

ACCOMPAGNEMENT ET GOUVERNANCE : VERS UNE NOUVELLE DYNAMIQUE DE L'ACTIONNARIAT EN SITUATION ENTREPRENEURIALE ?

Gilles CERTHOUX

mail : gcerthoux@audencia.com

Emmanuel ZENOU

mail : ezenou@audencia.com

Enseignants-chercheurs,
AUDENCIA Nantes,
8 route de la Jonelière,
44312 Nantes Cedex 3.
Tel : 33 - (0)2 40 37 45 57

Résumé :

La problématique de l'accompagnement en situation entrepreneuriale entraîne une grande complexité dans la relation accompagné/accompagnant. Ainsi, l'accompagnement n'est-il qu'une réponse à des problèmes de contrôle ou de conflits observés chez l'accompagné ? Ou est-il le vecteur d'une relation plus complexe, permettant à l'accompagnant 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 (Charreaux 2002a), de la gouvernance "disciplinaire" classique à une gouvernance davantage cognitive. Nous pensons que la problématique de l'accompagnement 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 l'accompagnement suggère une forme particulière de gouvernance, entre gouvernance classique et cognitive, et qu'elle figure une analyse dynamique de l'actionnariat en situation entrepreneuriale.

Mots-clés : *Accompagnement, entrepreneur, gouvernance, étude de cas, actionnariat, business angel.*

Introduction :

Parmi les multiples formes que peut prendre l'accompagnement en situation entrepreneuriale nous avons choisi de nous intéresser à une disposition particulière : l'accompagnement réalisé par un actionnaire qui va s'impliquer personnellement 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. De nombreux travaux¹ montrent que le Business Angel² (BA) a tendance à s'impliquer fortement auprès de l'entrepreneur, ce qui nous a amené à le considérer 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'amorçage³, 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).
- ses investissements contribuent en majorité à créer des entreprises.
- 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

¹ Harrison et Mason (1991), Mason et Harrison (1991), Frear et al. (1992), Mason et Harrison (1994), Frear et al. (1995), Mason et Harrison (1996), Coveney et Moore (1997), Mason et Harrison (2000), Reitan et Sorheim (2000), Van Osnabrugge (2000), Van Osnabrugge et Robinson (2000), Aernoudt (2001), De Noble (2001), Sheperd et Zacharakis (2001), Sorheim & Landström (2001), Brettel (2003), Kelly et Hay (2003), Lange et al. (2003), Paul et al. (2003), Saetre (2003), Sorheim (2003), Stedler et Peters (2003), France Angels (2004), Mason et Harrison (2004), Madill et al. (2005).

² La définition du Business Angel 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 souvent 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 ».

³ Définition proposée par l'étude réalisée en 2002 par Up & Up : « Financement de l'amorçage en France : état des lieux, benchmark et propositions ». Elle synthétise les approches européenne de l'European Venture Capital Association (EVCA), française de Chausson Finance et américaine de MoneyTree Survey (PWC, Venture Economics et National Venture Capital Association). La formulation retenue dans cette étude pour identifier chaque phase est la suivante :

- amorçage : financement de la mise au point du produit / concept
- 1^{er} tour (12/24 mois) : financement de la mise en marché (commercialisation, marketing,...)
- 2^{ème} tour (plus de 2 ans) : financement de la croissance

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 de l'entrepreneur, pose une double problématique. Son « statut » d'actionnaire relève de la gouvernance de l'entreprise alors que son implication auprès de l'entrepreneur peut être rattachée à la problématique de l'accompagnement.

Celle-ci, reposant sur le triptyque Hommes/Structure/Moyens, se traduit dans ce cas précis de la façon suivante :

- Homme : le BA actionnaire, qui parce qu'il est propriétaire d'une partie du capital de l'entreprise, dispose d'une certaine légitimité pour s'impliquer dans son développement. Cette implication repose cependant sur une volonté de sa part et sur les compétences nécessaires pour apporter un soutien efficace.
- Structures : le conseil d'administration, le conseil de surveillance ou tout autre organisme interne qui permet à l'actionnaire d'accompagner l'entrepreneur notamment en participant à la prise de décisions orientant le développement de l'entreprise.
- Moyens : l'investissement personnel de l'actionnaire (autre que financier) qui peut prendre les formes suivantes : appui apporté au dirigeant, mise à disposition de son réseau de relations professionnelles et personnelles, participation à la gestion courante, prestations de conseil ...

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 articulant sur le plan théorique la gouvernance et l'actionnariat en situation d'accompagnement. Nous définissons également dans cette perspective les particularités de l'accompagnement par un Business Angel.

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 illustre 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'accompagnement.

1. L'accompagnement : traduction d'une nouvelle forme de gouvernance ?

1.1. Accompagnement et Gouvernance

L'accompagnement en situation entrepreneuriale 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 : l'accompagnant doit-il être un actionnaire contrôleur ? gestionnaire ? son apport est-il purement financier ? comment définir si l'accompagnement est actif ou passif vis-à-vis de la société accompagnée ?

Ces questions peuvent selon nous trouver un éclairage à travers les problématiques liées à la gouvernance d'entreprise, dont l'évolution théorique reflète ici aussi un questionnement sur le rôle des « parties prenantes » dans l'entreprise, et notamment sur le rôle de l'actionnariat, qui nous intéresse particulièrement dans cette problématique.

En effet, 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, notamment à la faveur d'une interrogation sur la capacité des modèles traditionnels du gouvernement d'entreprise à rendre compte de conceptions plus récentes de la création de valeur dans l'entreprise⁴. Comme d'autres recherches l'ont souligné⁵, 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.

⁴ Zingales (2000), Charreaux (2001).

⁵ Charreaux (2002a et b).

1.2. Deux modèles théoriques de Gouvernance, pour deux représentations de l'actionnaire-accompagnant

1.2.1. *L'actionnaire au rôle disciplinaire, responsable de son investissement financier dans l'entreprise accompagnée*

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, construite⁶ 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)⁷ 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'agence⁸.

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. Comme le souligne P. Charlétty (1994), dès que l'hypothèse d'agence est posée elle entraîne la théorie de l'agence vers une focalisation sur deux questions fondamentales pour l'analyse du gouvernement d'entreprise et du rôle du dirigeant dans l'entreprise :

⁶ Voir pour un approfondissement Gomez (1996), Charreaux (1997).

⁷ « 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).

⁸ 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.

- Comment bâtir un *système d'incitation, de surveillance, de contrôle pour empêcher le dirigeant de nuire aux intérêts des actionnaires*, ou mieux : pour *aligner* les objectifs du dirigeant sur ceux des actionnaires, et donc maximiser la valeur pour ces derniers ?
- Comment, malgré l'information imparfaite entre dirigeant et actionnaire, concevoir des *mécanismes permettant une extraction d'information* se rapprochant au maximum de la perfection de l'information qui existe (théoriquement) sur le marché ?

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 »⁹.

Ce rôle accordé à l'actionnaire pose question dans le cadre de l'accompagnement en situation entrepreneuriale. 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 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*.

⁹ Charreaux (2002b, p. 4). Voir cet article pour un approfondissement des fondements de l'analyse juridico-financière de l'actionnariat.

1.2.2. *Le rôle cognitif de l'actionnaire-accompagnant*

Nous empruntons ce terme à Charreaux (2002a et b), qui 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 modèle¹⁰, 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'organisation¹¹, une coordination de leurs schémas cognitifs et de leurs savoirs (notamment tacites)¹².

Dans le processus de création de valeur, 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. Une part essentielle, mais non exclusive, de la création de valeur repose donc sur la capacité du dirigeant à construire un objectif commun et cohérent pour les parties prenantes, et une identité partagée et cohérente à travers l'ensemble des compétences de la firme¹³.

Ce modèle rejoint la préoccupation des organisations pour comprendre comment intégrer dans le gouvernement d'entreprise l'importance croissante prise par la gestion des connaissances et de l'innovation. La recherche en gouvernement d'entreprise se voit en effet

¹⁰ 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.

¹¹ Langlois et Foss (1999).

¹² 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).

¹³ Charreaux (2002a et b).

questionnée¹⁴ sur sa capacité à intégrer dans l'analyse de la création de valeur ce qui est parfois regroupé sous le terme d'*intellectual capital* à travers la création, la gestion et le partage des savoirs et des compétences de l'entreprise. Pour Teece, Rumelt et al. (1994), c'est d'ailleurs la construction d'une *cohérence* entre les compétences et des objectifs des parties prenantes qui permet à l'entreprise de créer de la valeur de façon durable.

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, ce qui inclut par exemple la recherche d'une meilleure coordination par le dirigeant des ressources apportées, des compétences et connaissances communes du dirigeant et de l'actionnaire, la 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 accompagnant/accompagné 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 de l'entreprise accompagnée, jette donc un regard nouveau sur la problématique de l'accompagnement.

1.3. Une problématique pour l'accompagnement : répondre aux problèmes d'agence, ou résoudre les conflits cognitifs ?

Comment définir le rôle de l'actionnaire-accompagnant ? 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 lui-même 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

¹⁴ « On the wisdom and expertise of corporate governance to create and leverage intellectual capital rests the success or failure of the twenty-first century, knowledge-intensive enterprise » (Aggestam et Keenan, 2001).

gouvernement d'entreprise. Nous proposons précisément de montrer qu'au-delà des coûts d'agence qui peuvent exister dans la relation accompagné/accompagnant, il existe également des coûts cognitifs, liés à la conception cognitive du gouvernement d'entreprise, qui enrichissent la problématique de l'accompagnement en situation entrepreneuriale et l'analyse du rôle de l'actionnariat dans cette situation.

Pour comprendre les relations entre accompagnant et accompagné, il s'agit ainsi de prendre en compte les connaissances et compétences apportées par l'actionnaire, 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, entraînant d'éventuelles modifications de l'actionnariat ou du management de l'entreprise accompagnée.

Nous allons illustrer cette approche à travers l'analyse du comportement d'un actionnaire spécifique qu'est le BA. Le BA est en général un actionnaire particulièrement impliqué auprès du dirigeant. Cette implication caractérise une situation dans laquelle peuvent se développer des conflits cognitifs qui peuvent entraîner des changements dans la structure de l'entreprise.

Avant de présenter en détail cette situation particulière, il nous a paru important d'étudier les spécificités de la démarche d'investissement des BA.

1.4. Les spécificités de l'accompagnement par le Business Angel : un investisseur impliqué.

Les BA représentent une composante importante du processus de financement de la création d'entreprises notamment en phase d'amorçage¹⁵. La démarche d'investissement des BA français ayant été peu étudiée, nous nous sommes appuyés sur deux types de travaux :

¹⁵ Wetzel et Frear (1996), Frear et al. (1997), Aernoudt (1999), Van Osnabrugge (2000), Van Osnabrugge et Robinson (2000), De Noble (2001), Bygrave et al. (2001).

- ceux portant sur l'analyse des comportements des BA étrangers et sur la relation entre Capital Investissement (CI) et entrepreneur recensés notamment par Stéphany (2003) car il existe des similitudes entre la démarche du CI et du BA,
- ceux portant sur l'utilisation de la théorie du capital social appliquée au processus reliant capital humain–capital social–capital intellectuel notamment lors de la phase de création de l'entreprise car les apports des BA peuvent être analysés sous cet angle.

1.4.1. L'influence du Business Angel sur le système de gouvernance

Le financement par CI représente un modèle spécifique de gouvernement d'entreprise¹⁶. 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 Stéphany (2003) peuvent s'appliquer au BA à des degrés divers¹⁷ :

- 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 mais comme apporteur de leurs connaissances et compétences pour aider les entrepreneurs à créer de la valeur¹⁸. 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* ».

¹⁶ Jain (2001), Mahieux (1993), Mayers (2001), Salhman (1990 et 1994a et b), Sapienza et al. (1995), Stéphany (2003), Van den Berghe et Leveau (2002).

¹⁷ De Noble (2001), Kelly et Hay (2003), Sheperd et Zacharakis (2001), Sorheim (2003), Van Osnabrugge (2000), Van Osnabrugge et Robinson (2000).

¹⁸ Lange et al. (2003), Mason & Harrison (2000), Paul et al. (2003), Saetre (2003), Sorheim (2003), Sorheim & Landström (2001), Van Osnabrugge (2000), Van Osnabrugge & Robinson (2000).

1.4.2. Coopération et confiance entre le Business Angel et l'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 » 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) et « 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 récente¹⁹ montre que les BA français sont impliqués auprès des dirigeants des entreprises dans lesquelles ils ont investi, ils 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 ».

C'est ce type de situation que nous allons maintenant étudier à travers le cas de l'entreprise NT²⁰ qui 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.

¹⁹ Etude réalisée en 2004 par France Angels sur un échantillon de 116 BA interrogés.

²⁰ Les noms des différents intervenants et de l'entreprise ont été modifiés pour conserver une certaine forme d'anonymat.

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

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

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). Ces interviews ont permis de comprendre la genèse de cet investissement et l'évolution du rôle de chaque protagoniste. L'objet de notre recherche, une analyse de la dynamique de l'actionnariat en situation entrepreneuriale 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. Dès lors, l'approche reste de type exploratoire, 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 ».

Comme l'indique Yin (1989), l'étude d'un seul cas est pertinente dans plusieurs conditions :

- le cas retenu permet de valider une théorie déjà clairement formulée,
- le cas est unique ou exceptionnel,
- le cas est significatif et permet à l'enquêteur d'observer et d'analyser en profondeur une situation mieux qu'avec une autre méthode.

Nous nous plaçons dans la troisième situation, dans la mesure où l'étude de cas nous a permis une analyse en profondeur des motivations et des détails des échanges entre les différents protagonistes, que nous n'aurions pu obtenir convenablement avec d'autres méthodes. Notre objet de recherche implique notamment l'étude d'un processus dynamique sur une longue durée, ce qui rend la méthode de l'étude de cas plus adaptée au caractère diachronique de la recherche.

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 plateforme 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 le rôle reste limité 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 amené 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 capital-risque :

- les BA sont plus rapides pour prendre leur décision et débloquer les fonds (« c'est leur argent »),
- 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 »).

2.4. L'asymétrie informationnelle : facteur déclencheur de la dégradation des relations entre dirigeant et actionnaires

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.

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 VCB 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 1^{er} décembre 2004 au 30 novembre 2005, objectifs qu'elle semble en mesure d'atteindre sous la « direction » de M. Doset.

3. Accompagnement et Gouvernance : une dynamique actionnariale

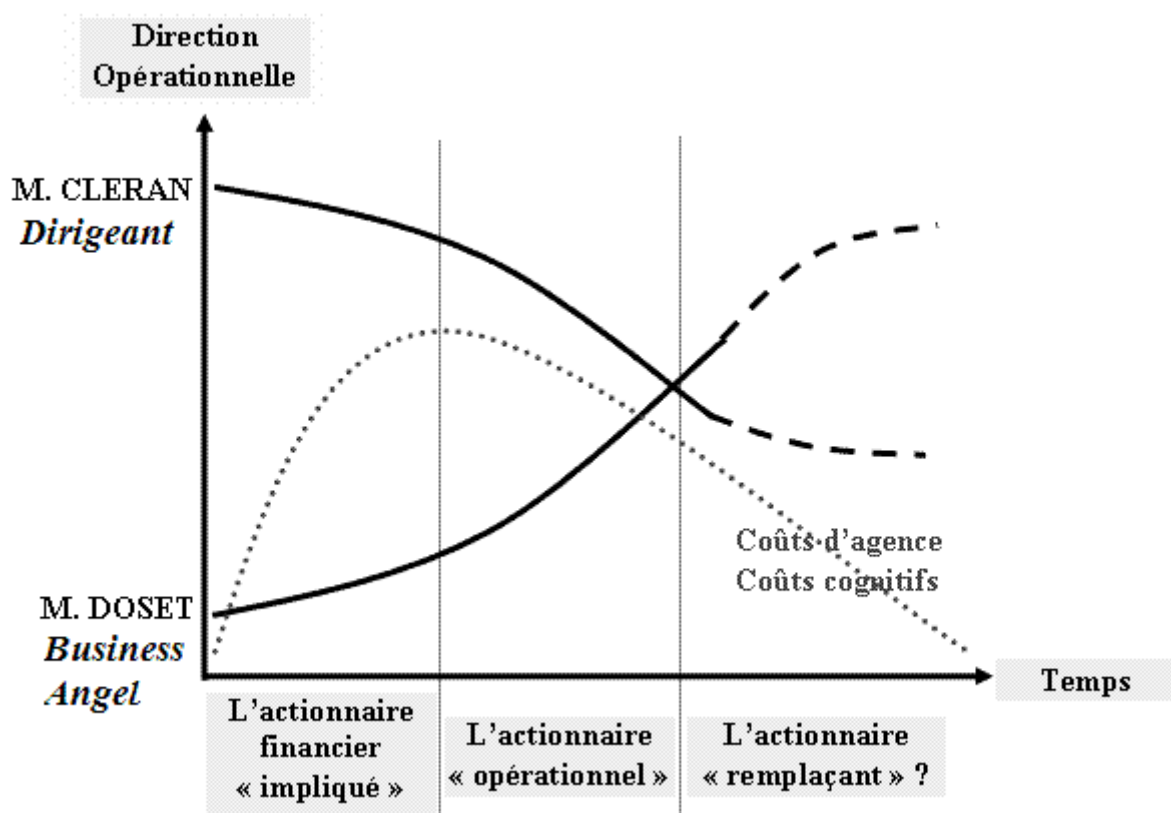
Le cas NT illustre une dynamique possible de l'actionnariat dans une situation d'accompagnement. Cette dynamique a amené le BA à devenir un « actionnaire opérationnel », tel que lui-même se décrit, en passe de se substituer au dirigeant actuel pour assurer le management de l'entreprise.

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 dessous :



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.

4. Conclusion

A partir d'un cas d'accompagnement réalisé par un BA, nous avons montré que l'analyse de l'accompagnement en situation entrepreneuriale gagne à intégrer une réflexion issue des problématiques du gouvernement d'entreprise. Notre recherche suggère en effet que l'accompagnement mobilise 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 actionnaire-accompagnant et dirigeant.

Le cas étudié a montré que l'actionnaire-accompagnant 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.

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.

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.

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.

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 Financ  re*, 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-financ  re: 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.   d. (1997), *Le Gouvernement des Entreprise*, Economica, Paris.

Coveney P., Moore K. (1997), « A typology of angels : a better way of examining the informal investment phenomena », in R. Donkels and A. Meittinen (eds), *Entrepreneurship and SME Research : on its way to the next millennium*, pp. 65-80.

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

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) : Enqu  te 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.

Frear J., Grindle R., Sohl J. (1997), « The early stage financing of high-tech entrepreneurs », Paper presented at the 17th Babson-Kauffman Foundation.

Frear J., Sohl J., Wetzel W. (1992), « The investment attitudes, behavior and characteristics of high net worth individuals », in N. Churchill, S. Birley, W.D. Bygrave, D. Muzyka, C. Wahlbin and W. Wetzel jr (eds), *Frontiers of Entrepreneurship Research 1992* (Babson College), pp. 374-387.

Frear J., Sohl J., Wetzel W. (1995), « Angels : personal investors in the venture capital market », *Entrepreneurship and Regional Development*, Vol. 7, pp. 85-94.

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

Harrison R., Mason C. (1991), « Informal venture capital in the UK and the USA : a comparison of investor characteristics, investment preferences and decision-making », in N. Churchill, W.D. Bygrave, J.G. Govin, D.L. Sexton, D.P. Slevin, K.H. Vesper and W. Wetzel jr (eds), *Frontiers of Entrepreneurship Research* (Babson College), pp. 469-487.

Jain B.A. (2001), « Predictors of performance of venture capitalist-backed organizations », *Journal of Business Research*, Vol. 52, pp. 223-233.

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.

Mahieux X. (1993), « Capital investissement et valeur de l'entreprise », *Banque*, n° 538.

Mason C, Harrison T. (1991), « Informal risk capital in the UK: a study of investor characteristics, investment preferences and decision-making », *Venture Finance Research Project n°2*, University of Southampton and University of Ulster at Jordanstown, pp.1-27.

Mason C, Harrison T. (1994), « The informal venture capital market in the U.K. », in A. Hughes and D.J. Storey (eds), *Financing small firms* (London Routledge), pp. 64-111.

Mason C, Harrison T. (1996), « Informal venture capital : a study of the investment process, the post-investment experience and investment performance », *Entrepreneurship and Regional Development*, Vol. 8, pp. 105-125.

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.

Mayers C. (2001), « Financing the new economy : financial institutions and corporate governance », *Information Economics and Policy*, Vol. 1.

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.
- Salhman W.A. (1990), « The structure and governance of venture-capital organizations », *Journal of Financial Economics*, Vol. 2, pp. 473-521.
- Salhman W.A. (1994a), « Aspects of financial contracting in venture capital », *Journal of applied corporate finance*, Vol. 7, pp. 23-36.
- Salhman W.A. (1994b), « Insights from venture capital model of project governance », *Business Economics*, Vol. 29, Issue 3, pp 35-38.
- Sapienza H.J., Manigart S., Vermeir W. (1995), « A comparison of venture capitalist governance and value-added in the US and western Europe », *Academy of Management Journal*, pp. 105-109.
- 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.
- Stéphany 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.

Wetzel W., Freear J. (1996), « Promoting Informal Venture Capital in the United States : reflections on the history of the Venture Capital Network », in Harrison T., Mason C. (eds), *Informal Venture Capital : informations, networks and public policy*, pp. 61-74.

Yin R.K. (1989), *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.