T.I notamment en ce qui concerne les innovations de produits, de process et financières. Nous souhaitons donc observer la multiplicité des comportements et des représentations des investisseurs au travers de leurs interactions dans ces secteurs. L'ensemble des caractéristiques présentées ici ont été regroupées dans le tableau 2 – Annexes.

« La recherche qualitative suppose que l'on voit les acteurs penser, parler, agir et interagir, coopérer et s'affronter » (Dumez, 2010 a, 2012). Pour cela, nous avons fait le choix de rencontrer lors d'un entretien deux investisseurs de catégories différentes, un capital-investisseur public et un capital-investisseur privé. Cette démarche est réalisée dans le but d'observer des comportements ou des interactions caractéristiques de la dynamique des rôles joués par les acteurs. Ce sont des investisseurs nationaux qui prennent des positions majoritaires ou minoritaires en stade de démarrage ou dans des phases plus avancées. Parmi les trois autres investisseurs interrogés, nous avons une plateforme d'Equity Crowdfunding qui intervient sur le territoire national, un Business-Angel et un Capital-Investisseur semi-public qui investissent principalement en région avec des prises de participations minoritaires. Un seul entretien a été mené avec une dirigeante d'une start-up appartenant au secteur des technologies. Nous avons conduit au total, cinq entretiens. Les différents contacts réalisés avec ces « *professionnels* » nous ont permis d'obtenir de futurs rendez-vous avec d'autres investisseurs et dirigeants. Une retranscription intégrale a été effectuée pour chaque entretien et nous avons procédé à une analyse thématique de contenu pour chaque cas. Nous envisageons de répéter l'ensemble des entretiens dans une période d'un an. Nos résultats sont fondés sur des verbatim que nous avons retenus et que nous présentons dans la partie suivante.

2. Une dimension stratégique des « ressources » : un avantage compétitif durable et créateur de valeur pour l'entreprise.

2.1 Une collaboration qui s'instaure dès la phase de sélection des dossiers

2.1.1 Le profil du fondateur, de l'équipe dirigeante

Il ressort de ces entretiens qu'un contexte de collaboration entre investisseurs et entre investisseur et dirigeant s'instaure très en amont dans le projet, dès la phase de sélection des dossiers. Une dimension assez importante ressort de l'ensemble des entretiens, il s'agit du profil du dirigeant, ou de l'équipe dirigeante.

Pour Inv1 « *Les trois premiers critères c'est un le bonhomme, deux le bonhomme, trois le bonhomme* ». En ce qui concerne ce profil, plusieurs éléments sont pris en compte par les différents investisseurs.

Le premier critère est un critère plutôt subjectif, il s'agit pour les investisseurs de juger de la capacité relationnelle du dirigeant. Ainsi, pour Inv2, un des critères d'évaluation du projet repose sur « ...l'adhésion à un projet du management et je dirais un feeling entre les personnes... ». Il précise également que « ça marche dans l'autre sens aussi pour que lui est aussi envie de nous avoir comme on demande toujours à être représenté dans les organes de gouvernance de la société... ».

Ce constat se retrouve également dans le cadre d'un financement par ECF. Ainsi, Inv4 explique « en échangeant avec le dirigeant, je vais essayer de mesurer sa capacité de communication, comment il parle de son projet, [...], il y a tout un aspect un peu subjectif en fait »

Le profil du dirigeant ressort ainsi comme un des éléments principaux en termes de collaboration. Comme l'indique Inv1 « ... le principal objet de la due diligence dans l'avenir pour nous va être la capacité du dirigeant à l'écoute et à l'échange. Et si on pense que le gars, il n'a pas envie, enfin il est pas à l'écoute où il a pas envie d'échanger, de coopérer ou de collaborer avec ses actionnaires, faut pas faire. »

Ce critère subjectif est complété par une analyse plus fine du dirigeant, ou de l'équipe de direction. Ainsi, pour Inv2 : « [...] on a tendance à ... euh... pas professionnaliser mais à systématiser [...] des audits RH, organisationnel, etc. ». Plus précisément, Inv4 explique que ces audits sont faits pour « [...] voir un peu la constitution de l'équipe, s'il y a du commercial, du technique, voir si c'est un peu équilibré ». Pour la plateforme, cet audit est important, une équipe de direction non équilibrée « ça va pas être rédhibitoire à ce stade-là, mais ça va être une alerte ».

Les différents échanges qui se font entre investisseurs et dirigeant, les différentes évaluations faites, que ce soit sur la capacité relationnelle du dirigeant ou la composition de l'équipe de direction sont un premier élément qui va permettre d'instaurer une collaboration tout au long de la période d'investissement.

2.1.2 L'origine de la collaboration entre investisseurs.

Un autre élément de collaboration qui se dégage de ces entretiens tient au design des levées de fonds. En effet, pour les différents acteurs interrogés, les investissements dans une entreprise en phase d'amorçage se font très rarement seuls, et impliquent soit des co-investissements, soit de la syndication. Les raisons évoquées sont diverses.

Pour le BA, qui pratiquait de l'investissement seul en phase de démarrage « les résultats ne sont pas probants. » (Inv1). Il précise alors que le co-investissement ou la syndication permettent de « [...] confronter et affiner le jugement. ».

Pour la plateforme d'ECF (Inv4), le choix de co-investissement s'explique par le fait de trouver des complémentarités avec différents investisseurs « [...] est-ce que cette société a besoin ou pas d'un

investisseur sectoriel ». Elle précise ensuite « [...]il y a des sociétés qui nous intéressent beaucoup, où on aurait la capacité d'intervenir seul, mais où on pense qu'il serait plus pertinent d'intervenir avec un acteur qui peut être expert du secteur, qui va pouvoir amener un levier, des perspectives différentes au projet, et surtout pertinentes par rapport à leur milieu. »

Pour Inv2 « [...] nos règles et nos relations avec le milieu des investisseurs privés font qu'on s'est engagé à faire appel à eux et à pas faire les dossiers tout seul ». La collaboration relève ici d'un aspect relationnel avec les autres investisseurs.

L'ensemble de ces éléments semble indiquer une volonté de la part des différents investisseurs à mobiliser les différentes compétences de son réseau relationnel.

Cependant, la mobilisation des réseaux d'investisseurs lors de la phase de sélection des projets ne relève pas uniquement d'une recherche d'un partenaire financier, mais également d'une expertise technique, sans que cela ne conduise obligatoirement à un co-investissement avec l'expert mobilisé.

Ainsi, Inv4 explique que, lors de la sélection des dossiers « [...] on a pas mal d'expertises internalisées, mais on a notre propre réseau d'experts que l'on peut mobiliser si besoin sur les sujets ». Le discours est le même pour Inv2 « on sollicite beaucoup soit directement ou [...] tout notre portefeuille [...] pour avoir leurs avis sur le sujet et les interroger directement. »

Plus important encore, l'expertise technique, les compétences du réseau mobilisé, peuvent conditionner dès la phase de sélection des dossiers l'accès à des financements complémentaires, ou du moins, une structuration différente de l'investissement. En effet, comme l'explique Inv1 « [...] si on connaît bien un investisseur et que l'on sait qu'il est expert dans un domaine, et si par exemple il choisit de ne pas investir dans ce domaine, nous on va se dire ce n'est peut-être pas un bon coup. On va avoir un signal négatif. Et s'il décide d'investir dans ce projet-là, on va avoir tendance à dire on va le suivre. Lui, il connaît, il est sachant, on va le suivre, on va y aller »

La collaboration, les échanges entre investisseurs, font également référence à la théorie du signal (Spence, 1974). En effet, l'acte d'investir ou non dans une entreprise, compte tenu des compétences, du niveau d'expertise d'un investisseur, peut envoyer un signal positif ou négatif envers d'autres acteurs quant à une prise de participation éventuelle. Ce constat est le même pour Inv4 « [...] cette année sur 2 dossiers, nous on a bloqué en disant « non, la licence d'exploitation elle est inacceptable, vous renégociez tout ça », alors tous les autres acteurs ont dit « Ah OK [Inv4] a dit ça, ben nous aussi », et ça a fédéré un peu tout l'monde autour de ces questions-là. [...] aujourd'hui de plus en plus d'investisseurs plutôt institutionnels, ou réseaux de BA, etc...disent « ben si [Inv4] y va, c'est un gage de confiance ».

La première étape d'une collaboration entre investisseurs, et entre investisseurs et dirigeant, s'instaure ainsi très en amont dans une démarche de financement d'entreprise. Dès la phase de sélection des

dossiers, de nombreux échanges s'installent entre investisseur et dirigeant, notamment afin de juger de la capacité relationnelle de ce dernier.

Dans l'ensemble du processus préinvestissement, les réseaux des investisseurs sont mobilisés, que ce soit pour obtenir une expertise, un avis, sur certains points précis d'un dossier, ou pour rechercher d'autres investisseurs. Dans ce dernier cas, les investisseurs interrogés proposent du co-investissement au dirigeant afin de créer des synergies entre les différents acteurs, et ainsi proposer une structure de financement en fonds propres qui serait en mesure de mobiliser les différentes compétences des investisseurs sélectionnés.

Il s'agit ainsi d'une étape préalable à l'instauration d'une collaboration durable tout au long de la période d'investissement. La question qui demeure est de savoir si cette collaboration, ces interactions entre investisseurs et dirigeants, permet la création de ressources cognitives au sein de l'entreprise, favorisant l'innovation.

2.2 La collaboration productive comme source d'innovation

2.2.1 Les différents aspects de la collaboration productive

Lors des entretiens que nous avons menés, nous avons cherché à comprendre quelles étaient les interactions entre investisseurs et dirigeant lors de la phase d'accompagnement. Les résultats que nous pouvons dégager de ces entretiens nous conduisent à valider l'assomption selon laquelle l'intervention de différents investisseurs et les interactions avec le dirigeant relèvent d'une logique de collaboration productive. Différents aspects de cette collaboration peuvent être relevés.

Tout d'abord, les investisseurs interrogés mettent en avant les besoins du dirigeant en termes de collaboration. Ainsi, Inv5 explique « [...] le dirigeant il a besoin de beaucoup de choses et étonnement même des dirigeants aguerris [...] en ressentent le besoin. Le dirigeant quand il aborde un virage important de son entreprise euh... il a d'abord des sujets psychologiques il est comme n'importe qui, il est en face d'un cran, d'un virage, il va douter, il va hésiter euh il va s'impatienter. [...] il a très souvent des besoins extérieurs [...] une communauté autour qui l'assure qu'il n'a rien oublié là-dedans, ni RH, ni finance, ni juridique, voilà ... ni le management global c'est important ».

Le dirigeant est ainsi demandeur d'une collaboration entre les différents acteurs. Ceci est d'autant plus vrai dans le cadre d'un financement d'entreprise en phase d'amorçage, comme l'explique Inv4 « Historiquement, comme on intervient assez tôt dans les dossiers, donc vraiment en phase d'amorçage, c'est des dossiers des fois qu'ont jamais fait de levées de fonds, on est un peu le premier acteur qui leur explique comment ça marche, quelles sont les règles un peu dans ce domaine-là, et moi je sais qu'il y a beaucoup d'entrepreneurs qui ont beaucoup appris, et à qui on a montré, on a dit « attention à ça, attention à ça » et qui aujourd'hui sont beaucoup mieux équipés pour aller discuter de levées de fonds »

La collaboration entre les différents acteurs provient en premier lieu d'une demande, de besoins du dirigeant. Or, comme nous l'avons expliqué précédemment, cette collaboration ne peut avoir lieu sans une volonté préalable de la part des acteurs d'instaurer un échange. Ainsi, à propos de collaboration, Inv1 explique « [...] *c'est probablement un de nos futurs critères d'investissement. C'est-à-dire que quand on détectera [...] un manque d'envie de travail collaboratif [...] je pense que ce sera un motif pour ne pas le faire. Ça va être un des sujets je pense à partir de maintenant, ça l'était déjà mais ça va être de plus en plus formalisé et cela en amont ou pendant les phases d'investissements.* »

Concrètement, les acteurs interrogés identifient en effet l'accompagnement comme un processus de travail collaboratif, qui découlent des besoins du dirigeant en premier lieu, et qui ne peut s'effectuer sans qu'une volonté d'échange n'existe au préalable.

Un second élément que nous pouvons mettre en évidence réside dans le fait que ce travail collaboratif, s'il est identifié comme tel par les personnes interrogées, ne couvrent pas tous les aspects de la vie de l'entreprise. En effet, pour Inv3 « *si [l'entreprise] a besoin évidemment il y a des possibilités [...] mais nous on met des gens qui l'accompagnent, [...] ce ne sont pas des gens qui vont se centrer sur ces problématiques vous voyez, techniques. C'est-à-dire se concentrer sur des problématiques plus managériales et euh organisationnelles...* »

Inv4 précise « *Ce que moi j'observe aujourd'hui, c'est que, on est très structurant. Par exemple, nous on ne va vraiment pas laisser passer des questions de propriétés intellectuelles, de licence d'exploitation, on va être très très exigeant là-dessus* »

Bien que l'expertise technique soit présente lors des phases de Due Diligence, de sélection des dossiers, l'apport de ressources des différents investisseurs lors de l'accompagnement semblent relever, dans les entretiens, des domaines juridiques, organisationnels, managériaux.

L'expertise technique intervient donc plus en amont dans le processus d'investissement, ce qui conditionne, comme nous l'avons expliqué précédemment, l'entrée au capital de certains investisseurs.

Lors de la phase d'accompagnement, les apports de ressources cognitives des investisseurs semblent se concentrer sur des logiques de structuration organisationnelle et juridique des entreprises financées. Qu'en est-il des effets sur l'innovation ?

2.2.2 Relations investisseurs-dirigeants et effets sur l'innovation

Le dernier aspect des relations investisseurs-dirigeant que nous avons voulu analyser dans cet article réside dans le fait de savoir si l'apport de différentes compétences, connaissances, au sein d'une entreprise a un effet sur l'innovation dans l'entreprise financée. Les acteurs interrogés semblent répondre par la négative à cette interrogation.

Pour Inv3, l'intervention d'investisseurs au sein d'une entreprise permet à cette dernière de « ...prendre un peu de risque sur la partie R&D c'est tout après ... enfin ... en général on n'est pas là que pour financer leur cash-flow. »

Pour Inv2 « ...la démarche d'accompagnement [...] je pense pas qu'elle ne soit centrée sur l'innovation, [...] elle est centrée sur aider la boîte à grandir. » Il précise que « ...la boîte innove c'est son métier enfin je veux dire c'est son ADN d'innover [...] mais nous on met des gens qui l'accompagne [...], ce ne sont pas des gens qui vont se centrer sur ces problématiques vous voyez, techniques »

L'intervention d'investisseurs au sein d'une entreprise n'est donc pas centrée sur des problématiques techniques liées à l'innovation dans l'entreprise. Comme nous l'avons expliqué précédemment, les acteurs interrogés mettent en évidence une intervention liée à des aspects organisationnels ou juridiques, l'innovation de l'entreprise relevant plutôt d'une décision du dirigeant.

Cependant, si aucun effet direct ne peut être relevé dans ces entretiens, nous observons tout de même des effets indirects. En effet, pour Inv5 « [...] l'entreprise est quelque part en innovation perpétuelle et c'est vrai que nous on est là-dedans un élément parmi d'autre on n'est jamais à l'origine ». Il explique alors que « [...] toutes ces démarches-là, tous ces lieux de confrontation des idées, des connaissances sont aujourd'hui fondamentaux au risque de surprendre, c'est-à-dire qu'au moment où on met tout là-dedans [...] la meilleure innovation c'est celle qu'on a trouvé avec le gars qui est en face de soi. Plus ça va et plus je crois ça ».

Les effets sur l'innovation ne sont pour Inv5 pas le produit d'une intervention technique au sein de l'entreprise, mais un processus d'apprentissage, de partage de connaissances perpétuel. On se retrouve dans le cadre des théories cognitives, et notamment sur des phénomènes d'apprentissage organisationnel et la constitution d'un répertoire de connaissance qui permet de produire des effets sur l'innovation des entreprises.

Un autre effet indirect observé lors de ces entretiens provient des domaines d'intervention des investisseurs. Pour Inv2 « [...] ce sont des éléments fondamentaux d'un dossier d'investissement [...] la capacité de l'entreprise à investir dans la R&D et à protéger sa propriété intellectuelle, oui donc on benchmark ça ». Les éléments juridiques et la dimension stratégique liée à la propriété intellectuelle sont un élément important pour les investisseurs. Inv4 précise que « ...nous on va vraiment pas laisser passer des questions de propriétés intellectuelles, de licence d'exploitation, on va être très très exigeant là-dessus [...], on a été très structurant, pour beaucoup ».

Le regard porté par les investisseurs sur les questions de propriétés intellectuelles relève de la dimension stratégique de l'innovation.

Conclusion :

Cette étude nous a permis de mettre en évidence plusieurs aspects des relations investisseurs-dirigeants. Pour les différents acteurs interrogés, le financement en fonds propres des entreprises nécessite la mise en place d'une collaboration entre différents acteurs et ce dès l'étape de sélection des dossiers.

Ainsi, si les analyses financières, les analyses de marché, la « solidité » du projet en termes de Business Plan sont pris en compte, la dimension relationnelle apparaît comme un prérequis à l'accès à des financements en fonds propres. En effet, le profil du dirigeant, de l'équipe de direction est un élément d'analyse important pour les investisseurs. Il s'agit de mettre en place une relation de confiance entre les deux acteurs, et ce afin que la collaboration permette la réussite du projet entrepreneurial.

La notion de réseau est également très présente dans le discours des acteurs. Ce réseau est mobilisé sur des aspects techniques, juridiques, par le biais d'intervention lors d'audit RH, organisationnels dans les phases de Due Diligence, ou encore sur des aspects techniques du produit développé par l'entreprise. Mais la mobilisation de ce réseau relève également de problématiques financières en cas d'une structuration de l'investissement en syndication ou co-investissement.

Les relations entre différents investisseurs, experts-conseils, et dirigeants relèvent ainsi dès la phase de sélection d'un dossier d'un travail collaboratif, d'échanges soutenus, qui vont se poursuivre lors de la phase d'accompagnement.

Dans cette phase, si les aspects techniques sont moins présents dans le discours des acteurs, l'intervention d'investisseurs permet une structuration juridique, organisationnelle, managériale de l'entreprise. Cette structuration peut produire à terme des effets indirects sur l'innovation, à savoir le développement d'une stratégie liée à la propriété intellectuelle de l'entreprise, mais également, par la « professionnalisation » de l'entreprise d'un point de vue organisationnelle, des possibilités de levées de fonds ultérieures afin de financer la croissance de l'entreprise, et ainsi sa capacité d'innovation.

Dans cet article nous avons tenté de démontrer que les relations entre investisseurs permettent « l'alignement des modèles cognitifs des acteurs » (Stévenot, 2007). Cette situation est créatrice de valeurs pour l'entreprise et confère un avantage compétitif durable grâce à la création de ressources cognitives. Toutefois certaines limites sont à prendre en compte pour cette étude. Tout d'abord le faible nombre « d'interviews » nécessite la conduite de nouveaux entretiens avec d'autres acteurs, notamment des dirigeants. Nous pensons que cette étude revêt un caractère original de par l'étude des relations entre investisseurs C.I., B.A. et ECF et de par le choix de la zone géographique étudiée. Dans une perspective d'ouverture, il conviendrait d'approfondir le rôle joué par les C.I., B.A. et ECF avec une étude quantitative effectuée à différentes échelles géographiques (locales, régionales, nationales), ce qui permettrait de mettre en évidence des différences des effets de financements sur l'innovation des entreprises.

Bibliographie :

- Berle, A., & Means, G. (1932). *“Private property and the modern corporation”*. New York : Macmillan.
- Bessière, V., & Stéphany, É. (2015). « *Le financement de l'innovation : Nouvelles perspectives théoriques et pratiques* ». De Boeck Supérieur.
- Bonnet, C., & Wirtz, P. (2011). *“Investor type, cognitive governance and performance in young entrepreneurial ventures: A conceptual framework”*. *Advances in Behavioral Finance & Economics: The Journal of the Academy of Behavioral*, 1(1), 42-62.
- Certhoux, G., & Zenou, E. (2006). « *Gouvernance et dynamique de l'actionariat en situation entrepreneuriale : le cas des Business Angels* ». *Revue de l'Entrepreneuriat*, 5(1), 13-29.
- Charreaux, G., & Desbrières, P. (1998). « *Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionariale* ». *Finance contrôle stratégie*, 1(2), 57-88.
- Charreaux, G. (2002). « *L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives* ». *Revue française de gestion*, (5), 77-107.
- Desbrières, P. (2005). « *La relation entre CI et firmes financées : Gouvernance actionariale et gouvernance cognitive* ». *Colloque sur la Gouvernance*, Mons.
- Dubocage, E. (2016). 6. « *L'entrepreneur face à son investisseur : le cas du capital-risque* ». *Regards croisés sur l'économie*, (2), 87-101.
- Dumez, H. (2010). « *La description : point aveugle de la recherche qualitative* ». *Le Libellio d'Aegis*, 6(2), 28-43.
- Dumez, H. (2011). « *Qu'est-ce que la recherche qualitative ?* ». *Le Libellio d'Aegis*, 7(4-Hiver), 47-58.
- Ferrary, M. (2006). « *Apprentissage collaboratif et réseaux d'investisseurs en capital-risque* ». *Revue française de gestion*, (4), 171-181.
- Glaser B., Strauss A. (1967). *“The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research”*. Wiedenfeld and Nicholson, London.
- Granovetter M., *“The Strength of weak ties”*. *American Journal of Sociology*, n° 78, 1973, p. 1360-1380.
- Hlady-Rispal, M. (2015). « *Une stratégie de recherche en gestion - L'étude de cas* ». *Revue française de gestion*, 41(253), 251-266.
- Knight, F. *“Risk, Uncertainty and Profit”*. Houghton Mifflin Company, 1921, 375 p.
- Spence, M. (1974). *“Competitive and optimal responses to signals: An analysis of efficiency and distribution”*. *Journal of Economic theory*, 7(3), 296-332.
- Stéphany, É. (2015). « *Le financement par les Business Angels* », Chapitre 4 dans « *Le financement de l'innovation : Nouvelles perspectives théoriques et pratiques* ». Bessière, V., & Stéphany, É. (2015). De Boeck Supérieur.

Stévenot, A. (2005). « *La gouvernance des entreprises financées par Capital Investissement : une analyse sociocognitive de la relation capital-investisseur-dirigeant* ». (Doctoral dissertation, Nancy 2).

Stévenot-Guéry, A. (2006). « *Conflits entre investisseurs et dirigeants* ». *Revue française de gestion*, (5), 157-180.

Stévenot-Guéry, A. (2007). « *Capital-investissement en syndication : les enjeux en termes de gouvernance disciplinaire et cognitive à partir d'une étude de cas multi-sites* ». *Finance Contrôle Stratégie*, 10(4), 141-178.

Wright, M. (2002). « *Le capital-investissement* ». *Revue française de gestion*, (5), 283-302.

Yin R. (1990). "*Case Study Research: Design and Methods*". Sage fions, Beverly Hills, vol. 5.

Annexes :

Tableau 1 Comparaison des métiers des acteurs du seed capital

	<i>Business angels</i>	Capital-innovation	<i>Crowdfunding</i>
Sources des projets	Réseau personnel, réseau de BA, incubateurs...	Réseaux régionaux, incubateurs, réseaux de BA...	La plateforme de <i>crowdfunding</i>
Sélection des projets	Processus de sélection et d'évaluation limité vu le caractère réduit des ressources Processus de sélection informel Il peut être plus structuré si appartenance à un réseau de BA Importance de la culture partagée avec le dirigeant	Processus de sélection structuré et formalisé	Processus en deux temps : – Acceptation du projet par les chargés d'affaires – Acceptation par la <i>crowd</i> Importance de la lisibilité « marché » du projet ou du caractère sociétal Une variable clé : la réactivité de l'entrepreneur via les outils de communication
Nature des projets	Critères régionaux (emplois...) Critères financiers Volonté de proximité entre le BA et le projet financé	Critères régionaux, nationaux Critères financiers	Critères partagés par la <i>crowd</i> Innovation La sélection par la <i>crowd</i> se fait essentiellement sur les dynamiques marché/produits
Investisseurs	Investisseurs privés (cadres d'entreprises, anciens dirigeants)	Investisseurs professionnels	Membres de la <i>crowd</i> , dont le statut peut aller du novice à l'expert (pour un secteur donné)
Performance attendue	Financière majoritairement mais moins planifiée et structurée que pour un capital-risqueur Fiscale Motivations non financières (volonté de participer à un challenge)	Financière principalement Délai de sortie du capital	Militante, volonté de participer à une aventure nouvelle La dimension financière est généralement secondaire.
Structure de l'opération de financement	Résulte des <i>due diligences</i> , le BA fixe le % du capital et la valorisation du ticket d'entrée dans le capital. Il choisit le type de support.	Résulte des <i>due diligences</i> et de la négociation mise en place entre l'investisseur et l'entrepreneur.	L'entreprise fixe ses conditions en terme de % et la valeur des actions. Généralement, le ticket est d'un montant faible pour attirer un nombre important de <i>crowders</i> .
Nature du contrat de financement	Sur mesure en fonction du risque évalué. Le formalisme est fonction de la qualité de la relation BA/ entrepreneur.	Sur mesure en fonction des risques encourus et des perspectives de rentabilité	Standardisé (Hornuf et Schwienbacher (2014) parlent de « boilerplate contracts »)
Suivi	Fixé par le pacte d'actionnaire Suivi actif Forte implication dans la mise en place d'une relation de confiance avec l'entrepreneur	Actif selon les risques encourus	Géré par la plateforme (modèle de la <i>holding</i>) ou modèle du club

Source : Stéphan, É. (2015). « *Le financement par les Business Angels* », Chapitre 4 dans « *Le financement de l'innovation : Nouvelles perspectives théoriques et pratiques* ». Bessière, V., & Stéphan, É. (2015). De Boeck Supérieur.

Tableau 2 : Caractéristiques des investisseurs et des dirigeants.

Nom	Inv 1	Inv 2	Inv 3	Inv 4	Inv 5
Type	Business Angel	Capital-Investisseur	Capital-Investisseur	Plateforme Equity-Crowdfunding	Capital-Investisseur
Catégorie	Privé	Public	Privé	Privé	Semi-Public
Localisation	Région Grand-Est	Région île de France	Région île de France	Région Occitanie	Région Grand-Est
Intervention	Locale et Régionale	Locale, Régionale, Nationale	Nationale et Internationale	Locale, Régionale, Nationale	Locale et Régionale
Stade d'intervention	Démarrage, développement	Démarrage, Développement, Transmission, LBO	Démarrage, Développement, Transmission, LBO	Démarrage.	Démarrage, Développement
Montant Minimum	25 000 €	25 000 €	25 000 €	100 €	50 000 €
Montant Maximum	150 000 €	5 000 000 €	100 000 000 €	1 000 000 €	800 000 €
Type de financement	Seul, Syndication Co-investissement	Seul, Syndication Co-investissement	Seul, Syndication Co-investissement	Seul, Co-investissement	Seul, Syndication Co-investissement
Secteur de d'entreprise	Finance	Finance	Finance	Finance	Finance
Date de création	2006	2012	2001	2009	1983