

5 Revue de littérature

Notre revue de littérature vise, dans un premier temps, à définir le concept de « capital humain », apparu dès 1958, et de comprendre les différentes évolutions que cette notion a suivies au cours des dernières décennies. Nous nous intéresserons ensuite aux entrepreneurs, plus particulièrement aux fondateurs de startup, qui incarnent ce capital humain, et nous détaillerons quelles sont les caractéristiques de ces personnes prêtes à entreprendre.

Dans un second temps, nous analyserons le profil des investisseurs et le processus de levée de fonds. Nous définirons pour commencer qui sont les investisseurs, quels sont leurs enjeux, leurs motivations, leurs craintes et le rôle qu'ils souhaitent tenir dans les entreprises où ils investissent. À partir de ces caractéristiques, nous verrons que le capital humain des entrepreneurs est une notion qui est prépondérante chez les Business Angels puisqu'elle impacte la réussite des entreprises dans lesquelles ils investissent. Nous nous intéresserons ensuite au moment clé où les entrepreneurs et les investisseurs se rencontrent, échantent et négocient. Après avoir modélisé le processus type d'une levée de fonds, nous examinerons s'il existe un moment particulier dans ce process où le capital humain des entrepreneurs est plus particulièrement évalué par les investisseurs.

5.1 Le capital humain des entrepreneurs de start-up

Il y a maintenant soixante ans naissait la notion de capital humain. Depuis, ce concept a été approfondi par de nombreuses recherches. Nous verrons dans cette première partie de revue de littérature les grandes théories autour du concept de capital humain, puis, nous analyserons les caractéristiques des personnes qui incarnent ce capital humain, les entrepreneurs, dont l'approche a, elle aussi, beaucoup évolué.

5.1.1 La notion de capital humain

Nous retrouvons une des premières traces de la notion de capital humain dans un article de Jacob Mincer en août 1958 où l’auteur explique la corrélation de la distribution des revenus avec le facteur de capital humain. Si le titre de l’article est : « Investment in Human Capital and personal income distribution », le terme « capital humain » n’est présent qu’une dizaine de fois au milieu des 18 pages de cette édition du *Journal of Political Economics*.

En 1962, Gary Becker publie un article d’analyse théorique où il fait le lien entre l’investissement pour développer le capital humain et le retour sur investissement généré pour les entreprises. Gary Becker étudiera cette notion à travers diverses recherches et articles dans les années 1960 et publiera un livre intitulé *Human Capital* en 1964. La littérature le considère comme l’un des pères fondateurs de la notion de capital humain.

En 1994, Gary Becker se félicite que le concept de capital humain soit désormais entré dans les mœurs et analyse son évolution au cours des trente dernières années. Dans l’article « Human Capital revisited », Gary Becker illustre son concept en le comparant au capital physique et aux investissements réalisés pour le faire fructifier. Gary Becker explique que tout le monde s’accorde sur le fait qu’un compte bancaire, ou un pourcentage de parts dans une entreprise, ou une usine de production, ou encore de l’acier, sont des capitaux dans le sens où ils produisent des revenus et d’autres avantages positifs sur le long terme. Puis il fait un parallèle avec le fait d’aller à l’école, de recevoir une formation informatique, d’avoir accès aux soins de santé, d’être honnête, d’avoir accès à la culture. Selon lui, ces compétences représentent également des capitaux : en effet, ils améliorent la santé, augmentent le patrimoine et permettent d’accéder aux trésors de la littérature. Ces avantages produisent du capital, qui n’est ni financier, ni physique, mais humain dans le sens où la connaissance, les compétences et la santé ne peuvent pas être dissociées de la personne qui les possède.

Gary Becker juxtapose trois grandes notions à ce capital humain : la notion de compétences (par l’éducation scolaire et l’entraînement des étudiants par l’exemple), celle qui vient de la famille (par l’éducation intrinsèque des parents et les valeurs enseignées), et celle qui est liée au développement économique.

En 1994, Cooper et al. tentent de vérifier une corrélation possible entre la croissance et la survie des entreprises basée sur le capital initial au niveau financier et humain de l'entreprise. Il est à noter que le capital humain est alors décomposé en 3 facteurs : l'éducation de l'entrepreneur, son genre et son origine ethnique. L'éducation de l'entrepreneur reflète plusieurs critères :

- La capacité à développer des réseaux et des contacts,
- Le savoir-faire managérial,
- Le savoir-faire spécifique au secteur concerné.

Cooper et al. (1994) arriveront à démontrer que le capital humain a un impact¹ sur la survie et la croissance des entreprises et que cela est prédictible dans une certaine mesure.

Puis c'est au tour de Chandler et Hanks (1998) d'apporter leur contribution à la notion de capital humain puisqu'ils étudient la substituabilité entre le capital financier et le capital humain. Leur analyse montre qu'en moyenne les entreprises avec un capital humain des dirigeants de haut niveau et avec un bas niveau de capital financier atteignent une performance équivalente à celle des entreprises avec un faible niveau de capital humain mais de hauts niveaux de capitaux financiers. Sur certains secteurs, il s'avère même que les fondateurs avec un haut niveau de capital humain sont plus capables de survivre avec moins de capital financier. Les préconisations de cet article données aux dirigeants sont alors d'« *évaluer consciencieusement les compétences et les capacités qu'ils ont et de chercher des manières de les valoriser pour obtenir du capital financier* » (p. 367).

Si le capital humain peut remplacer le capital financier, dans la mesure où il est plus facile d'accéder à du capital extérieur lorsqu'on peut le contrebalancer par du capital humain, nous percevons ici la valeur du capital humain dans l'économie. Le capital humain étant une notion non tangible, nous pouvons nous interroger sur les critères qui la caractérisent.

Ucbasaran et al. (2008) ont entrepris de définir quels critères avaient un impact sur le nombre d'opportunités de business auxquels sont confrontés les entrepreneurs et ceux qu'ils étaient en mesure de poursuivre. L'intérêt ici est de démontrer que plus un entrepreneur a d'opportunités,

¹ A noter que le genre et la race n'ont qu'un impact anecdotique sur ces deux critères

meilleur sera son choix parmi celles-ci. La liste des critères évalués dans la population de leur étude se scinde en deux catégories : le capital humain général et le capital humain spécifique aux entrepreneurs.

Dans le capital humain général, sont listés :

- L'éducation,
- L'expérience professionnelle.

Dans le capital humain spécifique aux entrepreneurs, nous retrouvons :

- L'expérience de création de business antérieur (Expérience managériale, réseau professionnel, capacité à gérer des informations complexes)
- La capacité à s'auto assigner des objectifs.

La littérature nous indique que le capital humain qu'il soit spécifique ou non a une influence sur le succès d'une entreprise. Mais c'est bien en 2011 avec les travaux de Unger et al. que l'importance du capital humain est mise en avant dans le succès des entreprises.

Unger et al. (2011) partent du postulat que l'impact du capital humain sur le succès d'une entreprise a été démontré par leurs prédécesseurs (Bosma, 2002; Cassar, 2006) mais ils souhaitent en connaître l'amplitude puisque celle-ci faisait à l'époque l'objet de débat.

La conclusion de leur étude menée sur les méta -données de plus de 30 années d'études valide le lien positif entre le capital humain et le succès des entreprises. Le taux de corrélation entre succès et capital humain est de 0.098 ce qui peut se traduire par : « Une entreprise avec un haut niveau de capital humain a deux fois plus de chances de réussir qu'une entreprise avec un bas niveau de capital humain ». A noter qu'au sein de cette étude, le fait d'anticiper et de planifier les actions dans une entreprise a un taux de corrélation de succès équivalent (0.10). Nous pouvons donc dire que le capital humain a une influence sur le succès d'une entreprise équivalente à des fondamentaux tels que l'anticipation ou la planification.

Cette notion de capital humain ayant un impact sur le succès de l'entreprise, intéressons-nous aux femmes et aux hommes qui le portent, les entrepreneurs.

5.1.2 Qui sont les entrepreneurs (plus particulièrement de startups) ?

En 2017, le nombre de créateurs d'entreprises a progressé de 4,8% selon l'Insee, en France. Cette belle croissance montre l'engouement des Français pour l'entrepreneuriat. Mais qui sont les entrepreneurs d'aujourd'hui ? Sont-ils tous identiques ? Il apparaît important de s'intéresser à la diversité de leurs profils pour comprendre la place du capital humain dans l'entrepreneuriat. Nous allons dans un premier temps aborder la notion d'entrepreneur pour, dans un second temps, préciser les caractéristiques des entrepreneurs de startups.

5.1.2.1 Les entrepreneurs en général

Pour Schumpeter (1943), le trait caractéristique est l'innovation : « *L'entrepreneur est un individu dont les horizons économiques sont vastes et dont l'énergie est suffisante pour bousculer la propension à la routine et réaliser des innovations* ».

En 1969, Cole est plus affirmatif, et annonce qu'il n'est pas possible de définir un entrepreneur sans utiliser l'entreprise ou l'entrepreneuriat, tout comme il est impossible de définir un danseur sans faire référence à la danse.

Cela n'a pas empêché, quelques années plus tard, Gartner (1988) de tenter une définition en prenant la création d'organisation comme point de départ : « *Ce qui différencie les entrepreneurs des non-entrepreneurs est le fait que les entrepreneurs créent des organisations alors que les non-entrepreneurs ne le font pas.* » (p. 47)

Mais l'apport de Gartner à la recherche réside surtout dans la réorientation de la théorie : il propose de ne plus tenter de définir l'entrepreneur par ses caractéristiques mais bien par son comportement. Gartner après une discussion sur la manière de qualifier les entrepreneurs (via les traits de caractéristiques ou via les comportements) conclut :

« *La création d'une organisation est un process très complexe et intrigant, influencé par de multiples facteurs et nous influence même pendant que nous l'analysons. L'entrepreneur n'est*

pas un état fixe en soi, l'entrepreneuriat est un rôle que des individus endossent pour créer une organisation. »

Marchesnay M. (1992) parle d'entrepreneurs « PIC » ou « CAP ». Le « PIC » cherche en priorité à Pérenniser son affaire (P), à être Indépendant (I) dans la gestion de son patrimoine et à privilégier la Croissance (C), uniquement si elle permet la réalisation de ses objectifs patrimoniaux. Ce sont des entrepreneurs ayant une forte aversion au risque, qui privilégient des activités existantes, plutôt que de se lancer dans des opérations nouvelles et déstabilisantes.

En revanche, le CAP est intéressé au premier chef par les activités en croissance (C) et a un besoin d'autonomie dans les décisions (A). Il est intéressé à la pérennité de son affaire (P) si celle-ci implique une maximisation des revenus. Le CAP est plus mobile et plus individualiste.

Shane (2000) ajoute quant à lui le concept d'opportunité aux travaux de Gartner sur la création d'organisation pour définir un entrepreneur. En effet, si l'opportunité est une condition nécessaire à la création entrepreneuriale, elle n'est pas suffisante. L'entrepreneur doit décider s'il souhaite ou non exploiter cette opportunité.

Il existe aussi dans la littérature une caractéristique clivante entre les entrepreneurs : les entrepreneurs par nécessité et les entrepreneurs par opportunité.

McMullen et al. (2008), abordent le concept d'entrepreneurs par opportunité. Ces derniers expriment des ambitions bien plus importantes concernant leur contribution à l'économie, en termes de création d'emplois, d'exportation et d'exploitation des niches de marché. Alors qu'à contrario, les travaux de Giacomini et al (2011) parlent d'entrepreneur par nécessité. Ils estiment que *"les entrepreneurs contraints et volontaires ne s'inscrivent pas dans la même logique entrepreneuriale en termes de croissance, d'innovation, d'emplois, d'exportations ou de choix sectoriel"* que les entrepreneurs par opportunité. Hessels et al. (2008) confirment que les aspirations des entrepreneurs par nécessité sont moins élevées compte-tenu de leurs contraintes et de leur motivation initiale de survie. Ils contribueront donc peu à l'innovation, à la croissance économique, à l'exportation et à la création d'emploi. Les auteurs en concluent qu'il faut décourager ce type de créateurs. Ainsi, les entrepreneurs par nécessité sont beaucoup plus éloignés du modèle schumpétérien de l'innovation, se retrouvent plutôt dans les pays dits émergents, et contribuent beaucoup moins à l'expansion économique.

Un entrepreneur par nécessité crée son propre emploi parce qu'il ne perçoit aucune autre alternative valable sur le marché du travail, tandis que l'entrepreneur par opportunité, dans la tradition économique schumpétérienne, contribue au développement économique en poursuivant et exploitant une opportunité d'affaire lucrative.

Cette affirmation est reprise et élargie par Bruyat (1993), puis Bruyat et Julien (2000) : la création de valeur est d'abord d'ordre économique, mais elle suppose aussi la création de toute forme de richesse (argent, réalisation de soi) pour les parties prenantes dans l'organisation et principalement pour l'entrepreneur.

5.1.2.2 Les entrepreneurs de startups

Une startup est une nouvelle entreprise innovante. Une de ses principales caractéristiques est généralement la recherche d'importantes levées de fonds qui correspond à son fort potentiel de croissance économique et donc à la spéculation sur sa potentielle valeur future. L'apparition de ce concept de startup vient de l'émergence des nouvelles industries telles que celles des semi-conducteurs, des biotechnologies et de l'internet couplée à l'introduction de plusieurs innovations à travers différents secteurs que sont la santé, les technologies de l'information ou encore des nouveaux matériaux ont suscité dans une grande proportion la mise sur le marché de fonds pour des nouvelles startups (Nanda, 2012)

L'innovation, la levée de fond et le potentiel sont donc des critères caractéristiques des startups. Qu'en est-il des entrepreneurs qui créent les startups ?

Les entrepreneurs des startups auraient une caractéristique commune selon Nanda et al. (2012) : L'innovation radicale nécessite plus que du capital : elle requiert une prédisposition à l'expérimentation et une adaptabilité à l'échec.

Les entrepreneurs de start-up ont une autre caractéristique commune, ils ont des motivations de type « pull » à mettre en comparaison avec les motivations de type « push » que nous retrouvons principalement chez les entrepreneurs par obligation. (Dargent, 2015)

Les motivations push sont celles qui vous font créer votre entreprise par nécessité en fuyant quelque chose, voici quelques exemples :

- Nécessité économique, contextuelle, impossibilité de trouver un emploi, chômage
- Insatisfaction au travail
- Exigences familiales
- Discrimination à l'emploi de populations immigrées.

Alors qu'à contrario les motivations pull sont celles qui vous font créer votre entreprise par opportunité :

- Indépendance, autonomie, être son propre patron
- Accomplissement, réalisation personnelle
- Richesse
- Challenge, défi personnel, ambition
- Reconnaissance
- Pouvoir
- Besoin d'évasion
- Jeu intellectuel
- Créer de l'emploi, contribuer au développement économique
- Opportunité
- Tradition familiale, envie de travailler en famille.

Nous venons de définir le capital humain et de caractériser les personnes qui le portent : les entrepreneurs. Nous avons vu que le capital humain a un lien avec la réussite des entreprises. Nous avons fait un focus sur les entrepreneurs des start-up, qui ont, généralement, comme trait commun de devoir lever des fonds pour financer leur croissance.

Et c'est bien ce capital humain qui va s'échanger contre du capital financier lors des levées de fonds. C'est le concept de substituabilité mis en avant par Chandler et Hanks (1998) : on peut

échanger du capital humain contre du capital financier. Voyons donc à présent comment peut se passer cet échange ?

5.2 Les investisseurs et le processus de levée de fonds

Si l'on peut échanger du capital humain contre du capital financier dans la théorie comme le suggèrent Chandler et Hanks (1998), intéressons-nous aux parties prenantes de cet échange. Le capital financier est fourni par les investisseurs que nous parlions ici de banques, de capital venture ou de business angels. La hauteur de l'investissement dépend de plusieurs critères : les besoins de l'entreprise, les moyens de l'investisseur et les risques qu'il est en capacité d'assumer. Ces évaluations se font par les investisseurs au moment des levées de fonds, moment crucial où le capital humain des entrepreneurs sera lui aussi évalué.

5.2.1 Qui sont les investisseurs ?

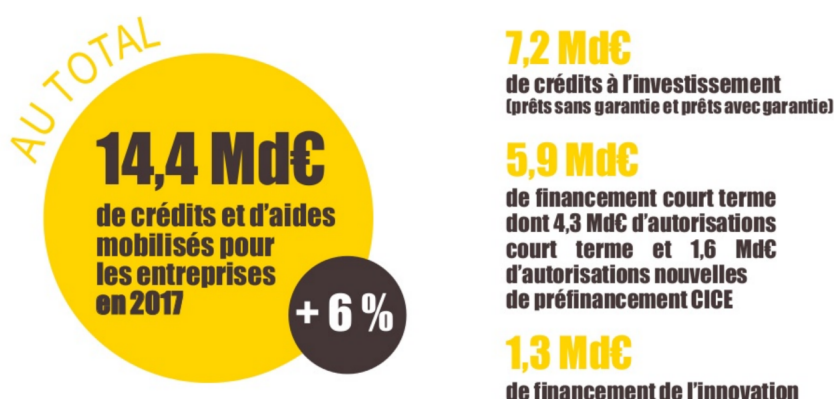
5.2.1.1 Quelques chiffres

Il existe deux types d'investissement différents : les investissements en provenance de la sphère publique et les investissements privés.

Les investissements publics sont une forme de soutien de l'Etat aux entreprises pour les aider à créer de l'emploi et à se développer. Ils représentent plus de 14 milliards d'euros en 2017 en France, en augmentation de 6% par rapport à 2016, selon le rapport d'activité de la banque publique d'investissement (BPI), comme précisé dans la figure 1 ci-dessous.

Figure 1 - Panorama du financement par la BPI en 2017

FINANCEMENT / Panorama



Source : <https://www.bpifrance.fr/A-la-une/Actualites/Bilan-d-activite-2017-un-grand-millesime-38945>

Les investissements privés proviennent, quant à eux, de trois types d'investisseurs : *Les banques, les Venture Capitalists* et les *Business Angels*. Ces investisseurs se différencient à partir de multiples critères. Après les avoir rapidement présentés et avoir identifié leur position dans le contexte économique global, nous nous focaliserons sur les différences autour de leurs périmètres d'intervention, leurs motivations, leurs craintes, et leurs rapports avec le capital humain.

Dans son édition de Mars 2018, le magazine Challenges avance les chiffres suivants : « *Quelques 300 acteurs français du "private equity" ont ainsi levé 16,5 milliards d'euros l'an passé, contre 14,7 milliards en 2016, dont près des deux tiers (63%) auprès d'investisseurs hexagonaux. Dans le même temps, ils ont investi 14,3 milliards d'euros (+15%) dans 2.142 entreprises (+13%). Les start-up et les PME ont représenté 72% du total et les ETI (entreprises de taille intermédiaire) 26%, mais près de 20% des entreprises ont concentré environ 90% des investissements.* »

Concernant les banques, en 2017, l'encours des prêts mobilisés par les sociétés de tous les secteurs a augmenté de 5,6 % sur un an pour atteindre 947,5 milliards d'euros en décembre, selon les statistiques publiées début 2018 par la Banque de France.

5.2.1.2 Définitions

5.2.1.2.1 La banque

Une banque est un établissement financier qui, recevant des fonds du public, les emploie pour effectuer des opérations de crédit et des opérations financières. (Larousse, 2018)

Dans son ouvrage de référence, « La Banque et les banquiers en France du moyen âge à nos jours », Hubert Bonin (1992) démontre, dans le chapitre consacré à la période post 1990, que les banques restent fidèles à leur fonction d'intermédiaire entre le marché et les sociétés, pour leur fournir l'argent dont elles ont besoin pour leur vie quotidienne ou pour leurs grandes opérations de commerce et d'investissement. Il explique que le prêt d'argent est un fondamental du métier des banques et que celui-ci a peu évolué depuis le début du siècle et ajoute : « Seule a souvent changé la taille des crédits accordés. Les besoins de financement des grandes entreprises se sont en effet accrus avec la taille des investissements et l'envergure des opérations commerciales. »

Une banque est une entreprise qui produit des services bancaires (crédits, dépôts des épargnants, paiements, ...) et en fait le commerce ou la distribution. Viennent s'ajouter d'autres services connexes tels que l'assurance ou des services d'investissement. L'investissement est donc considéré comme un service annexe et non comme le cœur de métier. Si vous êtes entrepreneur et que vous avez besoin de financement pour votre entreprise, lorsque vous allez voir votre banquier c'est pour contracter un prêt selon un taux avec des conditions de remboursement. Cela n'est pas compatible avec les besoins des startups d'échanger des parts du capital de l'entreprise contre une promesse de gains importants dans le futur.

Les banques sont donc fondamentales au système économique mais elles n'octroient des prêts que contre des garanties. Lorsqu'elles veulent financer l'innovation et les startups, elles créent ou participent plutôt à un fonds d'investissement, type Venture Capitals (VC).

5.2.1.2.2 Les fonds type Venture Capitals

Les Venture Capitals (VC) sont des organisations dont le but est de faire fructifier l'argent des personnes qui ont investi dans le fonds à sa création et que nous pouvons appeler actionnaire du fonds.

Les organisations de type Venture-capital (VC) lèvent de l'argent auprès de particuliers ou d'institutions pour investir dans des business en démarrage qui offrent un haut potentiel de gain mais aussi du risque (Sahlman, 1990).

La création d'un fonds suit des étapes assez pré-formatées : la création, la levée des fonds, la sélection des entreprises, l'investissement, le suivi, la sortie. C'est à l'étape de création que se définit le périmètre du fonds, son règlement intérieur.

A quelques exceptions près, les VC interviennent en investissant des tickets importants (en France entre 500k et 5M) sur des deuxièmes levées de fonds. En 2017, 20 milliards d'euros ont été investis par des VC en Grande Bretagne, 13 milliards en France et 6 milliards en Allemagne. (Source : France Invest)

5.2.1.2.3 Les Business Angels

Si les banques préfèrent prêter, les VC préfèrent investir des montants importants pour soutenir une deuxième levée de fonds, nous voyons à présent le rôle essentiel de la dernière catégorie : ceux qui vont prendre les risques aux côtés des entrepreneurs en finançant une idée de business, un premier tour de table, un cycle d'amorçage, les Business Angels (BA).

Les BA jouent un rôle fondamental dans le financement des entreprises et en particulier celles qui ont un potentiel de croissance important. Ils font le pont entre les financeurs type « love money » que sont les parents, la famille, les amis d'un côté et les investisseurs institutionnels de type VC de l'autre. Ce sont les BA qui investissent le plus dans les start-ups en phase d'amorçage (Ramadani, 2009).

Une définition des BA que nous adoptons est celle de Maxwell, Lévesque (2014) : les Business Angels sont « *des individus privés qui investissent leur propre argent pour partager du risque et du succès avec des entreprises avec lesquelles ils n'ont aucun lien direct.* » (p. 1057)

Les BA sont donc souvent des particuliers qui ont eu un succès avec leur propre entreprise par le passé et qui cherchent à investir leur argent et leur expérience au sein d'une petite société entrepreneuriale en devenir. Ils sont les seuls investisseurs qui investissent en première intention dans les entreprises nécessitant moins de 500k\$, somme où la plupart des investisseurs institutionnels de type VC ne vont pas (Osnabrugge, 2000).

Ramadani (2009) pointe aussi le fait que les Business Angels aiment souvent à rester anonymes et donc beaucoup d'entrepreneurs n'y ont pas accès ; c'est pourquoi plusieurs pays ont créé des associations ou des réseaux de BA pour faciliter la mise en relation avec les entrepreneurs.

Les BA interviennent majoritairement en phase d'amorçage, lorsque les entrepreneurs ne peuvent ni aller voir une banque ni un Venture Capital.

5.2.1.3 Les motivations des investisseurs

Si les motivations des investisseurs sont majoritairement financières, nous allons voir qu'elles diffèrent selon le type d'investisseur.

Contrairement aux banquiers, les Venture Capitals (VC) et les Business Angels (BA) vont partager les gains du succès de leur investissement. Nous allons voir ensemble leurs caractéristiques.

Si leur motivation dominante est le gain en capital, il existe d'autres facteurs de motivation chez les Business Angels comme la satisfaction et le plaisir de jouer un rôle dans le développement entrepreneurial des entreprises qu'ils financent, voire même parfois du simple altruisme (Mason & Stark, 2004). « *Ainsi l'opportunité de contribuer est une considération importante pour les Business Angels, à la fois parce que cela fait partie du « retour » qu'ils recherchent mais aussi parce qu'ils pensent que leur implication peut contribuer au succès du business dans lequel ils ont investi* » (Mason & Stark, 2004, p. 233)

Les fonds sont gérés par des managers qui doivent rendre des comptes à leurs actionnaires et c'est pourquoi les Venture Capitals sont beaucoup plus concernés par le risque marché. Ce risque marché traduit les aléas imprévisibles au niveau concurrence ou légale et qui engendrent des modifications sur la taille, la croissance ou l'accessibilité au marché (Fiet, 1995).

Les VC doivent aussi composer avec la nécessité de prouver à leurs actionnaires leur compétence d'analyse, leur capacité à conduire les négociations et à rédiger les contrats avant que le moindre investissement ne soit réalisé. Au contraire, les BA investissant leur propre argent ne sont pas sous une telle pression de validation ou d'exigence de contrôle. Les VC sont clairement des intermédiaires entre les actionnaires et les entrepreneurs, ils doivent justifier leur travail (Osnabrugge, 2000).

C'est pourquoi les managers de fonds en capital risque vont chercher à réduire au maximum leurs risques lors des phases de pré-investissement en scrutant de manière précise les analyses et en contractualisant certains aléas (Osnabrugge, 2000).

Contrairement aux banques, l'investissement des VC est très exposé en cas de faillite du business financé. Un autre risque pour les VC est la non atteinte d'une taille critique du business financé et donc l'impossibilité de rendre liquides leurs actions. C'est pourquoi les managers de fonds en capital risque vont étudier plus précisément les capacités de l'équipe managériale ainsi que le produit ou service et le marché.

Alors que les BA et les VC ont des horizons d'investissement semblables, Osnabrugge (2000) conclut que les VC sont beaucoup plus concernés par les conditions de sortie de leur investissement dans le futur et ont une exigence de rentabilité beaucoup plus importante.

Aussi, dans quelle mesure les motivations différentes des investisseurs ont-elles un impact sur leur approche du capital humain des entrepreneurs qui se présentent à eux ?

5.2.1.4 L'approche du capital humain par les investisseurs

Au vu des différences intrinsèques des investisseurs, il serait logique que l'approche du capital humain par les investisseurs soit elle aussi différente. Les banquiers se focalisent sur les aspects financiers d'un business plan et ne donnent que peu d'importance au marché, à l'entrepreneur et autres considérations (Mason & Stark, 2004).

De Bettignies et Brander (2007) reviennent sur le fait que puisque les banques fonctionnent sous forme de prêts alors que les fonds d'investissement prennent principalement des parts de capital, une des principales différences réside dans le fait que les banques sont des investisseurs passifs alors que les VC ont une implication managériale plus forte dans les entreprises. Cela a même pour conséquence parfois de voir des porteurs de projets refuser les offres de VC, de peur de perdre le contrôle (De Bettignies & Brander, 2007).

Un des points différenciant majeur pour les managers des VC est la nécessité d'expliquer toutes leurs décisions à leurs actionnaires. Cela a comme conséquence que des VC s'accordent la possibilité de remplacer l'entrepreneur à l'origine du projet en cas de défaillance ce qui n'est pas imaginable pour les Business Angels qui préféreront s'investir davantage pour aider à redresser la situation. Les Business Angels donnent donc plus d'importance que les managers de Venture Capitals aux entrepreneurs et à des considérations d'entente entre les parties (Mason & Stark, 2004).

Nous nous intéresserons donc dans cette thèse exclusivement aux Business Angels qui représentent la catégorie d'investisseurs qui prend le plus de risques en investissant leur propre argent. Les Business Angels doivent faire confiance à leurs propres critères de sélection et à leur jugement des différents dossiers.

5.2.2 La place du capital humain dans le process de levée de fonds

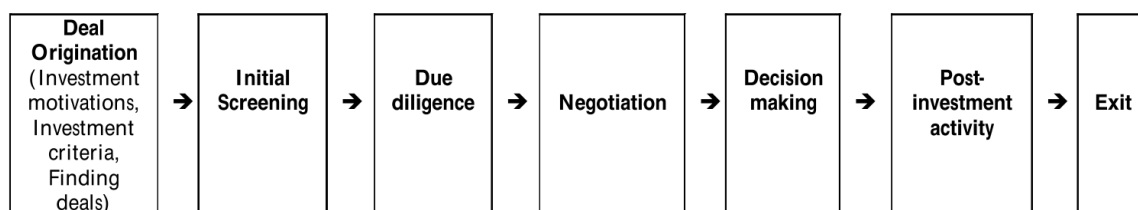
Les étapes d'une levée de fonds ont été étudiées dans la littérature et plusieurs modèles ont été créés. Van Osnabrugge et Robinson (2000) ont créé un modèle afin de généraliser le process en 6 étapes, afin qu'il soit compatible pour les VC et les BA.

- Traiter le flux et première sélection (Deal flow and initial screening)
- Phase de vérification (Due diligence)

- La négociation sur les critères (Ex-post involvement and initial screening criteria)
- Le pacte d'actionnaire (Contractual control)
- La phase de suivi après investissement (Post investment monitoring)
- La phase de sortie (Exiting)

Haines et al. (2003) ont eux aussi déterminé un modèle en 7 étapes basé sur leurs entretiens avec des BA du Canada lors de onze focus groupes regroupant 71 personnes. La méthodologie des focus groupes leur a permis de réaliser un travail scientifique sur la base des entretiens qualitatifs en extrayant les verbatims de ces BA. Voici donc le process en 7 étapes qui correspond à cette recherche.

Figure 2 - Le process de levées de fonds des BA en 7 étapes



Source : Informal Investment in Canada: Financing Small Business Growth, Haines et al (2003)

Amatucci et Shol (2004), de leur côté, créent un modèle simple de 3 étapes :

- Avant investissement
- Négociation du contrat
- Après investissement.

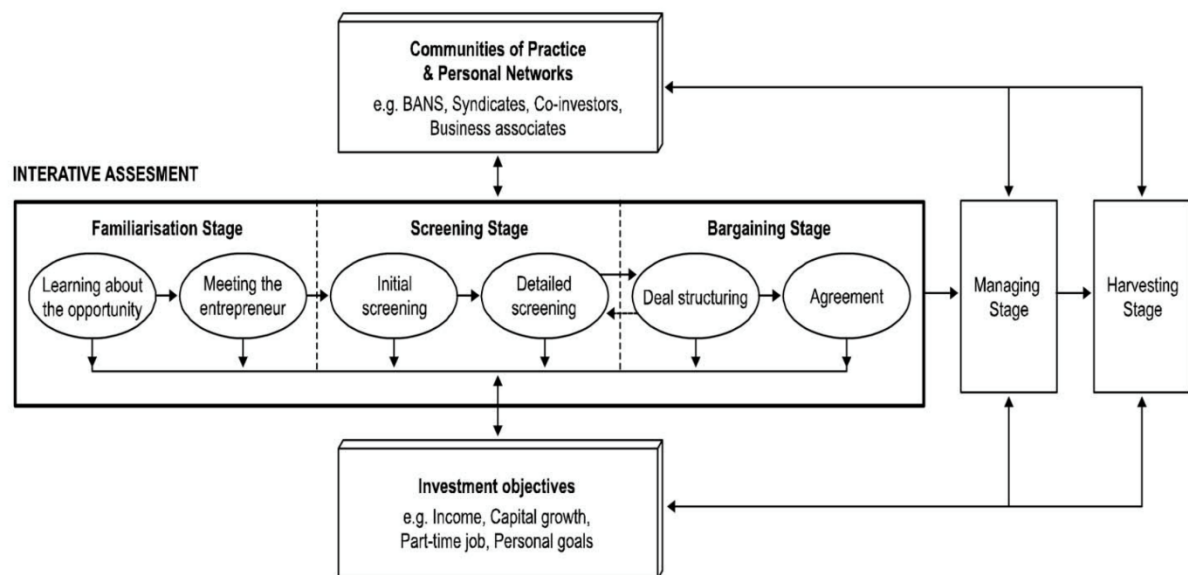
Nous retiendrons le modèle de Paul et al. (2007), dans la mesure où il est un des plus récents de la littérature.

Ce modèle se définit en 5 étapes :

- Familiarisation (Familiarization)
- Investigation (Screening),
- Négociation (Bargaining),

- Suivi (Managing)
- Sortie (Harvesting)

Figure 3 - Modélisation du process de levée de fonds



Source : Paul, Whittam, & Wyper (2007)

Les différentes phases fonctionnent en entonnoir, et déclenchent des décisions de la part des investisseurs : continuer ou arrêter le process.

5.2.2.1 La phase de familiarisation

Cette première phase est la plus étudiée dans la littérature. Elle est parfois qualifiée en anglais de « early stage ». C'est la phase où les entrepreneurs vont contacter les investisseurs pour leur présenter leur projet, l'inverse existant mais étant plus rare. C'est la phase où les investisseurs déterminent leur niveau d'intérêt à continuer (Mason & Harrison, 2002).

Elle comprend généralement des entretiens avec le ou les entrepreneurs. Ils ont au préalable livré un business plan de leur projet, déroulé une compilation de diapositives impactantes qui définissent rapidement le projet, appelé « pitch-deck » et ont répondu aux questions suscitées.

Cette étape débouche sur un rejet du dossier ou sur l'ouverture d'une phase d'analyse.

5.2.2.2 La phase d'analyse

Cette étape est parfois appelée « Post Selection » dans la littérature anglaise et plus communément « Due Diligence » ou « Detailed screening ». C'est la phase où les investisseurs analysent plus en détail les premières affirmations des entrepreneurs. Plusieurs échanges sont organisés. L'étude du marché potentiel peut être diligentée.

C'est cette phase qui est la plus longue et qui nécessite plusieurs allers-retours entre les investisseurs et les entrepreneurs. Auprès des investisseurs canadiens, l'étude de Haines et al. tend à démontrer que chaque BA a sa propre méthode sur cette phase. A une extrémité, certains BA utilisent leur ressenti après avoir échangé avec les entrepreneurs, fait des vérifications informelles sur leurs expériences passées, étudié les chiffres présentés, du moment que la confiance est née entre les protagonistes. A l'autre extrémité, certains BA ont un process d'analyse très structuré avec parfois même des employés dédiés à l'analyse de tous les documents et à une investigation poussée sur les entrepreneurs eux-mêmes. Cette deuxième catégorie de BA représente ceux qui investissent des montants plus élevés. (Haines, et al., 2003)

Pour mieux comprendre les enjeux de cette phase, nous devons comprendre qu'elle a pour objectif de minimiser l'asymétrie d'information inhérente à ce process. En effet, un des enjeux majeurs pour les investisseurs est l'évaluation de la capacité qu'auront les entrepreneurs de transformer une idée en un succès commercial. Il est largement admis que les capacités entrepreneuriales sont un facteur clef pour déterminer le taux de succès des entreprises. L'asymétrie d'information dans la phase d'analyse est donc centrale. Pour pouvoir distinguer les entrepreneurs qui vont potentiellement réussir de ceux qui ont une grande probabilité d'échouer, il est nécessaire d'investir du temps et de l'argent. Certains investisseurs proposent ainsi des services et du consulting à des prix élevés ce qui a tendance à faire fuir les très bons

candidats qui se savent très bons entrepreneurs et préfèrent aller chercher des financements chez des investisseurs qui le comprennent plus rapidement. (Amit et Muller, (1995) p.65).

Nous voyons donc ici toute la complexité de la prise de décision. Cette phase est cruciale pour la décision et l'avenir de la relation entre entrepreneur et investisseur. Le capital humain est ici un des facteurs clefs puisque les expériences passées sont abordées, et des notions telles que la confiance, le ressenti sont évoquées.

A la fin de cette phase se prend la décision d'investir ou d'arrêter l'analyse. La décision d'investir peut encore s'inverser avec l'échec d'une des phases suivantes que nous allons détailler.

5.2.2.3 La phase de négociation

Cette étape est appelée « Bargaining stage » (Paul, 2006). Quel montant l'investisseur va-t-il investir pour quel pourcentage du capital de la startup ?

Cette étape est parfois appelée « Closing » dans la littérature anglaise. C'est la dernière phase avant le versement du financement à l'entreprise, et la rédaction des pactes d'actionnaires, et des différentes clauses négociées dans la phase précédente.

Nous nous arrêtons ici pour les phases de levée de fonds proprement dites, puisque la décision finale d'investir a été prise à la fin de cette phase de négociation. Ajoutons quand même, dans un effort de compréhension globale, les phases de suivi et d'accompagnement où le projet se déroule grâce à l'investissement. Dans le meilleur des cas, ces phases permettent d'atteindre la phase tant attendue par les investisseurs, celle de sortie (exit en anglais) où la plus-value est attendue grâce à la revente de leurs parts.

Ce process décrit ci-dessus se déclenche à chaque opportunité reçue pour un BA. Ce n'est pas le cas pour les VC qui doivent suivre un process où le temps est défini à l'avance.

5.2.2.4 Le timing : principale différence avec les VC

Dans l'ouvrage référence « The Art of Startup Fundraising » écrit en 2016 par Cremades Alejandro, plusieurs grands noms du financement témoignent pour mettre en avant que le process de la levée de fonds doit être mieux appréhendé par les porteurs de projets.

Ainsi, Pedro Torres Picon, un manager de fonds explique : « Lever des fonds peut être une expérience incroyablement frustrante pour les fondateurs d'une startup parce qu'ils ont un désavantage profond : ils connaissent que très peu le process, alors que les investisseurs le maîtrisent. » (The Art of Startup Fundraising , Crémade, Introduction)

Frank Rotman annonce que « un des plus grands crimes au sein de la communauté des startups est de voir des bonnes idées et des bonnes équipes ne pas avoir accès à l'argent parce que le process de la levée de fonds n'est pas familier pour les néo-entrepreneurs. »

Et c'est Allen Taylor qui donne la clef : « *Lever des fonds est dur. Mais les fondateurs des startups du monde entier pourraient se rendre la tâche plus facile en s'autoformant sur les process de la levée de fonds avant d'en avoir besoin.* »

Ces trois témoignages ont en commun de venir de personnalités gérant des fonds de capitaux risque. Nous voyons donc que le process d'une levée de fonds auprès des VC peut s'avérer complexe et nécessite d'être étudié par les porteurs de projets. Ceci provient du timing avec lequel le fonds d'investissement est créé et la philosophie, la ligne de conduite qui est adoptée. En effet, les fonds cherchent à investir activement pendant une phase déterminée (3 ans en général) entre la fin de leur propre levée de fonds auprès des actionnaires et la période de suivi et d'accompagnement pour maximiser leurs investissements. Les porteurs de projets doivent donc matcher deux critères, leur éligibilité et le bon timing pour être intéressants pour ces fonds.

5.2.3 Les critères de sélection

On peut évidemment voir l'entrepreneur comme une alchimie entre des compétences vérifiables dites « hard skills », comme les diplômes, l'expérience, les compétences ainsi que des

compétences plus humaines moins tangibles, dites « soft skills » (Maxwell, Jeffrey, & Lévesque, 2011).

« Si les porteurs de projets travaillaient à connaître leurs investisseurs comme ils le font pour leur client, ils trouveraient le processus de levée de fonds bien plus simple. Comprenez les peurs, les douleurs, les buts et les cases à cocher de vos investisseurs. Cela n'est pas uniquement lié à la finance. » Cremades (2016, page 10)

De quelles cases à cocher parle Cremades ? Les « soft skills » de Maxwell sont-elles évaluées par les investisseurs ? Existe-t-il des listes de critères objectifs qui permettent aux investisseurs de décider d'investir ou non ?

De nombreux auteurs se sont intéressés aux différents critères utilisés par les investisseurs. Dès 1998, Landström identifie 34 critères généraux de prise de décision pour un investissement, et les classe selon leur ordre d'importance. Il est à noter que parmi les 10 premiers, nous retrouvons huit critères liés aux capacités des dirigeants et que nous soulignons ici² :

1. Leadership potential of lead entrepreneur – Les capacités de leadership du principal dirigeant
2. Market/sales capabilities of team – Les capacités de vente de l'équipe
3. Track record of lead entrepreneur – Les expériences passées du principal dirigeant
4. Recognised industry expertise in management team - Une expertise reconnue par ses pairs dans le management d'équipe
5. Information available to investors on investment – La disponibilité des informations à la disposition des investisseurs
6. Organisational/administrative capabilities of team – Les capacités d'organisation et d'administration que possède l'équipe

² Nous avons choisi délibérément de conserver la terminologie d'origine en anglais en y associant une traduction française pour les non-anglophones.

7. Degree of product-market understanding - Le niveau de compréhension du marché
8. Financial/accounting capabilities of team - Les capacités en finances/gestion de l'équipe
9. Market growth and attractiveness – La croissance et l'attractivité du marché
10. Process/production capabilities of team - La capacité d'exécution et de production de l'équipe

Au vu de ces résultats, Landström a analysé la notion de leadership de l'entrepreneur et obtenu les 10 compétences clés liées au leadership :

1. Ability to start up and grow a business – Aisance à faire démarrer et grandir un business
2. Creativity in defining solutions to problems - Créativité pour trouver des solutions aux problèmes
3. Ability to select and focus on appropriate details – Capacité à sélectionner et à se pencher sur les bons détails
4. Ability to inspire others to action – Aptitude à inspirer l'action aux autres
5. Perseverance in pursuit of achievement - Pugnacité à poursuivre la concrétisation
6. Ability to manage, learn from and move on from failures – Aptitude à manager, surpasser et apprendre des échecs
7. Ability to build and maintain an effective management team – Capacité à construire et maintenir une équipe de management efficace
8. Ability to frame problems – Capacité à comprendre et encadrer les problèmes
9. Ability to articulate and convince others of views - Capacité à convaincre, à articuler sa vision
10. Ability to make and manage risks – Capacité à prendre des risques et à les gérer

L'apport de Feeney et al. En 1999, réside dans l'identification parmi 17 critères de sélection, de traits de personnalité assez subjectifs comme :

- L'ouverture d'esprit,
- L'honnêteté,
- Le réalisme,
- L'intégrité.

Ces facteurs sont vus comme déterminants lors des levées de fonds. Nous nous interrogeons donc quant à la possibilité de regrouper tous ces traits de personnalités, et compétences en sous familles pouvant caractériser un idéal-type d'entrepreneur se présentant devant des investisseurs.

En 2003, Haines et al interrogent plus de 71 individus dont 51 Business Angels au sein de 11 focus groupes répartis sur le territoire canadien. Leur objectif est de comprendre à la fois le process de décision mais aussi les critères utilisés. Leur méthodologie basée sur les focus groupes a l'avantage de ne pas insérer de biais dans la récolte de leurs données qualitatives. Les focus groupes sont des petits groupes d'individus dont les échanges sont intégralement enregistrés et retranscrits afin d'en extraire les mots utilisés par les premiers concernés. De ces entretiens, ressortent 3 facteurs clefs dans la décision des investisseurs :

- Les bonnes personnes
- Le potentiel marché
- Un projet où ils peuvent apporter de la valeur autre que financière.

En 2004, Mason et Stark compilent les critères de choix des Business Angel par une méthodologie de codage verbal sur 3 dossiers fictifs présentés et trouvent les critères suivants dans l'ordre d'importance :

- Les chiffres financiers (22.5 %)
- Le marché (19.8 %)
- L'entrepreneur (16.8 %)
- L'investor fit (13.5 %)

Dans cette étude de Mason (2004) un point a retenu notre attention, l'« investor fit » est respectivement à 1 % et 0 % pour les VC et les banquiers (cf Tableau 1). Nous pouvons définir ce terme anglais d'« investor fit » comme étant la somme de deux éléments : d'une part, la relation entre l'expérience de l'investisseur, ses compétences, sa connaissance du marché de la technologie, et de l'opportunité d'investissement et d'autre part, les préférences personnelles de l'investisseur (est-ce une industrie ou un secteur dans lequel l'investisseur a envie d'investir ?).

« Les Business Angels sont aussi les seuls à donner autant d'importance à l'investor fit. Cela s'explique parce que les BA investissent leur propre argent et ne sont redevables à personne. Les attitudes de chaque BA qui a participé à l'étude ont été fortement influencées par leur propre background et expérience. Cela s'explique par la tendance à se restreindre à des investissements dans lesquels ils ont un savoir précédent, afin de minimiser les risques. » (Mason, 2004, p. 227)

Tableau 1 - Résultat des fréquences de « verbal protocol » par type d'investisseur

Funding Criterion	% of Thought Units (averaged by type of funder)		
	Banker (n = 3)	Venture Capital Fund Manager (n = 3)	Business Angel (n = 4)
Entrepreneur	9.0	12.0	16.8
Strategy	5.7	11.0	2.0
Operations	4.3	4.7	3.8
Product	2.7	6.7	5.5
Market	12.3	22.0	19.8
Finance	55.3	21.3	22.5
Investor Fit	0	1.0	13.5
Business Plan	2.7	6.7	4.8
Other	8.0	14.7	11.8
Total	100	100	100

Notes: Each respondent reviewed three funding opportunities. Percentages do not add up to 100 because of rounding.

Source : Mason & Stark: *A Comparison of Investment Criteria*, *International Small Business Journal* 22(3) page 239

Une des études quantitatives réalisée par Maxwell et al. (2011) démontre quant à elle, que les critères de sélection ne sont pas évalués de manière positive mais bien de manière négative. Il existe 8 facteurs critiques qui, selon leur niveau, éliminent les candidats. Ils tendent à prouver que dans la phase de sélection, les BA éliminent plus qu'ils ne qualifient. Si un seul de ces 8 facteurs n'atteint pas le niveau requis, c'est l'élimination directe.

Cette étude démontre l'avantage intuitif que les BA ont à fonctionner ainsi : la rapidité de décision. La vitesse à laquelle les BA sont en capacité d'éliminer les dossiers permet donc de n'analyser que ceux qui n'ont pas démontré un des 8 « fatals flaws » définis par Maxwell et al. (2014).

Ces 8 critères d'élimination sont présentés ici avec pour chacun la question sous-jacente, et la réponse éliminatoire.

1. Adoption – Est-ce que les clients dans le marché cible adopteront facilement le produit ?
Pas de bénéfices clairs ou des problèmes évidents d'adoption
2. Statut du produit – Le produit est-il prêt ou faut-il encore beaucoup travailler avant de pouvoir le distribuer ? Il reste encore de la recherche et développement
3. Protection – Est-il facile pour d'autres de copier le produit ou service ? Tout le monde peut le copier facilement
4. Engagement client – Est-ce qu'un premier client est déjà identifié, est ce que le produit répond à un besoin client ? Pas de client identifié
5. Mise en marché – Existe-t-il un plan marketing et une mise en marché réalistes ?
Difficultés au vu des problèmes de distribution.
6. Potentiel marché – Existe-t-il un marché conséquent pour ce produit ? Marché impossible à prédire ou vraisemblablement moins de 5 millions.
7. Expérience – Est-ce que le senior management a une expérience directe et significative ?
Pas l'expérience requise
8. Modèle financier – Le modèle financier va-t-il créer des revenus? Est-ce qu'ils demandent un investissement suffisant ? La rentabilité n'est pas évidente, et le cash limité.

Cette étude s'est basée sur les rushes d'une émission télévisée où de vrais Business Angels sélectionnaient les prétendants à une levée de fonds pour passer à l'étape suivante. Cette télé-réalité dénommée « Dragon's Den » et réalisée dans de nombreux pays à travers le monde, est une source utilisée dans plusieurs études autour des BA.

Les critères de décision des BA ont été particulièrement étudiés dans la littérature et une critique récente de Parhankangas (2014) vise le fait que ces études donnent trop d'importance aux données marché et produits alors même qu'au moment des décisions des BA lors des premiers investissements dans une société, ces données sont rarement disponibles.

L'angle d'étude retenu dans l'étude de Parhankangas (2014) est clairement humain puisque ce sont les impressions de compétences, d'intégrité et de vulnérabilité dans le vocabulaire que les

entrepreneurs utilisent lors des levées de fonds qui sécurisent les BA dans l'objectivité des données présentées.

Parhankangas (2014) souligne même un trait de caractère qui selon lui, peut apparaître contre intuitif et qui pour autant aide les entrepreneurs dans les levées de fonds : la supplication, que nous interpréterons comme le fait de pouvoir montrer ses faiblesses. Ici c'est le caractère humain de l'entrepreneur qui est évoqué, être en capacité de nommer ses sentiments, et ses faiblesses démontre une responsabilité sociale et sociétale et donc génère de l'empathie pour la société présentée.

Dans cette même étude, Parhankangas (2014) démontre qu'un excès ou une absence de publicité de la société sont contreproductifs à la levée de fonds, et qu'une publicité modérée se révèle obtenir des résultats optimaux lors des levées de fonds. Dans le même esprit, si l'entrepreneur utilise un vocabulaire trop innovant, les investisseurs peuvent l'interpréter comme un signe négatif de challenge à venir dans le développement commercial et un risque trop élevé de ne pas rencontrer son marché.

La croissance économique nécessite la création d'entreprise. Nous avons vu qu'il existe plusieurs types d'entreprise mais que celles qui contribuent le plus au développement sont celles qui innovent. Cette innovation a un pendant, le risque. Les risques ne peuvent pas être tous assumés par les entrepreneurs. Lever des fonds devient une étape quasi obligatoire pour les entrepreneurs innovants qui veulent accélérer leur développement. Les fonds investis dans ces cas sont principalement le fait de Venture Capital et de Business Angels qui doivent sélectionner parmi les propositions, les meilleurs dossiers. Pour ce faire, plusieurs critères entrent en jeu dont un certain nombre sont liés au capital humain des porteurs de projets. Les rejets des dossiers peuvent être rapides, mais l'acceptation suit un process complexe d'étapes successives jusqu'à la réception des fonds proprement dits. On peut donc se demander comment les BA évaluent le capital humain des porteurs de projets. Ont-ils des grilles pour évaluer ? Ont-

ils conscience de l'évaluation ? Sont-ils objectifs ? Quelle importance cette évaluation a-t-elle ?
Autant de questions qui nous amènent à la problématique que nous avons décidé d'étudier :

« Dans quelle mesure l'évaluation du capital humain
influence-t-elle la prise de décision des investisseurs lors
d'une levée de fonds pour les startups ?
Le cas des business angels »

Pour répondre à cette problématique, nous adresserons différentes questions de recherche :

- Comment les investisseurs perçoivent-ils le capital humain ?
- Quelle place le capital humain occupe-t-il dans les critères de décision des investisseurs ?
- Quelles dimensions du capital humain sont plus particulièrement considérées dans un processus de levée de fonds ?