

Gouvernance et dynamique de l'actionnariat en situation entrepreneuriale : le cas des Business Angels

Par

Gilles CERTHOUX
et
Emmanuel ZENOU

Enseignants-chercheurs
AUDENCIA Nantes
8, route de la Jonelière
44312 Nantes cedex

gcerthoux@audencia.com
ezenou@audencia.com

Résumé

Par son implication forte auprès de l'entreprise qu'il accompagne, le rôle d'actionnaire du Business Angel est particulier. Faut-il analyser ce rôle comme une réponse à des problèmes de contrôle ou de conflits observés dans l'entreprise ? Ou est-il le vecteur d'une relation plus complexe, lui permettant d'apporter un ensemble de connaissances nécessaires à la pérennité de l'entreprise accompagnée ?

Cette problématique fait écho aux débats caractérisant l'évolution des différentes formes de gouvernance d'entreprise, de la gouvernance "disciplinaire" classique à une gouvernance davantage cognitive. Nous pensons que la problématique de l'accompagnement d'une firme entrepreneuriale par un Business Angel gagne à être articulée avec une réflexion sur la gouvernance d'entreprise. En prenant appui sur un cas réel d'accompagnement (investissement d'un Business Angel dans une entreprise en phase de création) comme terrain d'analyse, nous montrerons que le Business Angel suggère une forme particulière de gouvernance, entre gouvernance classique et cognitive, et qu'elle figure une analyse dynamique de l'actionnariat en situation entrepreneuriale.

Introduction

Parmi les multiples formes que peut prendre l'actionnariat en situation entrepreneuriale, celle représentée par un Business Angel (BA) pose une problématique particulière. La définition du BA retenue dans ce travail s'inspire de celles proposées par Aernoudt (1999, 2001) et Van Osnabrugge & Robinson (2000) « c'est une personne physique qui investit une partie de son patrimoine personnel directement dans une entreprise souvent en phase d'amorçage. Elle met fréquemment à la disposition de l'entrepreneur ses compétences, son expérience et son réseau relationnel. Elle n'a pas de liens familiaux avec le (s) créateur(s)-dirigeant(s) de cette entreprise ».

De nombreux travaux¹ montrent que le BA a tendance à s'impliquer fortement auprès de l'entrepreneur pour l'aider à développer sa structure. Ce type de comportement est assez atypique pour une grande majorité d'actionnaires qui ont tendance à rester plutôt passifs par rapports à leurs prises de participations. Le BA peut ainsi être considéré comme un « actionnaire –accompagnateur » en situation entrepreneuriale. En effet :

- il investit très tôt dans le processus de financement de la création d'entreprise, souvent en phase d'amorçage, période la plus risquée durant laquelle le créateur a le plus besoin d'aide.
- ses motivations sont autant d'ordre financier (recherche de plus values) que « social et sentimental » (volonté de rester impliqué dans la vie des affaires, participation à une « aventure », contribution au développement économique local). Il se considère toujours comme un entrepreneur et non comme un ancien dirigeant.
- ses investissements contribuent en majorité à créer des entreprises et restent minoritaires.
- il adopte un comportement différent de celui du Capital Investisseur (CI). La dimension relationnelle avec l'entrepreneur l'emporte sur la dimension contractuelle, il cherche à établir une

relation de confiance.

- sa démarche d'investissement est plus efficace lorsqu'il rejoint un réseau mais il faut alors concilier les positions des différents BA.
- son expérience lui permet de limiter le risque et sa présence dans le capital d'une entreprise la rend plus attractive pour un CI.
- il est particulièrement impliqué auprès de l'entrepreneur dans le développement de l'entreprise en apportant un appui au dirigeant sous forme de coaching, de mise à disposition de son réseau professionnel et par sa présence au Conseil d'Administration ou de Surveillance. Cet apport de compétences n'est dans la majorité des cas jamais rémunéré.

Cette situation originale, le BA étant à la fois actionnaire et dans une majorité de cas accompagnateur « impliqué » de l'entrepreneur, souligne notre problématique : son « statut » d'actionnaire relève-t-il de la gouvernance d'entreprise classique ? Son implication auprès de l'entrepreneur peut elle être éclairée par les évolutions théoriques récentes de la littérature sur la gouvernance d'entreprise ?

Nous nous posons la question dans la première partie de savoir si cette forme d'accompagnement traduit une nouvelle forme de gouvernance, à travers une revue de littérature. Nous pouvons alors définir les particularités de l'accompagnement par un Business Angel, puis articuler sur le plan théorique la gouvernance et actionnariat du BA auprès de l'entreprise accompagnée.

La deuxième partie, reposant un cas d'accompagnement en situation entrepreneuriale, illustre notre approche. Ce cas porte sur l'accompagnement réalisé par un BA et éclaire l'ambiguïté et la complexité de la relation accompagné/accompagnant notamment à travers la nature des relations et le degré d'ingérence.

Nous décrivons dans ce cas le cadre institutionnel ainsi que les événements qui ont modifié significativement les relations entre les dirigeants et un BA actionnaire de l'entreprise étudiée. La dynamique créée par cette évolution des relations a amené ce BA à devenir un véritable actionnaire-accompagnant en passe de se substituer au dirigeant actuel pour assurer le développement de l'entreprise. Nous concluons en nous interrogeant sur la relation accompagnement/gouvernance, et notamment à travers ce cas sur l'apparition d'un « actionnaire opérationnel », voire d'un « actionnaire remplaçant » comme étape possible de la dynamique de l'actionnariat en situation entrepreneuriale.

1. Quelle forme de gouvernance pour le BA

L'accompagnement de la firme entrepreneuriale par un BA comporte une implication forte de l'investisseur auprès de l'entreprise accompagnée. Cette implication interroge le rôle même de l'actionnaire auprès de l'entreprise accompagnée et de son dirigeant : le BA doit-il être un actionnaire contrôleur ? gestionnaire ? son apport est-il purement financier ?

Ces questions peuvent selon nous trouver un éclairage à travers l'évolution théorique des problématiques de recherche liées à la gouvernance d'entreprise, qui reflète aussi un questionnement sur le rôle de l'actionnariat.

1.1. Les spécificités du Business Angel : un investisseur impliqué

Les BA représentent une composante importante du processus de financement de la création d'entreprises notamment en phase d'amorçage². La démarche d'investissement des BA français ayant été peu étudiée, nous nous sommes notamment appuyés sur les travaux portant sur l'analyse des comportements des BA étrangers et sur la relation entre Capital Investissement (CI) et entrepreneur recensés notamment par Stéphanie (2003), car il existe des similitudes entre la démarche du CI et du BA.

Le financement par CI représente un modèle spécifique de gouvernement d'entreprise³. Nous pensons que la démarche du BA, par les similitudes qu'elle présente avec celle du CI, influence fortement le

système de gouvernance de l'entreprise dans laquelle il a investi. Les spécificités du modèle de gouvernance du CI relevées par Stéphanie (2003) peuvent s'appliquer au BA à des degrés divers⁴ :

- les caractéristiques des entreprises financées : des PME en croissance non cotées sur les marchés financiers,
- les pratiques du métier :
 - évaluations préalables à l'investissement, contrat liant investisseur et entrepreneur
 - volonté de suivi et de partenariat avec le dirigeant.

Plusieurs travaux montrent que les BA (du moins certains d'entre eux) envisagent leur rôle d'investisseur non pas uniquement sous l'angle disciplinaire classique mais comme apporteur de leurs connaissances et compétences pour aider les entrepreneurs à créer de la valeur⁵. Saetre (2003) montre que certains créateurs d'entreprises privilégient les BA comme source de financement de leur entreprise et recherchent des BA qui peuvent leur apporter une expérience professionnelle et un réseau de contacts. L'auteur montre qu'ils cherchent à acquérir du « relevant capital » constitué du capital financier et du capital social et intellectuel. Le BA ayant ce type de comportement est appelé par l'auteur « financial entrepreneur ».

Sheperd et Zacharakis (2001) citent de nombreux travaux montrant que le développement d'une relation de coopération entre CI et entrepreneur est nécessaire à la réussite de l'entreprise, même si la tentation peut être forte pour chacune des parties d'adopter un comportement opportuniste. Les deux auteurs analysent les niveaux de contrôle mis en place dans la relation entre un entrepreneur et trois types d'investisseurs : la famille et les amis, le business angel et le capital-risqueur. Ce sont les BA qui établissent la relation la plus « équilibrée » du fait :

- d'une communication fréquente et sincère liée à leur implication forte auprès de l'entrepreneur (approche hands-on) dans le management de l'entreprise,
- d'« une bonne entente » (« fit ») car ils sont les plus « proches » de l'entrepreneur. Ils possèdent souvent une expérience de création et de management d'entreprise et une bonne connaissance du secteur dans lequel évolue l'entreprise pour y avoir travaillé.

La famille et les amis entretiennent plutôt une relation « affective » avec l'entrepreneur les amenant a priori à lui faire confiance alors que les capitaux-risqueurs ont tendance à renforcer les procédures de contrôle.

Le BA a une implication forte dans les entreprises qu'il a financées ce qui l'amène à développer une relation de coopération bâtie sur la confiance avec l'entrepreneur. Différents facteurs peuvent expliquer cette spécificité :

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

Une étude récente⁶ montre que les BA français sont impliqués auprès des dirigeants des entreprises dans lesquelles ils ont investi, et le font de surcroît bénévolement dans la majorité des cas. Leur expérience professionnelle leur donne a priori une légitimité pour accompagner le dirigeant. Ils prennent des risques en investissant en phase de création, période durant laquelle l'entrepreneur a besoin d'être aidé. Leurs motivations sont moins financières que personnelles ou « altruistes ». Leur sélection des investissements repose sur la dimension « humaine » notamment la capacité de l'entrepreneur à leur inspirer confiance et sur sa compétence sectorielle plus que sur les caractéristiques du projet. Un travail récent de Paul et al. (2004) confirme ce comportement : « They contrast the "pseudo-rational" approach of venture capitalists with the approach of business angels which they describe as being based on the

“psychological attraction between willing partners” ».

Ces différents travaux montrent que le comportement du BA a un impact sur la gouvernance des entreprises financées. Son implication l'amène souvent à dépasser ce « seul » rôle d'actionnaire pour devenir un véritable accompagnant du dirigeant. Le risque inhérent à ce type de comportement est que le BA soit tenté, dans certaines circonstances, de se substituer à l'entrepreneur « pour diriger à sa place ». Son statut d'actionnaire lié à son implication ainsi que son expérience professionnelle sont autant d'éléments qui peuvent l'amener naturellement et progressivement à prétendre être un « patron-bis » de l'entreprise. Les théories du gouvernement d'entreprise permettent d'apporter un éclairage à cette apparente complexité du statut d'actionnaire particulier qu'a le BA, et à son évolution possible.

1.2. Modèles de Gouvernance et représentations du rôle de l'actionnaire

Si le débat sur le gouvernement d'entreprise a pris une importance croissante depuis quelques années, la réflexion théorique sur le sujet vit parallèlement de profondes mutations (Zingales 2000, Charreaux 2001). Comme d'autres recherches l'ont souligné⁷, le modèle classique se voit de plus en plus remis en cause par une vision partenariale, et plus récemment par une analyse plus cognitive du gouvernement d'entreprise. Nous relierons ces évolutions avec différentes conceptions du rôle de l'actionnaire de l'entreprise accompagnée.

1.2.1. L'actionnaire au rôle disciplinaire

C'est l'analyse de Berle et Means (1932) qui est souvent présentée comme fondatrice de la question du gouvernement d'entreprise : après la crise de 1929, les auteurs s'interrogent sur les problèmes posés par la séparation des fonctions de propriété et de décision dans les grandes sociétés par actions américaines de l'époque. Issu des débats engendrés par cette analyse, le modèle théorique classique du gouvernement d'entreprise trouve son origine dans la vision contractualiste de la firme, construite⁸ par les théories des droits de propriété, des coûts de transaction, et de l'agence.

Dans ce modèle, la firme est un « nœud de contrats » entre ses différents apporteurs de ressources, dont l'analyse repose essentiellement sur la relation entre actionnaires et dirigeants : la définition de la relation d'agence donnée par Ross (1973)⁹ pose que l'agent et le principal ont des fonctions d'utilité différentes et qu'ils agissent de façon à maximiser leurs utilités respectives. De là l'élément fondateur induisant la nécessité d'aligner le comportement du dirigeant – l'agent – sur les intérêts des actionnaires – le principal – : les coûts d'agence, bien connus dans la littérature liée à la théorie de l'agence¹⁰.

Bien sûr cette relation d'agence n'est intéressante à étudier pour la théorie de l'agence que parce qu'il existe une « hypothèse d'agence » selon laquelle il existe une asymétrie d'information entre les parties. Le cas le plus fréquemment étudié étant celui de l'agent qui en sait plus que le principal sur la tâche qui lui est confiée.

Ce modèle consacre au gouvernement d'entreprise un rôle essentiellement financier : comme le soulignent Shleifer et Vishny (1997), le rôle du gouvernement d'entreprise est alors de s'assurer que les actionnaires obtiennent effectivement un retour sur leur investissement financier. Cette optique clairement actionnariale se concentre alors sur l'ensemble des mécanismes qui permettront de réduire les conflits d'agence entre actionnaires et dirigeants.

L'actionnaire a donc ici un rôle que l'on peut qualifier d'essentiellement disciplinaire : il s'agit de maximiser la valeur actionnariale, en empêchant le dirigeant de l'entreprise accompagnée de détourner de la valeur au détriment du premier. Pour Charreaux (2002b), il s'agit bien d'une vision « juridico-financière » de la structure de propriété, dans laquelle « l'actionnariat se résume à des questions d'appropriabilité des flux générés par l'entreprise »¹¹.

Ce rôle accordé à l'actionnaire pose question dans le cadre de l'actionnariat en situation entrepreneuriale, notamment avec un BA. Il pose en effet l'hypothèse que le dirigeant de l'entreprise accompagnée assume seul la fonction de gestion interne, de management, liée à son entreprise. L'actionnaire se voit donc privé de toute possibilité d'exercice d'une fonction plus managériale, d'un rôle plus actif dans la gestion de l'entreprise. Or, comme nous l'avons souligné, par son implication spécifique, l'importance de son investissement en termes de confiance, de compétences apportées, le rôle du BA semble aller au

delà de ce seul rôle disciplinaire.

Dans cette perspective, l'évolution de la réflexion sur les modèles théoriques de gouvernement d'entreprise fait émerger un autre modèle, permettant de mieux comprendre l'existence d'un rôle actif de l'actionnaire dans l'entreprise accompagnée, à travers la notion de rôle cognitif de l'actionnaire.

1.2.2. Le rôle cognitif de l'actionnaire

Charreaux (2002a et b) utilise le terme de « modèle cognitif de la gouvernance » pour désigner un axe de recherche en gouvernement d'entreprise qui s'écarte sensiblement du modèle classique, en considérant que l'entreprise n'est pas un nœud de contrats mais un « répertoire de connaissances ». L'analyse du gouvernement d'entreprise doit alors porter un intérêt essentiel à la construction de compétences, d'innovations, de connaissances, à la perception des nouvelles opportunités d'investissement et de création de valeur. Nous souhaitons montrer en quoi ce modèle apporte un éclairage nouveau au rôle de l'actionnaire-accompagnant en situation entrepreneuriale.

Dans ce modèle¹², le gouvernement d'entreprise consacre une part importante de son rôle à développer la capacité de l'entreprise à innover, créer des opportunités d'investissement et à réduire les conflits cognitifs dans l'entreprise. Ce dernier terme mérite des précisions : la réduction des conflits d'intérêts, chère au modèle classique, évolue ici vers un alignement qualitatif des modèles cognitifs des acteurs de l'organisation (Langlois et Foss, 1999), une coordination de leurs schémas cognitifs et de leurs savoirs (notamment tacites)¹³.

Le modèle cognitif du gouvernement d'entreprise accorde une place importante à la capacité du management à coordonner les schémas cognitifs des parties prenantes, à faciliter la coordination des acteurs dans la perception et la construction des nouvelles opportunités. Le dirigeant doit donc avoir la capacité de construire un objectif commun et cohérent pour les parties prenantes, et une identité partagée et cohérente à travers l'ensemble des compétences de la firme (Charreaux, 2002a et b). Dès lors, l'actionnaire accroît la valeur de son investissement dans l'entreprise accompagnée, en réduisant les conflits cognitifs possibles entre lui-même et le dirigeant. Cela conduit par exemple le dirigeant à rechercher une meilleure coordination des ressources apportées, des compétences et connaissances communes au dirigeant et à l'actionnaire ou à une réduction des divergences de représentation sur les objectifs à atteindre.

Comme l'évoque Charreaux (2002b, p. 25), les actionnaires peuvent eux-mêmes créer des conflits cognitifs en raison des contraintes qu'ils imposent au dirigeant quant à la conception ou la mise en œuvre de la stratégie choisie. Il existe donc bien, au-delà des coûts d'agence bien connus dans la littérature économique et financière classique, des coûts cognitifs, que l'actionnaire doit contrôler et minimiser également afin de maximiser la valeur de son investissement.

Cette conception fait donc entrer dans l'analyse de la relation entre le BA-actionnaire et le dirigeant de l'entreprise le rôle joué par l'expertise, les savoirs, les connaissances, les représentations de l'actionnaire lui-même. La nécessité d'une meilleure coordination entre ces éléments, dont l'actionnaire est le vecteur, et le management opérationnel du dirigeant, jette donc un regard nouveau sur la problématique de l'accompagnement réalisé par un BA et de son statut d'actionnaire.

1.3. Une problématique pour le rôle du BA : répondre aux problèmes d'agence, ou résoudre les conflits cognitifs ?

Comment définir le rôle et la dynamique d'implication de cet actionnaire particulier qu'est le BA ? Les éléments théoriques précédents montrent que la seule conception classique d'un rôle disciplinaire de l'actionnaire est insuffisante pour comprendre la relation qui existe entre le BA et le dirigeant de l'entreprise accompagnée. Il ne s'agit pas de nier l'existence des conflits d'agence, ni des coûts qu'ils entraînent en raison des asymétries d'information ou du comportement opportuniste du dirigeant tels qu'ils sont évoqués dans la conception classique du gouvernement d'entreprise. En effet, nous proposons précisément de montrer qu'au-delà des coûts d'agence qui peuvent exister dans la relation entre BA et dirigeant de l'entreprise, il existe également des coûts cognitifs, éclairés par le modèle cognitif du gouvernement d'entreprise. Cette analyse enrichit la problématique de l'accompagnement réalisé par le BA et

l'analyse de son rôle d'actionnaire dans une telle situation.

Pour comprendre ce rôle, il s'agit ainsi de prendre en compte les connaissances et compétences apportées par le BA, et leur complémentarité avec celles du dirigeant opérationnel. L'existence de conflits cognitifs à ce niveau peut expliquer notamment le remplacement du dirigeant opérationnel par l'actionnaire, pour éviter la destruction de valeur entraînée par des coûts cognitifs jugés trop importants.

Dès lors, l'analyse des conflits cognitifs possibles entre accompagnant et accompagné, et de leur éventuelle résolution, constitue selon nous un élément riche d'explication de la dynamique de l'accompagnement par un BA, entraînant d'éventuelles modifications de l'actionnariat ou du management de l'entreprise accompagnée.

Comme nous l'avons souligné auparavant, le BA est un actionnaire particulièrement impliqué auprès du dirigeant. Au vu des éclairages théoriques apportés par la littérature sur le gouvernance d'entreprise, cette implication caractérise une situation dans laquelle peuvent se développer des conflits cognitifs qui peuvent entraîner des changements dans la structure de l'entreprise. C'est ce type de situation que nous allons maintenant étudier à travers le cas de l'entreprise NT.

2. Le cas NT : de l'actionnaire accompagnant le dirigeant à l'actionnaire-opérationnel remplaçant le dirigeant

La situation de l'entreprise NT¹⁴ a amené un BA actionnaire, M. Doset, à devenir accompagnant du dirigeant M. Cléran puis à se substituer à lui sur certains domaines du management de l'entreprise pour en être le co-dirigeant, voire à devenir le président du directoire à la faveur d'un changement des statuts. Après avoir présenté notre méthodologie de recherche, ainsi que les principaux protagonistes du cas, nous montrerons que l'évolution de la situation liée à l'entreprise NT illustre une dynamique possible de l'actionnariat en situation entrepreneuriale qui peut être éclairée par les différents outils théoriques du gouvernement d'entreprise soulignés précédemment.

2.1. Méthodologie de la recherche : le choix du cas NT

Une approche de type qualitatif est adaptée quand l'objectif est de comprendre le « pourquoi et le comment » (« why and how »), Yin (1984). Eisenhardt (1989) indique qu'une approche qualitative peut apporter une contribution significative à un développement théorique lorsque les thèmes principaux ont été peu étudiés. De même comme le montrent Pras et Tarondeau (1979) : « Quand les résultats des études antérieures sont contradictoires ou insuffisants pour permettre la mise sur pied d'hypothèses formelles, la recherche exploratoire est appropriée car elle conduit à la clarification d'hypothèses et à l'élaboration de nouveaux concepts ».

Notre recherche s'est donc appuyée sur une démarche exploratoire. Cette démarche nous paraît pertinente car l'objet de notre recherche, une analyse de la dynamique de l'actionnariat en situation entrepreneuriale (dans notre cas un actionnaire au comportement spécifique, le BA) à travers une grille de lecture empruntée aux différents courants théoriques de la gouvernance d'entreprise, est encore insuffisamment étudié dans la littérature pour nous permettre de poser des hypothèses formelles.

L'opportunité de pouvoir observer la situation qui a servi pour ce cas et son évolution au cours du temps nous a amené à adopter une approche de type inductif. Des itérations successives entre un « concept émergent », la collecte et l'analyse des données, et la littérature ont suivi un processus non linéaire. L'étude de ce processus dynamique d'investissement au sein d'une entreprise sur une longue durée explique cette approche itérative. Notre recherche a suivi plusieurs étapes sur une durée de deux ans :

- une première phase d'observation d'une situation « classique » dans une entreprise en création. Elle recouvre les phases de pré-investissement (présentation du projet par le porteur aux investisseurs potentiels, analyse du dossier par les BA), d'investissement (décision d'investir : valorisation, négociations, pacte d'actionnaires) puis de post-investissement (nouveau mode de fonctionnement de l'entreprise faisant suite à l'entrée des BA au sein du capital, implication d'un des

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

- une deuxième phase plus « originale » lorsque l'implication d'un des BA devient de plus en plus forte allant jusqu'à la prise en charge d'une direction opérationnelle voire au possible remplacement du dirigeant par ce BA (cf. la description détaillée du cas et son analyse théorique aux paragraphes suivants). Les relations entre l'actionnaire (les BA) et l'entrepreneur se modifient. La problématique de la gouvernance évolue, ce qui nous amène à approfondir la revue de la littérature pour définir une nouvelle grille de lecture.

Cette démarche est itérative car elle s'appuie à la fois sur des périodes d'observation, d'entretiens en profondeur et de revue de la littérature mobilisant les théories relatives à la gouvernance ainsi que les travaux portant sur le comportement spécifique du BA. Les étapes de collecte et d'analyse de l'information se chevauchent et s'enrichissent mutuellement. Nous pouvons donc progressivement conceptualiser la situation observée. Comme le souligne Avenier (2004), ce cheminement itératif est légitime dans une recherche qualitative, selon le principe de l'opportuniste méthodique défendu par Girin (1990).

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

- l'opportunité de pouvoir observer « de l'intérieur » la situation et son évolution au cours du temps permet de lever une des difficultés liées à l'identification des BA. Les travaux de Mason et Harrison (2000) et de San José, Roure et Aernoudt (2005) montrent qu'ils recherchent l'anonymat ou au moins la discrétion.
- une information qui s'est enrichie au cours de ces différentes itérations.
- l'observation permet de limiter le biais lié aux entretiens a posteriori durant lesquels les principaux acteurs peuvent être tentés de rationaliser leur comportement. Dans notre cas, les entretiens ont permis d'approfondir l'observation.
- le BA étudié, selon la typologie de Sorheim et Landström (2001), est un « pure Business Angel » qui présente une forte activité d'investissement et un haut niveau de compétences (cf. description de son profil en 2.2). Cette catégorie d'investisseurs est selon ces deux auteurs la plus intéressante car ils présentent les « best practices ». Ces BA ont une forte activité d'investissement (nombre et montant), possèdent une forte expérience managériale et entrepreneuriale, s'impliquent fortement auprès des entrepreneurs qu'ils ont financés, utilisent leur réseau personnel et professionnel pour s'informer et co-investissent avec d'autres BA (syndication).
- la présence de BA au capital des sociétés en création les rend plus attractives pour les CI selon Mason et Harrison (2000) et selon Madill, Haines et Riding (2005). L'implication des BA auprès des créateurs permet à ces derniers d'être plus efficaces lorsqu'ils rencontrent des CI pour un nouveau tour de financement. La présence des BA dans le capital d'une entreprise représente une forme de « caution » pour les CI. Or nous nous trouvons dans ce cas de figure, en effet une société de CI est en attente de prise de participation au sein de l'entreprise (cf. 2.3).

Des entretiens en profondeur ont été menés avec deux BA (M. Vasin, président de la structure JRT Partenaires regroupant des BA qui a investi dans l'entreprise NT et M. Doset membre de JRT Partenaires) ainsi qu'avec M. Cléran, fondateur de la société NT. Les relations s'étant un peu dégradées à un certain moment entre M. Doset et M. Cléran, ce dernier n'a plus souhaité être interrogé. Cette impossibilité d'accéder à ce type d'information représente une des limites de notre recherche.

La teneur de ces interviews a évolué au cours du temps. Durant la première phase (« classique ») ils ont permis de formaliser l'observation de la situation alors qu'au cours de la deuxième phase ils ont eu pour objectif de comprendre l'évolution du rôle de chaque protagoniste.

2.2. L'entreprise et les protagonistes

L'entreprise NT et M. Cléran son « fondateur ».

NT est à l'origine un cabinet de consulting constitué de trois consultants dont M. Cléran. Le cabinet assure des prestations de conseil dans le domaine de la qualité appliquée à la santé auprès des cliniques, des établissements hospitaliers et para-hospitaliers. Pressentant le développement de ce marché, M. Cléran propose une offre d'accompagnement des professions de santé pour mettre en place une démarche qualité des soins rendue nécessaire par une réglementation croissante. Pour cela, la prestation de conseil s'appuie sur une plate-forme logiciel développée par une SSII spécialisée. La véritable « naissance » de NT remonte à 2002 quand M. Cléran recrute deux associés pour structurer le développement de l'entreprise. M. Liter doit apporter ses compétences en gestion qu'il a développées dans une grande entreprise pour occuper le poste de Directeur Administratif et Financier (DAF). Comme le logiciel est encore mal finalisé, il fait appel à M. Dupond qui possède des compétences en informatique pour manager le développement du logiciel. NT compte 3 associés, 4 développeurs informatique et 1 assistante commerciale. M. Cléran se considère comme le « véritable » patron car il revendique le statut de fondateur de NT (il possède 55% des parts). Sa forte personnalité d'entrepreneur le renforce dans ce rôle qui n'est revendiqué ni par M. Liter qui a un profil « diamétralement » opposé, ni par M. Dupond dont la fonction reste limitée à la dimension informatique. NT présente les caractéristiques d'une firme entrepreneuriale non complexe (Fama et Jensen 1983) dans laquelle l'information spécifique est détenue par le propriétaire-dirigeant (M. Cléran) qui pour plus d'efficacité assure les fonctions de décision et de contrôle. Cette situation augmente le risque de sélection contraire du fait de la personnalisation des fonctions de décision et de contrôle qui fragilise la position des futurs actionnaires (JRT Partenaires).

M. Doset.

M. Doset a acquis son expérience professionnelle dans le secteur des services informatiques. Il a été successivement technicien puis ingénieur technico-commercial puis responsable d'une agence. Il a été, en 1995, un des co-fondateurs d'une grande société de services informatiques qui a été introduite en Bourse par la suite. Il a assuré le développement de l'activité de cette entreprise dans la région Grand-Ouest. Il manageait 550 personnes lorsqu'il a quitté la société en 2001 en revendant ses parts. Il est associé fondateur de JRT Partenaires en 2002, structure constituée de BA qui prennent des participations minoritaires dans des sociétés en création. Son expérience de créateur-dirigeant d'entreprise l'amène « naturellement » à mettre à disposition des entreprises dans lesquelles il investit ses compétences. Sa bonne connaissance du secteur des services informatiques l'a conduit à s'intéresser au dossier NT et à y investir aux côtés de JRT.

2.3. L'entrée au capital de NT de JRT Partenaires

En 2003, Mrs Doset et Vasin (JRT Partenaires) rencontrent Mrs Cléran et Liter (NT) dans une manifestation qui rapproche porteurs de projets et investisseurs. Mrs Cléran et Liter recherchent 500 000 € pour financer la croissance de NT :

- en recherche & développement : développement de la plate forme logiciel,
- en marketing et commercial : développement des ventes.

Mrs Doset et Vasin sont intéressés par NT :

- l'équipe paraît complémentaire et soudée,
- le modèle économique reposant sur un paiement forfaitaire et un abonnement de 3 ans permet d'assurer des revenus récurrents,
- les perspectives commerciales sont intéressantes : 40 contrats prévus pour 2003-2004 pour un montant de 1 M €.

En juillet 2003, JRT investit 40 000 € en comptes courants associés et 5 BA membres de JRT dont M. Doset investissent personnellement et détiennent chacun 1% du capital de NT.

Une société de capital-risque VCB souhaite aussi prendre une participation dans NT mais elle diffère deux fois sa décision. Nous retrouvons dans cette situation une différence de comportement dans la prise de décision régulièrement observée entre BA et CI¹⁵ :

- les BA sont plus rapides pour prendre leur décision et débloquer les fonds,
- le capital-risque doit être « sûr » de prendre la bonne décision et multiplie les analyses du dossier (« c'est de l'argent emprunté et il faut assurer un rendement minimum »).

A ce stade, M. DOSET est donc un simple actionnaire financier, « impliqué » fortement par son statut de BA. Les rôles sont bien définis et conformes à un découpage « classique » des rôles entre le BA-actionnaire qui finance et surveille la valeur de l'investissement et le dirigeant qui assure et assume pleinement son rôle de manager, assurant la partie opérationnelle.

2.4. Les coûts d'agence et coûts cognitifs comme facteurs déclencheurs de la dégradation des relations entre dirigeant et actionnaire

M. Doset échange régulièrement avec M. Cléran sur le développement de NT. Il a, cependant un doute sur la « qualité » de l'encadrement de l'équipe des développeurs. Ce doute est renforcé par VCB (qui est prêt à investir dans NT) qui lui « demande » (compte tenu de son expérience professionnelle) son avis sur le management de l'équipe technique. M. Doset découvre que les relations ne sont pas bonnes entre les trois associés. M. Cléran, par exemple, demande des développements spécifiques aux développeurs sans en parler à M. Dupond. Les développeurs ne savent plus qui est leur « vrai patron ». Au cours d'un conflit opposant Mrs Dupond et Cléran sur ce sujet, ce dernier décide de prendre la direction technique de NT (bien que n'en n'ayant pas les compétences) et interdit à M. Dupond d'avoir des contacts avec les développeurs. M. Doset décide de remplir la fonction de directeur technique à mi-temps, son passé professionnel lui assure une légitimité même aux yeux de M. Cléran qui ne s'y oppose pas. Il est présent au comité de direction chaque lundi et devient de ce fait un véritable accompagnant du dirigeant. Son implication forte dans NT l'amène à découvrir d'autres dysfonctionnements qui le font s'interroger sur la pérennité de NT :

- fin novembre 2004, il existe un écart négatif important entre le prévisionnel de CA et le réalisé que personne n'est vraiment capable d'expliquer (la raison invoquée est liée à des retards dans la signature de contrats avec des clients),
- les actionnaires n'ont plus aucune information sur le fonctionnement de la société depuis le mois de mai,
- la gestion de NT censée être assurée par M. Liter est « approximative » : certaines factures ne sont pas comptabilisées, d'autres ne sont pas payées sans raison apparente, l'affacturage n'est pas utilisé, il n'y a pas de relance client, il n'y a aucune déclaration de TVA durant les neuf derniers mois.
- la comptabilité et la paye sont externalisées ce qui pose la question de l'activité réelle de M. Liter,
- M. Liter a rédigé son propre contrat de travail en y intégrant un « golden parachute » extrêmement favorable sur le montant de l'indemnité à verser en cas de départ.
- il possède 15% de capital de NT qu'il n'a toujours pas payé à M. Cléran.

Tous ces dysfonctionnements amènent M. Doset à proposer le licenciement de M. Liter. La mise en œuvre est un peu difficile, du fait de son contrat de travail et risque d'être coûteuse pour NT qui n'en a pas les moyens. M. Doset utilise toute son expérience de manager pour inciter M. Liter à démissionner. M. Doset est suffisamment convaincant pour qu'il accepte de le faire à des conditions bien moins favorables pour lui que celles inscrites dans son contrat.

Nous avons donc une situation qui évolue vers un rôle d'actionnaire de plus en plus « opérationnel » de M. DOSET. Celui-ci voit son statut d'actionnaire évoluer en raison de déclencheurs liés à la fois à la perception d'asymétries d'information sur les résultats financiers et plus globalement la qualité de l'information disponible, et à l'émergence de conflits cognitifs liés à l'identification et au partage des compétences et connaissances en interne, et à leur mise en cohérence. Son propre investissement en compétences est réel, son rôle d'apporteur de ressources cognitif est donc une réponse aux coûts cognitifs observés, tels que nous les avons définis en première partie. Coûts d'agence et coûts cognitifs sont ainsi deux moteurs déclencheurs de la dynamique de changement du statut d'actionnaire du BA.

2.5. M. Doset devient le « véritable » dirigeant de NT

Progressivement amené à prendre de plus en plus de responsabilités en remplacement de Mrs Liter et Dupond, M. Doset occupe maintenant une fonction de « directeur opérationnel ». Cette activité recouvre la direction technique (management des développeurs) et la direction administrative et financière. Il acquiert une certaine autorité sur M. Cléran liée à son expérience professionnelle, ce dernier limitant son activité au développement commercial et aux relations clients. M. Doset est le « véritable dirigeant » de NT, son statut a évolué d'actionnaire impliqué à actionnaire-opérationnel, puis maintenant actionnaire-dirigeant. Il possède 17% du capital de NT mais reste minoritaire par rapport à M. Cléran qui en détient 55%.

La prochaine étape, validée par JRT Partenaires et par VCB¹⁶ qui en fait une condition de son entrée au capital de NT, est le changement de structure juridique. NT deviendrait une SAS dès qu'elle aura reconstitué ses fonds propres avec :

- un conseil de surveillance regroupant les actionnaires,
- un directoire dont M. Doset prendrait la présidence.

Les actionnaires s'emploient actuellement à convaincre M. Cléran de la pertinence de cette décision. NT a pour objectif de réaliser 1M € de CA et d'avoir un résultat équilibré pour la période allant du 1er décembre 2004 au 30 novembre 2005, objectifs qu'elle semble en mesure d'atteindre sous la « direction » de M. Doset.

L'investissement croissant de son apport cognitif permet à M. DOSET d'apporter ses connaissances, de mieux gérer la mise en cohérence des compétences en interne, et de prendre un rôle croissant dans la définition et la clarification des représentations des objectifs à atteindre. Il passe du statut d'actionnaire « opérationnel » à celui d'un véritable « actionnaire dirigeant », amené à remplacer progressivement le dirigeant M. CLERAN. Ce dernier voit réciproquement son rôle dans la direction opérationnelle s'affaiblir de plus en plus nettement. Cette dynamique particulière à l'évolution du statut d'actionnaire de M. DOSET s'accompagne donc d'une réduction des conflits d'agence et conflits cognitifs, qui avaient été les moteurs de cette dynamique.

3. Accompagnement et Gouvernance : une dynamique actionnariale

Le cas NT illustre une dynamique possible de l'actionnariat dans une situation d'accompagnement. Cette dynamique a amené le BA à devenir un « actionnaire opérationnel », tel que lui-même se décrit, en passe de se substituer au dirigeant actuel pour assurer le management de l'entreprise.

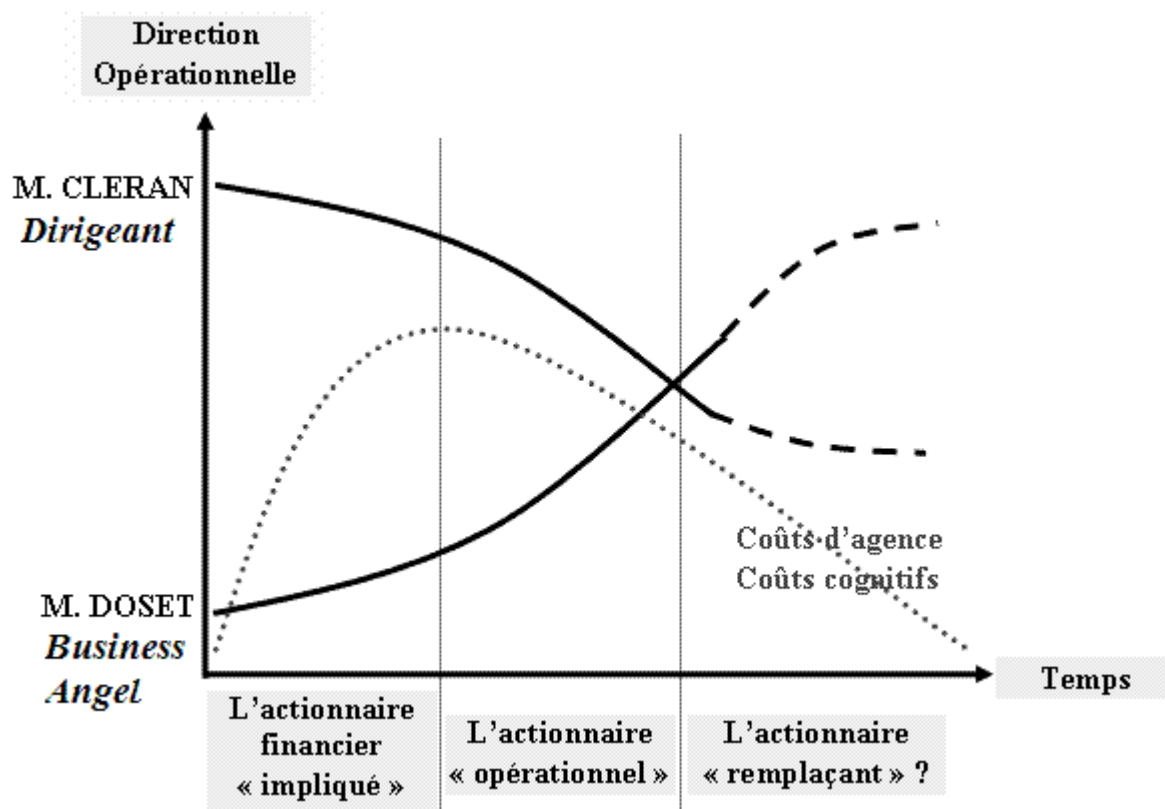
Selon nous, l'explication de cette dynamique gagne à prendre en compte l'analyse de la résolution à la fois des coûts d'agence liés à des problèmes d'asymétrie d'information, et des coûts liés aux conflits cognitifs entre le BA et le dirigeant de l'entreprise accompagnée, conformément à la grille de lecture théorique suggérée précédemment.

Le cas précédent montre en effet que l'évolution du statut de M. Doset est due au jeu concomitant de deux phénomènes simultanés :

- l'apparition de coûts d'agence, générés par une asymétrie d'information de plus en plus « visible », et coûteuse, entre la direction opérationnelle de l'entreprise et le BA,
- l'investissement par le BA de ses connaissances et compétences professionnelles, ce qui lui permet également de réduire, par une meilleure cohérence entre ses connaissances et les objectifs et enjeux de l'entreprise, les coûts cognitifs de la situation observée.

Il nous semble que cette dynamique peut être représentée dans le schéma ci après :

Figure 1 : Coûts d'agence et coûts cognitifs comme moteurs de la dynamique actionnariale du BA.



L'apparition cumulée des coûts d'agence et coûts cognitifs génère une dynamique actionnariale transformant le statut de M. DOSET. En effet, il évolue d'une situation d'actionnaire « classique », impliqué mais essentiellement disciplinaire au sens des théories du gouvernement d'entreprise, à une situation d'actionnaire de plus en plus « opérationnel ». Dans ce dernier cas de figure, son investissement personnel en termes de compétences et de connaissances lui permet de réduire les coûts d'agence et coûts cognitifs qui sont apparus au cours de la première phase.

Une telle dynamique gagne donc à être analysée à l'aide d'une grille de lecture articulant plusieurs théories du gouvernement d'entreprise. Nous pensons que cette grille enrichit l'analyse de la problématique de l'accompagnement en situation entrepreneuriale.

Conclusion

A partir d'un cas d'accompagnement réalisé par un BA, nous avons montré que l'analyse du rôle d'actionnaire du BA et de son évolution gagne à intégrer une réflexion issue des problématiques du gouvernement d'entreprise. Notre recherche suggère en effet que les particularités du rôle du BA mobilisent une analyse dynamique de l'actionnariat, dont les moteurs peuvent être reliés à la résolution à la fois des conflits d'agence et des conflits cognitifs entre le BA et le dirigeant.

Le cas étudié a montré que le BA peut voir son statut évoluer considérablement, en fonction des étapes de résolution des conflits d'agence et conflits cognitifs nés de la situation d'accompagnement. Dans le cas étudié, l'actionnaire « financier » au rôle essentiellement disciplinaire devient un « actionnaire opérationnel » qui finit par remplacer le dirigeant lui-même. Notre recherche permet de montrer dans un cadre exploratoire que la compréhension de cette dynamique actionnariale gagne à intégrer les grilles de lecture citées ci-dessus, empruntées aux théories du gouvernement d'entreprise.

L'analyse de l'implication du BA et de son impact sur la gouvernance pourrait également être confrontée à notion bien connue d'enracinement dans les théories de la gouvernance : l'implication et l'apport

cognitif de l'actionnaire peuvent-ils être une réponse à l'enracinement du dirigeant ?

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

Notre recherche n'est pas exempte de limites. Afin de confirmer les résultats obtenus, notre objet de recherche nécessiterait à la fois le repérage de plusieurs cas d'entreprises similaires, et un approfondissement théorique, notamment sur le plan des coûts cognitifs, afin d'améliorer l'opérationnalisation de ces derniers dans des recherches futures. En outre, une triangulation des données avec d'autres sources (le dirigeant, par exemple) renforcerait la validité des résultats obtenus¹⁷.

Enfin d'autres recherches sont nécessaires pour analyser plus précisément le jeu des coûts d'agence et des coûts cognitifs au sein de cette dynamique actionnariale : les coûts d'agence précèdent-ils les coûts cognitifs, en sont-ils les déclencheurs ? et réciproquement ? La résolution des uns facilite-t-elle celle des autres ? Peut-on observer entre eux des effets modérateurs ou médiateurs ? Ces questions figurent selon nous autant de pistes de recherches prometteuses pour mieux analyser la dynamique de l'actionnariat en situation entrepreneuriale.

Notes

1. Se reporter au tableau 1 en annexe 1 qui présente les références bibliographiques relatives au comportement du Business Angel.
2. Aernoudt (1999), Van Osnabrugge (2000), Van Osnabrugge et Robinson (2000), De Noble (2001), Bygrave et al. (2001).
3. Stéphany (2003), Van den Berghe et Leveau (2002).
4. Cf. note 1
5. Cf. note 1
6. Etude réalisée en 2004 par France Angels sur un échantillon de 116 BA interrogés.
7. Charreaux (2002a et b).
8. Voir pour un approfondissement Gomez (1996), Charreaux (1997).
9. « Une relation d'agence survient entre deux parties lorsque l'une d'elles, désignée comme l'agent, agit au nom ou en tant que représentant de l'autre, désignée comme le principal dans le domaine particulier des domaines décisionnels » (Ross, 1973).
10. Jensen et Meckling (1976) distinguent trois grandes catégories de coûts d'agence : les coûts de contrôle et de surveillance engagés par le principal ; les coûts de caution ou de dédouanement des deux parties pour se prouver leur bonne foi, notamment ceux engagés par le dirigeant pour mettre le principal en confiance ; enfin les coûts résiduels liés aux coûts d'opportunité représentés par la perte d'utilité résiduelle subie par les parties du fait de leur divergence d'intérêts.
11. Charreaux (2002b, p. 4). Voir cet article pour un approfondissement des fondements de l'analyse juridico-financière de l'actionnariat.
12. Selon Charreaux (2002a et b), le modèle cognitif du gouvernement d'entreprise puise ses racines dans un ensemble relativement disparate de théories, qui regroupe la théorie comportementale de la firme, le théorie évolutionniste, les théories de l'apprentissage organisationnel et les théories des ressources et des compétences.
13. Les savoirs et connaissances dans l'entreprise sont très souvent tacites et partagés (c'est à dire mobilisés par une action faisant intervenir plusieurs personnes – donc nécessitant une coordination qualitative – et non possédés par un acteur seul de l'organisation) (Ibid, p. 207).
14. Les noms des différents intervenants et de l'entreprise ont été modifiés pour conserver une certaine forme d'anonymat.
15. Cf. note 1
16. Le comportement de VCB peut être comparé à celui des CI analysé dans les travaux de Madill, Haines et Riding (2005).
17. La situation conflictuelle décrite dans ce cas a cependant empêché cette triangulation avec les données issues de l'entrepreneur.

Tableau 1 : Références bibliographiques présentant les spécificités du comportement des BA.

Aernoudt R. (1999); Aernoudt R. (2001)	L'objectif de cette étude est d'analyser les profils et les comportements des BA. Ils s'impliquent fortement aux côtés de l'entrepreneur (appui apporté au dirigeant, coaching, mise à disposition de leur réseau). Ils investissent en période d'amorçage (cela permet de combler le « trou » -equity gap -entre la période « love money » et l'entrée au capital des Capital Investors (CI)). Ils se constituent en réseaux pour plus d'efficacité.
Brettel M. (2003) ; Stedler H.R., Peters H.H. (2003)	L'objectif de cette étude est d'analyser les profils, les comportements et les critères de choix des BA allemands. Ils présentent de fortes similitudes avec les BA étudiés en Angleterre, en Ecosse, aux États-Unis, en Norvège et en France
Bygrave W., Hay M., Ng E., Reynolds P. (2001)	Ce travail s'inscrit dans le cadre du Global Entrepreneurship Monitor (GEM) et cherche à identifier la place que tiennent les BA par rapport aux « investissements informels en capital (informal venture capital)». Les auteurs montrent que les investissements réalisés par les BA sont plus importants que ceux des CI et qu'ils se situent plus souvent en phase d'amorçage.
France Angels (2004)	Les objectifs de cette étude sont de déterminer le profil des investisseurs, d'analyser la structure de leur portefeuille, d'étudier leurs comportements d'investissement et d'identifier leurs motivations et leurs attentes. Ils présentent de fortes similitudes avec les BA étudiés en Angleterre, en Allemagne, en Ecosse, aux États-Unis et en Norvège .
Kelly P., Hay M. (2003)	Les auteurs cherchent à connaître le degré de formalisation du contrat ex ante établi entre le BA et l'entrepreneur. La recherche s'appuie sur la théorie de l'agence Le contrat est d'autant plus formalisé que l'expérience du BA dans un secteur industriel est importante, que l'investissement est fait en syndication et que le BA possède une part importante du capital. Par contre, il est peu formalisé si le contact avec le porteur de projet provient d'une personne de référence pour le BA et si la confiance est forte entre BA et entrepreneur. Le développement de la confiance entre les deux parties permet de régler des désaccords que le contrat n'a pu (voulu) anticiper. Investir en syndication oblige les BA à formaliser le contrat plus pour concilier les positions des BA entre eux que celles entre BA et entrepreneur. Le contrat est plus vu par le BA comme un cadre « coopératif » notamment lorsqu'il est impliqué auprès de l'entrepreneur. La dimension relationnelle l'emporte sur la dimension contractuelle.
Lange J., Leleux B., Surlemont B. (2003)	Les auteurs souhaitent identifier les pratiques innovantes et les facteurs clés de succès dans la construction des réseaux de BA. Une nouvelle typologie des réseaux est proposée. Pour réussir les réseaux doivent apporter une valeur ajoutée (constitution de bureaux consultatifs de classe mondiale, recrutement de managers « visibles »). Il faut créer des macro réseaux et redéfinir les critères de performance en dépassant la notion de réseau « actif ». Pour cela, il faut essayer de quantifier la création de valeur des investissements effectués par les BA constitués en réseaux.
Madill J, Haines Jr J, Riding A (2005)	Les auteurs montrent que les entreprises ayant reçu des investissements de BA sont plus attractives pour les CI. L'implication des BA dans ces entreprises (conseils, mise à disposition de leur réseau) et leur présence aux conseils d'administration (approche « hands-on ») expliquent cette attractivité supérieure à celles d'autres sociétés n'ayant pas de BA à leur capital.
Mason C, Harrison T. (2000)	Les auteurs cherchent à savoir comment inciter les BA à sortir de l'anonymat et investir durant la phase d'amorçage. Il faut les aider à se regrouper en clubs autour de BA expérimentés et leur en proposer des facilités fiscales pour compenser les risques de perte.
Mason C, Harrison T. (2004a)	Les auteurs démontrent que les investissements effectués dans les secteurs technologiques et non technologiques par des BA ne présentent pas de différences de performance significatives. Ils l'expliquent en indiquant que les BA, compte tenu de leur expérience entrepreneuriale et industrielle, sont plus capables de gérer le risque que les CI. Accessoirement cela montre que le risque d'investir dans des entreprises technologiques est peut être exagéré.
Mason C, Harrison T. (2004b)	Les auteurs dans l'éditorial de la revue présentent 2 articles ayant trait à l'activité des BA. Le 1er de Lindsay montre qu'il existe une forte corrélation entre la performance des investissements et l'orientation entrepreneuriale (OE) des BA. Cette OE est définie à partir de la capacité à être pro actif, à innover et à prendre des risques. Le 2ème de Paul et al. montre que le modèle d'investissement suivi par les BA repose sur une « volonté psychologique de devenir partenaire avec l'entrepreneur » contrastant de ce fait avec le modèle « pseudo rationnel » suivi par les CI.

Paul S. et al. (2003)	L'objectif de cette étude est d'analyser les profils, les comportements et les critères de choix des BA écossais. Ils présentent de fortes similitudes avec les BA étudiés en Angleterre, en Allemagne, aux Etats-Unis, en Norvège et en France. Les auteurs proposent une typologie des BA en fonction du nombre d'investissements effectués (« BA naissant » = 0 jusqu'« à super BA » > 5). Il semble utile de les inciter à se constituer en réseau en s'appuyant sur les « super BA » mais en faisant attention de concilier les positions des BA entre eux. Il faut aussi revoir les incitations fiscales. L'entrepreneur pourrait essayer de « recruter » les BA possédant les compétences nécessaires et actuellement manquantes à l'entreprise
Reitan B., Sorheim R. (2000)	L'objectif de cette étude est d'analyser les profils, les comportements et les critères de choix des BA norvégiens. Ils présentent de fortes similitudes avec les BA étudiés en Angleterre, en Ecosse, aux Etats-Unis, en Allemagne et en France
Saetre A.S. (2003)	En s'appuyant sur la théorie du capital social, l'auteur montre que les BA peuvent apporter plus que du « capital financier » à l'entrepreneur. Leur expérience (managériale et entrepreneuriale) acquise dans un secteur, leur implication ainsi que leur réseau représentent, s'ils sont mis à disposition de l'entrepreneur, un « capital à valeur ajoutée (relevant capital, smart capital) » . L'auteur conseille aux entrepreneurs de rechercher ce type de BA pour accélérer le développement de leur entreprise
San José A., Roure J., Aernoudt R. (2005)	Les auteurs montrent que la création de réseaux de BA leur permet pallier le problème du manque d'information (information gap) lié à leur volonté de rester « discrets » (ils ont accès à moins de dossiers car ils ne sont pas identifiés par les entrepreneurs en recherche de fonds). Le regroupement des BA leur permet de mieux comprendre et maîtriser le processus d'investissement.
Sheperd D., Zacharakis A. (2001)	Les auteurs analysent la relation CI-entrepreneur. La théorie de l'agence ne prend pas en compte l'hypothèse qu'un investisseur puisse adopter un comportement opportuniste au détriment de l'entrepreneur (recherche d'une rentabilité à court terme en essayant d'influencer la stratégie de l'entreprise dans ce sens). Une relation efficace repose sur une confiance entre les deux parties qui se traduit par une implication du CI, un comportement juste et loyal, un bon « fit » et une communication fréquente et claire.
Sorheim R. (2003)	L'auteur analyse le comportement de pré-investissement de 5 BA expérimentés. Il montre que ces BA investissent dans la région ou dans le secteur dans lequel ils ont eu leur activité professionnelle et utilisent leur réseau pour s'informer. Ils peuvent ainsi procéder à la pré-sélection des dossiers d'investissement. Ils sont très attachés à développer un « terreau commun » avec l'entrepreneur, préalable à l'établissement d'une relation de confiance à long terme.
Sorheim R., Landström H. (2001)	Les auteurs proposent une typologie des « investisseurs informels (informal investors)» en fonction de 2 critères : fréquence d'investissement et niveau de compétences. 4 catégories sont identifiées qui présentent de fortes différences de comportement. Une d'entre elles est constituée des « pure Business Angel ». Ces BA ont une forte activité d'investissement (nombre et montant), possèdent une forte expérience managériale et entrepreneuriale, s'impliquent fortement auprès des entrepreneurs qu'ils ont financés et utilisent leur réseau personnel et professionnel pour s'informer et co-investissent avec d'autres BA (syndication).
Stéphany E. (2003)	L'auteur analyse le mode de financement de la création d'entreprise représenté par le capital risque. La relation capital risque / PME est au cœur du dispositif du fait du « suivi actif » des entreprises financées. Une partie traitant de la gouvernance d'entreprise notamment la relation capital-risqueur et dirigeant montre l'importance d'une coopération entre les deux parties reposant sur la confiance. C'est un vecteur de réussite du projet et d'atteinte du niveau de création de valeur escomptée pour le capital risqueur
Van den Berghe L., Levreau A. (2002)	Les auteurs exposent un modèle spécifique de gouvernement d'entreprise représenté par l'entrée au capital des CI dans une entreprise en création. Ils analysent la problématique des entreprises high tech et montrent que ce type d'entreprise nécessite une approche spécifique de la gouvernance.

Van Osnabrugge M. (2000); Van Osnabrugge M., Robinson R. (2000),	Les auteurs comparent les comportements d'investissement des BA et des CI. Ils utilisent la théorie de l'agence pour expliquer les différences. Le CI privilégie une approche ex ante alors que le BA se situe dans une vision ex post. Le CI est confronté à une « double relation d'agence » : principal avec l'entrepreneur, agent avec ses mandants l'obligeant à être sélectif et attentif aux contrats. Le BA investit son propre argent et se retrouve en position de principal, il est moins formaliste. Ayant acquis une expérience managériale et/ou entrepreneuriale, il a tendance à plus s'impliquer auprès de l'entrepreneur pour l'accompagner dans le développement de la société.
--	--

Bibliographie

AERNOUDT R. (1999), « Business Angels: should they fly on their own wings », *Venture Capital*, Vol. 1, n°2, pp. 187-195.

AERNOUDT R. (2001), « Business-angels : qui diable sont-ils donc ? », *L'Observateur de Bruxelles*, revue des Barreaux de France , n°43.

AGGESTAM M., KEENAN J. (2001), « Corporate Governance and Intellectual Capital : some conceptualisations », *Corporate Governance*, Vol. 9, n°4, pp. 259-275.

AVENIER M.J. (2004), « L'Elaboration de savoirs actionnables en PME légitimés dans une conception des sciences de gestion comme des sciences de l'artificiel », *Revue Internationale PME*, Vol. 17, n°3-4, pp. 13-42.

BERLE A., MEANS G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, London, 1932 ; revised edition, Harcourt, Brace and World, New York, 1968.

BRETTEL M. (2003), « Business angels in Germany : a research note », *Venture Capital*, Vol. 5, n°3, pp. 251-268.

BYGRAVE W., HAY M., Ng E., REYNOLDS P. (2001), « A study of informal investing in 29 nations composing Global Entrepreneurship Monitor (GEM) », GEM 2001.

CHARLÉTY P. (1994), « Les développements récents de la littérature », Dossier Corporate Governance, *Revue d'Economie Financière*, n° 31.

CHARREAUX G. (2001) « Variations sur le thème : A la recherche de nouvelles fondations pour la finance d'entreprise », Communication au colloque de l'AFFI, Paris, 07 décembre 2001.

CHARREAUX G. (2002a), « Le gouvernement d'entreprise », in J. ALLOUCHE (coord.), *Encyclopédie des ressources humaines*, Economica.

CHARREAUX G. (2002b) « Au-delà de l'approche juridico-financière: le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance », Cahiers du FARGO, Latec, Université de Bourgogne.

CHARREAUX G. (éd.) (1997), *Le Gouvernement des Entreprises*, Economica, Paris.

DE NOBLE A. (2001), « Review essay Raising finance from business angels », *Venture Capital*, Vol. 3, n°4, pp. 359-367.

EISENHARDT K.M. (1989), « Building theories from case study case study research », *Academy of Management Review*, Vol. 14, n°4, pp. 532-550.

FAMA E., JENSEN M. (1983), « Separation of ownership and control », *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, n°2, pp. 301-326.

FRANCE ANGELS (2004) : Enquête Business Angels 2003 réalisée auprès de 116 Business Angels pour France Angels, avec le soutien de la CDC PME, disponible sur franceangels.org, 33 p.

GIRIN J. (1990), « Analyse empirique des situations de gestion : éléments de théorie et de méthode », dans A.C. MARTINET (dir.), *Epistémologie et Sciences de Gestion*, Paris, Economica, pp. 141-182.

GOMEZ P.Y. (1996), *Le Gouvernement de l'Entreprise*, InterEditions, Paris.

JENSEN M.C., MECKLING W.H. (1976), « Theory of the firm : managerial behaviour, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, n°4, pp. 305-60.

KELLY P., HAY M. (2003), « Business angel contracts : the influence of context », *Venture Capital*, Vol. 5, n°4, pp. 287-312.

LANGE J., LELEUX B., SURLEMONT B. (2003), « Angel Networks for the 21st Century », *The Journal of Private Equity, Spring*, pp. 18-28.

LANGLOIS R.N., FOSS N.J. (1999), « Capabilities and Governance : The Rebirth of Production in the Theory of Economic Organization », *Kyklos*, Vol. 52, n° 2, pp. 201-218.

MADILL J, HAINES Jr J, RIDING A (2005), « The role of angels in technology SMEs: a link to venture capital », *Venture Capital*, Vol. 7, n°2, pp. 107-131.

MASON C, HARRISON T. (2000), « Influences of the supply of Informal Venture Capital in the UK : an exploratory study of investor attitudes », *International Small Business Journal*, Vol. 18, n°4, pp. 11-19.

MASON C, HARRISON T. (2004), « Editorial .New issues in venture capital : an introduction to the special issue », *Venture Capital*, Vol. 6, n°2/3, pp. 95-103.

PAUL S. et al. (2003), « The operation of the informal venture capital market in Scotland », *Venture Capital*, Vol. 5, n°4, pp. 313-335.

PAUL S. et al. (2004), « Towards a model of the business angel investing process », *Venture Capital*, Vol. 6, n°2, pp. 95-103.

PRAS, B., TARONDEAU J.C. (1979), « Typologies de la recherche en gestion », *Enseignement et Gestion*, cahier n°9, Printemps, pp. 5-11.

REITAN B., SORHEIM R. (2000), « The informal venture capital in Norway- investor characteristics, behaviour and investment preferences », *Venture Capital*, Vol. 2, n°2, pp. 129-141.

ROSS S.A. (1973), « The economic theory of agency : the principals problem », *American Economic Review*, Vol. 63, n°2, pp. 134-139.

SAETRE A.S. (2003), « Entrepreneurial perspectives on informal venture capital », *Venture Capital*, Vol. 5, n°1, pp. 71-94.

SAN JOSÉ A., ROURE J., AERNOUDT R. (2005): « Business Angels Academies : unleashing the potential for Business Angel investment », *Venture Capital*, Vol.7, n° 2, pp 149-165

SHEPERD D., ZACHARAKIS A. (2001), « The venture capitalist-entrepreneur relationship : control, trust and confidence in co-operative behaviour », *Venture Capital*, Vol. 3, n°2, pp. 129-149.

SHLEIFER A., VISHNY R.W. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, Vol. 52, n°2, pp. 737-783.

SORHEIM R. (2003), « The pre-investment behaviour of business angels : a social capital approach », *Venture Capital*, Vol. 5, n°4, pp. 337-365.

SORHEIM R., LANDSTRÖM H. (2001), « Informal investors – a categorization, with policy implications », *Entrepreneurship & Regional Development*, Vol. 13, pp. 351-370.

STEDLER H.R., PETERS H.H. (2003), « Business angels in Germany : an empirical study », *Venture Capital*, Vol. 5, n°3, pp. 269-276.

STEPHANY E. (2003), *La relation capital-risque/PME – Fondements et pratiques*, de Boeck, Bruxelles.

TEECE D.J., RUMELT R. (1994), « Understanding corporate coherence », *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 23, n°1, pp. 1-29.

VAN DEN BERGHE L., LEVREAU A. (2002), « The role of the Venture Capitalist as a monitor of the company : a corporate governance perspective », *Corporate Governance : an international review*, Vol. 10, n°3, pp. 124-135.

VAN OSNABRUGGE M., (2000), « A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures : an agency theory-based analysis », *Venture Capital*, Vol. 2, n°2, pp. 91-109.

VAN OSNABRUGGE M., ROBINSON R. (2000), *Angel Investing : Matching start-up funds with start-up companies*, Jossey-Bass Inc., San Francisco.

WHITTAM P.S. ; JOHNSTON J.B. (2003), « The operation of the informal venture capital market in Scotland », *Venture Capital*, Vol. 5, n°4, pp.313-335

WHITTAM P.S. ; JOHNSTON J.B. (2004), « Towards a model of the business angel investing process », *Venture Capital*, Vol. 6, n°2, pp. 95-103.

YIN R.K. (1984), *Case Study Research : Design and Method*, Sage Publications, London.

ZINGALES L. (2000), « In search of new foundations », *Journal Of Finance*, Vol. 55, n°4, pp. 1623-1653.

